

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**

**Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas**



**“DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL PARA  
MEJORAR EL FINANCIAMIENTO EXTERNO EN UNA EMPRESA  
DE RETAIL EN EL ECUADOR”**

**PROYECTO DE TITULACIÓN**

**Previa la obtención del Título de:**

**MAGISTER EN FINANZAS**

**Presentado por:**

**WASHINGTON TORRES ACEBO**

**ANDRÉS CUZCO CARRIÓN**

**Guayaquil – Ecuador**

**2017**

## **DEDICATORIA**

A mis padres, por su incondicional apoyo y palabras de aliento en momentos de mayor dificultad. A todos mis amigos y amigas por siempre estar conmigo a todo momento.

Washington Torres Acebo

Agradezco a Dios por darme siempre fuerzas para seguir adelante, a mi madre por mostrarme el camino justo e ideal con sus consejos, a mi familia y amigos por su apoyo incondicional.

Andrés Cuzco Carrión

**COMITÉ DE EVALUACIÓN**



---

**Mariela Pérez**

**Presidenta Delegada del Decano**



---

**Econ. María Elena Romero, MSc.**

**Tutor del Proyecto**



**Gonzalo Vaca, MSc.**  
**Evaluador**

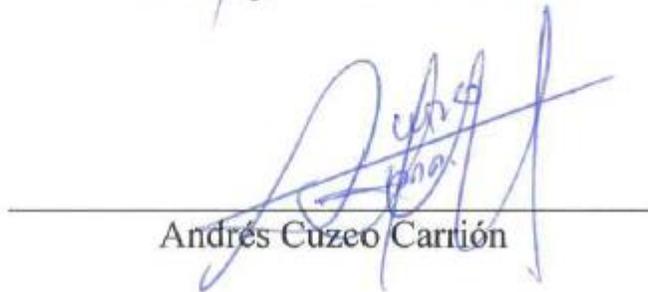
## DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, corresponde exclusivamente al autor, y al patrimonio intelectual de la misma **ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**”



---

Washington Torres Acebo



---

Andrés Cuzeo Carrión

## ÍNDICE GENERAL

DEDICATORIA .....	ii
COMITÉ DE EVALUACIÓN .....	iii
DECLARACIÓN EXPRESA .....	iv
ÍNDICE GENERAL .....	v
ÍNDICE DE TABLAS .....	ix
ÍNDICE DE FIGURAS .....	x
ÍNDICE DE GRÁFICOS .....	xi
RESUMEN .....	xii
INTRODUCCIÓN .....	1
CAPÍTULO I .....	4
MARCO REFERENCIAL.....	4
1.1. Definición del Tema o Problema .....	4
1.2. Objetivos .....	7
1.2.1. Objetivo general.....	7
1.2.2. Objetivos específicos. ....	7
1.3. Metodología .....	7

1.4. Análisis de las Tiendas Departamentales.....	8
1.4.1. Antecedentes.....	8
1.4.2. Análisis global.....	10
1.4.3. Antecedentes en Ecuador.....	11
1.4.4. Análisis externo.....	12
1.4.5. Financiamiento.....	14
1.4.6. Legislación ecuatoriana.....	21
1.5. Análisis de la empresa Retail S.A.....	22
1.5.1. Historia y antecedente de la empresa Retail S.A.....	22
1.5.2. Análisis interno.....	23
1.5.3. Clasificación y categoría.....	23
1.5.4. Productos ofertados.....	24
1.5.5. Participación de la empresa.....	24
CAPÍTULO II.....	26
MODELOS DE LAS TEORÍAS DE ESTRUCTURA DE CAPITAL .....	26
2.1. Modelos de la Teoría Trade Off .....	26
2.1.1. Apalancamiento puro.....	28
2.1.2. Apalancamiento tradicional.....	29
2.1.3. Irrelevancia de la estructura financiera.....	30
2.2. Modelos de la Teoría Pecking Order .....	31

2.3. Modelos de la Teoría de la Agencia .....	34
2.3.1. Fuentes financiamiento en modelo de la teoría de agencia. ....	37
2.3.2. Corrientes del modelo de la teoría de agencia. ....	42
CAPÍTULO III.....	44
EVALUACIÓN DE MODELOS .....	44
3.1. Evaluación de la estructura financiera de la empresa Retail S.A. ....	44
3.2. Evaluación y comparación de ratios financieros .....	46
3.2.1. Ratios de endeudamiento y solvencia.....	46
3.2.2. Ratios de Liquidez .....	48
3.2.3. Ratios de Rentabilidad.....	50
3.2.4. Ratios de Actividad.....	54
3.3. Evaluación de los factores relacionados con el riesgo.....	59
3.4. Análisis comparativo entre los ratios financieros y los factores determinantes.....	62
3.5. Análisis de la aplicación del modelo Trade Off a la empresa Retail S.A. ...	63
3.5.1. Cálculo del Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	64
3.5.2. Costo Promedio Ponderado de Capital .....	66
3.6. Análisis de la aplicación del modelo Pecking Order a la empresa Retail S.A	
3.6.1. Nivel de endeudamiento a largo plazo .....	70

3.6.2. Reinversión de utilidades .....	72
3.6.3. Crecimiento de los Activos Operacionales Netos (AON) .....	73
3.6.4. Rentabilidad Operativa del Activo.....	75
3.6.5. Beneficio antes de los intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones (EBITDA).....	76
3.6.6. Análisis de los resultados encontrados de acuerdo con la teoría de Pecking Order	77
CONCLUSIONES .....	79
RECOMENDACIONES.....	81
REFERENCIAS .....	82

## ÍNDICE DE TABLAS

<b>TABLA 1.</b> VOLUMEN DE CRÉDITO PERIODO ENERO A OCTUBRE 2017 POR SUBSECTOR.....	18
<b>TABLA 2.</b> VENTA AL POR MENOR DE PRENDAS DE VESTIR, CALZADO Y ARTÍCULOS DE CUERO.....	19
<b>TABLA 3.</b> COMPARACIÓN VOLUMEN DE CRÉDITO PERIODO ENERO A OCTUBRE 2017 Y 2016 POR SUBSECTOR.....	20
<b>TABLA 4.</b> EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA RETAIL S.A. 2013-2016 .....	44
<b>TABLA 5.</b> FACTOR DE ENDEUDAMIENTO DE RETAIL S.A.....	59
<b>TABLA 6.</b> RENTABILIDAD ECONÓMICA .....	60
<b>TABLA 7.</b> TANGIBILIDAD DE LA EMPRESA .....	61
<b>TABLA 8.</b> FACTOR INDEPENDIENTE: TAMAÑO .....	61
<b>TABLA 9.</b> BETA APALANCADA .....	65
<b>TABLA 10.</b> CÁLCULO DEL CAPM .....	65
<b>TABLA 11.</b> COSTO DE LA DEUDA.....	67
<b>TABLA 12</b> TASA CPPC (WACC) .....	68
<b>TABLA 13.</b> ACTIVOS OPERACIONALES NETOS (AON).....	71
<b>TABLA 14.</b> ENDEUDAMIENTO DE LA EMPRESA RETAIL S.A. ....	71
<b>TABLA 15.</b> RESERVAS DE LA EMPRESA RETAIL S.A. ....	72
<b>TABLA 16.</b> CRECIMIENTO DEL AON.....	74

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>FIGURA 1.</b> INDICADOR DE CAMBIO EN LA OFERTA DE CRÉDITO.....	15
<b>FIGURA 2.</b> INDICADOR DE CAMBIO DE DEMANDA DE CRÉDITO. ....	16
<b>FIGURA 3.</b> ÍNDICE DE CAMBIO DE DEMANDA DE CRÉDITO 2014 – 2016.....	17
<b>FIGURA 4.</b> MOTIVOS POR EL CUAL LAS EMPRESAS DEL SECTOR COMERCIO NO TOMAN CRÉDITOS, III TRIMESTRE 2017.....	21
<b>FIGURA 5.</b> POSTURA DE APALANCAMIENTO PURO.....	29
<b>FIGURA 6.</b> POSTURA TRADICIONAL.....	30
<b>FIGURA 7.</b> POSTURA DE MODIGLIANI Y MILLER.....	31
<b>FIGURA 8.</b> JERARQUÍA DE FUENTES DE FINANCIAMIENTOS DE ACUERDO CON LA TEORÍA PECKING ORDER.....	32
<b>FIGURA 9.</b> PROBABILIDAD DE OPERACIONES INFORMADAS. ....	36

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

<b>GRÁFICO 1. ESTRUCTURA FINANCIERA PROMEDIO DE RETAIL S.A. 2013-2016</b> .....	45
<b>GRÁFICO 2. ÍNDICE DE ENDEUDAMIENTO</b> .....	46
<b>GRÁFICO 3. ÍNDICE DE SOLVENCIA</b> .....	47
<b>GRÁFICO 4. PRUEBA ÁCIDA</b> .....	48
<b>GRÁFICO 5. RAZÓN CORRIENTE</b> .....	49
<b>GRÁFICO 6. RENTABILIDAD NETA</b> .....	50
<b>GRÁFICO 7. RENTABILIDAD BRUTA</b> .....	51
<b>GRÁFICO 8. ROE</b> .....	52
<b>GRÁFICO 9. ROA</b> .....	53
<b>GRÁFICO 10. ROTACIÓN DEL INVENTARIO</b> .....	54
<b>GRÁFICO 11. CRECIMIENTO EN VENTAS</b> .....	55
<b>GRÁFICO 12. DÍAS DE COBRO</b> .....	56
<b>GRÁFICO 13. ROTACIÓN DEL ACTIVO FIJO</b> .....	57
<b>GRÁFICO 14. ROTACIÓN DEL ACTIVO</b> .....	58
<b>GRÁFICO 15. ENDEUDAMIENTO</b> .....	71
<b>GRÁFICO 16. RESERVAS</b> .....	73
<b>GRÁFICO 17. CRECIMIENTO DEL AON</b> .....	74
<b>GRÁFICO 18. RENTABILIDAD OPERATIVA DEL ACTIVO</b> .....	75
<b>GRÁFICO 19. EBITDA DE LA COMPAÑÍA RETAIL S.A.</b> .....	76

## RESUMEN

La optimización de la estructura de capital es una herramienta financiera que se utiliza para medir la estructura de capitales de los que dispone una empresa para capitalizar sus activos a través de las contribuciones de los socios y las obligaciones o créditos obtenidos de terceros, es decir, analizando las cuentas del Balance General como el Pasivo y Patrimonio neto, con este procesamiento de datos los administradores y gerentes pueden formular directrices a largo plazo o a corto plazo, establecer valores límites para financiar las diversas operaciones internas, mejorar su eficiencia en el manejo financiero y la formulación de nuevos proyectos.

Los golpes económicos que se viven actualmente en América Latina entre ellos Ecuador, y que según organismos como la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) concluyen que la economía se contraerá entre 1,7% y 2,5% (Augusto Sosa, 2016) impulsa a Retail S.A. a diversificar sus riesgos e ingresos a través de nuevos proyectos.

Se busca determinar una composición óptima del capital a través de métodos de estimación de tasas de costo promedio ponderado de capital (WACC) aplicada a economías emergentes, con betas (riesgos) del sector en que se desarrolla, evaluando los componentes de deuda y capital actuales y las políticas de dividendos de la empresa.

Con el presente estudio se propondrá una nueva estructura de capital para los directivos de Retail S.A. y que sirva de guía para las firmas del sector.

**Palabras Clave:** Estructura de Capital, Financiamiento Externo, Eficiencia Financiera, Ingresos, Deuda,

## INTRODUCCIÓN

Una de las problemáticas más debatidas y que inquieta a los expertos en Finanzas es sobre la formulación de una composición óptima del capital. Al hablar de estructura de capital, se hace referencia a los componentes del lado derecho del balance, donde se encuentran diversos tipos de instrumentos de financiamiento, en otras palabras, las obligaciones a corto o largo plazo y el capital propio, los cuales se emplean para el financiamiento de las inversiones realizado por las empresas, los activos.

El presente proyecto de investigación está orientado a analizar una de las cuestiones más tratadas en la rama de las finanzas corporativas, la composición óptima del capital. Existen varios estudios investigativos sobre la optimización de la composición de patrimonio de las empresas. Modigliani y Miller en su investigación “Corporation Finance and the Theory of Investment” como se citó en (Modigliani & Miller , 1958), en conjunto trataron de establecer el porcentaje óptimo de la razón deuda-capital. En esta investigación los investigadores antes mencionados plantearon en total cinco supuestos: el mercado perfecto de capitales, el riesgo equivalente, la ausencia de impuestos, el 100% de pago de las ganancias y el costo constante de capital.

Estos autores fueron pioneros en el análisis de este tema y los primeros en establecer la solución al problema haciendo uso de teorías como: de arbitraje y el valor presente neto del flujo de caja estimado, pudiendo concluir que carece de importancia la manera en que una empresa obtiene financiamiento debido a que la apreciación de la firma no se vería afectado por el origen del financiamiento con deuda o con capital en un “mercado perfecto”. Por otra parte, cuando decidieron incluir el efecto de los impuestos en

su estudio, la conclusión a la que pudieron llegar contrastó a la primera, en relación con que el escudo fiscal suministrado por la cancelación de los intereses de la deuda hacía que fuera más atractivo para la empresa financiarse con deuda que con capital. De lo cual se desprende, lógicamente, que las empresas deberían financiarse casi exclusivamente con deuda (Dusso, 2013).

A partir de la investigación desarrollada por Modigliani y Miller (2014), surgieron nuevos estudios para objetar sus teorías. El estudio del balance estático y el orden jerárquico fue una de los nuevos estudios, el cual tenía como objetivo principal explicar los motivos o causas del endeudamiento de las empresas. La teoría del balance estático asevera que una empresa tiene capacidad para endeudarse siempre y cuando sus beneficios equiparen a los costos de quiebra. Los costos que menciona esta teoría envuelven los costos de agencia, los cuales, son producto de la asimetría de información en el mercado donde se desarrolla la actividad de la empresa y los diferentes desacuerdos en los intereses inherentes a los accionistas y acreedores. “Dicha proposición contempla que el valor de mercado de una organización está ligado al valor total de sus activos tangibles y por las diversas oportunidades de inversión (Myers, 1977). Se podría decir que “cuando una empresa posee más activos fijos, tendrá un nivel más alto de endeudamiento” (Titman & Wessels, 1988). Por otra parte, la teoría del orden jerárquico emerge por la necesidad de responder por qué las grandes y sofisticadas empresas, con elevado nivel de rentabilidad, poseen niveles de deuda relativamente baja. La teoría testifica que las organizaciones deben optar por la explotación de fuentes internas, es decir, por medio de las utilidades, antes de recurrir a métodos más costosos como préstamos o la emisión de capital. Esta teoría y la del balance estático difieren en las variables que consideran para el análisis y al igual que las

conclusiones a las que se llegan con cada una de ellas. Por ejemplo, “la teoría *tradeoff* no explica la correlación entre altos niveles de rentabilidad y bajos niveles de endeudamiento, pero si podría explicar que firmas con más activos tangibles (activos más seguros) contraen más deudas que las compañías con mayor riesgo (las que poseen más activos intangibles), pues el riesgo financiero incrementa la probabilidad de quiebra” (Rangel, 2010, pág. 7).

En síntesis, el objeto del presente trabajo es analizar y evaluar los principales determinantes de la composición óptima del capital para mejorar el financiamiento externo en una compañía de Retail S.A. en el Ecuador. La metodología a utilizar en el actual trabajo de investigación está enfocada la evaluación de diferentes modelos para valorar la composición del patrimonio de la empresa y definir el modelo más adecuado.

El resultado del estudio servirá a los responsables de Retail S.A. a tener una idea clara de cómo manejar su composición de capital incluyendo los nuevos segmentos en los que incursiona la empresa. También servirá de guía para otras empresas del sector que deseen reformular su composición de capital.

# CAPÍTULO I

## MARCO REFERENCIAL

### 1.1. Definición del Tema o Problema

Las finanzas han tenido un destacado desarrollo en los últimos años, por lo que desarrolla el conocimiento científico basándose en las teorías previamente planteadas y que han sido constantemente puestas a discusión llegando a comprobar su validez mediante el desarrollo de trabajos de campo fuertemente documentados. El estudio de la estructura financiera de las firmas conlleva a mantener el foco de atención en el problema que afecta directamente a las empresas y que se encuentra fuertemente vinculado a la creación de valor para cada individuo que componen a las organizaciones como los propietarios, directivos, empleados, proveedores y para la sociedad en general.

En una economía que ha dependido del gasto público, la caída progresiva del precio del petróleo restringe los recursos económicos a los cuales estaba acostumbrado el Fisco por temas relacionados a las exportaciones de crudo y también extralimita la inversión extranjera directa. El Presupuesto del Estado Ecuatoriano para el año 2017 se estableció y fue aprobado por la Asamblea tomando en consideración un precio del barril de petróleo de USD 35 y en el mes de enero promediaba los USD 24,5 (Sosa, 2017).

La receta se aplicó con un precio de USD 42,5 por barril. Si el precio del barril de petróleo llega a caer en \$20 es de esperar que los efectos generados hasta el momento se profundicen, es decir, incurriendo en una mayor contracción económica y que las cifras de empleo aumenten (Sosa, 2017).

En este contexto, la compañía Retail S.A. es una cadena de tiendas por departamento, dedicada a la compra y venta de productos al detalle y actualmente tiene 75 años en el mercado. Su principal actividad consiste, en la comercialización de ropa en las dos principales ciudades del Ecuador, Guayaquil y Quito. En la actualidad, el número de empleados con los que cuenta la empresa es bordea las 2,500 personas.

Debido a la proyección de crecimiento en el mercado y diversidad, la empresa incursiona en nuevos segmentos de negocio las cuales son: tecnología, accesorios y crédito. Debido a esta ampliación y en vista del incremento del Impuesto al Valor Agregado (IVA) al 14% (El Universo, 2016) y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) al 15% (Ramirez, 2016), surgen los requerimientos de financiamiento y el estudio de un cambio de composición de capital en Retail S.A, a fin de definir las condiciones de proporciones de deuda y capital que la empresa requiere para operar y cumplir sus objetivos estratégicos.

El tópico de la composición óptima del capital presenta un largo historial de estudio, por varios autores y desde distintas perspectivas, por ello, encontrar una optimización de las estructuras de capital en las organizaciones, “básicamente se podría definir como aquella combinación de fondos internos y externos que maximiza la valoración de la empresa, o expresado, en otros términos, qué endeudamiento sería razonable para conseguir una mayor valoración” (Rivas, 2015).

Siguiendo las directrices del trabajo pionero “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement” elaborado por (Durand , 1952) , existía la creencia, que “el uso prudente de la deuda el cual tenía un costo era inferior que la rentabilidad

demandada por los asociados, incrementaba la rentabilidad de estos últimos, amortigua el del capital total e incrementa de forma consecuente la valoración de la empresa. Por ello se puede considerar que previamente existía una composición óptima de capital, y los directivos debían encontrar la mezcla correcta de deuda y capital propio para conseguirla.

La estructura óptima de capital es un concepto muy importante en finanzas, pero sobre el que se está muy lejos del consenso. Alcanzar este estado supondría la maximización del valor de la empresa sin exponerla a riesgos de valores impagos y alcanzando al mismo tiempo el financiamiento óptimo de todos sus proyectos.

Para el desarrollo del presente trabajo se evaluarán diferentes modelos, basándose en las cuatro principales áreas de trabajo de la compañía Retail S.A.: crédito y cobranzas, una de las principales ventajas competitivas que tiene la empresa es la del crédito directo, en la que cerca de 660 mil clientes son beneficiados con esta modalidad; en el centro de distribución, el despacho de los productos es diario y se lo realiza de manera ágil y organizada, donde la entrega de los más de 340 proveedores son recibidas y distribuidas en un periodo aproximado de 48 horas; inmobiliaria, posee una planificación estratégica a largo plazo la cual le permite estructurar el portafolio de activos inmobiliarios vinculados a la actividad esencial de Retail S.A.; y administración, encargada de la adecuada gestión de los recursos financieros, humanos y tecnológicos de la empresa que avalan la evolución del negocio y el cumplimiento de las metas trazadas.

El desarrollo del actual trabajo de investigación se enfoca en el uso y valoración de diferentes modelos que se adecúen a las necesidades de la empresa de Retail S.A. en el Ecuador.

## **1.2. Objetivos**

### **1.2.1. Objetivo general.**

Analizar el patrón de preferencia de la estructura de capital manejado en la compañía Retail S.A. mediante la aplicación de la teoría Trade off y Pecking order.

### **1.2.2. Objetivos específicos.**

1. Describir la situación actual de la estructura financiera de la empresa Retail S.A. haciendo uso de los diferentes ratios para el efecto.
2. Evaluar los componentes de deuda y capital en la estructura financiera de Retail S.A. tomando la información descrita en los estados financieros.
3. Aplicar la metodología de los modelos de estructura de capital Pecking Order y Trade Off en Retail S.A. haciendo uso de las variables que se necesita en cada modelo financiero.
4. Realizar un análisis comparativo de la aplicación de las dos teorías a fin de determinar si existe un patrón de preferencia de estructura de capital de la empresa Retail S.A.

## **1.3. Metodología**

El diseño de la metodología a desarrollar para el actual trabajo es no experimental longitudinal porque se analizarán los cambios que se han dado en un determinado periodo en una compañía de Retail S.A. en el Ecuador. La orientación del presente estudio es cuantitativa ya que se medirán variables numéricas.

El desarrollo metodológico del actual estudio se compone de dos fases: la primera fase se realizará un análisis exploratorio fundamentado en fuentes secundarias tales como revistas económicas, información financiera, libros de texto sobre composición de capital, proyectos y tesis relacionadas con modelos aplicados al tema.

Lograr la optimización de la composición de capital para una industria o sector dependerá de las variables económicas actuales y del horizonte rentabilidad/riesgo que estarán dispuestos a enfrentar los inversionistas en su plan de crecimiento.

Los elementos considerados para determinar la estructuración del capital son los activos, deuda, capital, tasa de interés, valor de mercado por acción, número de acciones en circulación ROA, ROE, UPA.

#### **1.4. Análisis de las Tiendas Departamentales.**

##### **1.4.1. Antecedentes.**

Hasta el año 1830 el comercio, más que todo el sector de las telas, eran pequeñas tiendas familiares con pocos empleados. Durante los años 1830 y 1840 fue un periodo de florecimiento de tiendas conocidas como “tiendas de novedades”. Su máxima preocupación era el volumen de ventas y fueron el origen de los grandes almacenes” (Keydomo, 2013).

Las tiendas departamentales surgieron en el año 1852 en Francia, con la inauguración de La Maison du Bon Marché en París, este negocio que sin pretenderlo se convirtió en el primer gran almacén de la historia.

Viendo el éxito que tuvo La Maison Du Bon Marché “rápidamente por todo el mundo se abrieron otros establecimientos inspirados en su modelo de negocio. Todos estaban ubicados en el centro de las ciudades y todos poseían una estructura similar.” (Alarcon, 2016)

Con el paso del tiempo se iban adaptando conceptos a los locales de estos centros comerciales, por ejemplo, los establecimientos exponían sus productos en estantes en un espacio en el que los compradores podían ingresar o abandonar el establecimiento libremente para observarlos, además los precios estaban claramente señalados por lo que los clientes podía saber de manera rápida cuánto tendría que cancelar de estar interesado en adquirir dicho producto, también se instauraron políticas de cambios y devoluciones sin algún tipo de penalización. Con anterioridad a la existencia de estas tiendas, existían mostradores en donde los consumidores tenían que pedir el artículo que les interesaba tener y los empleados tenían que ir al almacén a buscarlo.

Posteriormente, en 1900, la Hudson’s Bay Company en Canadá creó el concepto de tiendas departamentales, la cual estaba dividida en secciones. Al principio, cada una de las secciones era arrendada a un proveedor, el cual podía vender sus diferentes productos, sin embargo, de a poco, los proveedores con mayor poder adquisitivo compraron a los proveedores más pequeños hasta que las tiendas departamentales quedaron conformadas tal y como las conocemos hoy en día.

En México, dicho concepto de tienda surgió en 1857 con la apertura de Fábricas de Francia y el posterior surgimiento de El Palacio de Hierro en 1885. El crecimiento de este tipo de tiendas fue paulatino, poco a poco salieron otras tiendas de este tipo de tal forma

que, para fines del siglo XX, el mercado estaba configurado por tiendas nacionales e internacionales.

En 1969 se generó un formato comercial distinto: los centros comerciales, donde podrían encontrarse distintas tiendas departamentales, de autoservicio y/o cines, todas ellas conocidas como tiendas gancho, coexistiendo en el espacio, con tiendas de menor tamaño que brindan una amplia variedad de productos. Los centros comerciales son estructurados, en ciertas ocasiones por tiendas departamentales y de autoservicio, bajo la filosofía de “One Stop Shopping”, lo cual quiere decir, que sería de mayor provecho y utilidad encontrar en un mismo espacio físico una amplia variedad de productos con la intención de hacer un uso más eficiente del tiempo.

En los últimos años varios factores han contribuido el desarrollo de las tiendas departamentales y centros comerciales en el mundo. Uno de esos factores es la urbanización, con el cual, surgieron las ciudades de mediano y gran tamaño con la población suficiente, lo cual resulta atractivo para inversionistas para la creación de un centro comercial donde estarán presentes una o más tiendas departamentales y/o de autoservicio.

#### **1.4.2. Análisis global.**

Las grandes tiendas departamentales tienen una historia de casi medio siglo en países en desarrollo, sin embargo, en economías en vías de desarrollo el fenómeno se manifestó a inicios de la década de los setenta, pero únicamente tuvieron lugar en las grandes ciudades y destinados a consumidores de un mediano o alto poder adquisitivo.

La evolución y crecimiento que han tenido las tiendas departamentales se da en primera instancia mediante la difusión del comercio minorista por regiones y países; para su análisis se identifican tres olas señaladas en su estudio. Luego de establecida la organización en la región se empieza con la promoción al interior de cada país, mediante la difusión de las diversas tiendas por segmentos de consumidores y categorías de productos.

De acuerdo con (Reardon & Berdegué, 1992) en su estudio realizado “El papel del comercio minorista” en la década de los 90s, existió una propagación acelerada de las grandes tiendas departamentales en los países en desarrollo, por otro lado, este crecimiento tiene diferentes aspectos en Europa, América Latina y Asia que se prevé un ritmo de crecimiento paulatino.

#### **1.4.3. Antecedentes en Ecuador.**

A principios del siglo XX, el Ecuador presenció una creciente corriente migratoria que procedía mayormente del continente europeo, los cuales se establecieron en el país y comenzaron a desarrollar sus negocios, dedicados a la actividad comercial. Vale resaltar que Europa fue la gran vitrina para el mundo y que desarrolló los formatos de tiendas por departamentos, sin embargo, debido a la crisis política por la cual atravesó, tuvo mucha inmigración de sus habitantes a otros países principalmente latinoamericanos”. (Cevallos, 2011)

Por lo cual, es importante mencionar que los pioneros en tiendas departamentales en el país fueron extranjeros migrantes que se asentaron en la urbe Guayaquileña y empezaron sus negocios. Las dos principales cadenas de tiendas por departamentos que existen en el país se iniciaron a través de la apertura de almacenes pequeños que ofrecían variedad de

productos principalmente importados. Estas dos grandes empresas, con el paso de los años empezaron a crecer y, se vieron en la necesidad de adoptar este formato para continuar con su expansión.

La evolución buscada no se dio, sino con el pasar del tiempo en el cual sus clientes estaban siendo cada día más exigentes y tomándolos en cuenta como íconos de referencia de productos de la buena calidad. Entre estos dos grandes actores muy reconocidos a nivel nacional, está la compañía Retail S.A.

Las tiendas departamentales en Ecuador a lo largo de su evolución han pasado por un proceso de transformación, a raíz de las cambiantes condiciones económicas, políticas y sociales que ha atravesado el país. Por otra parte, el acoplamiento de estos factores, por parte de estos establecimientos con la meta de cumplir con la demanda de sus consumidores y maximizar sus beneficios, han puesto en práctica nuevos conceptos e instrumentos mercadológicos, además de ofertas y promociones que permiten manejar valores de venta atractivos, así como la implementación de nuevos servicios, que le permite a los consumidores un uso eficiente del tiempo.

La compañía Retail S.A. quien en la actualidad lleva la vanguardia en tiendas por departamentos, aunque al pasar del tiempo surgieron nuevos competidores los cuales se han proyectado y buscado nuevas oportunidades de expansión.

#### **1.4.4. Análisis externo.**

El sector de tiendas departamentales y autoservicios fundamentalmente es considerado un sector importante para la economía del país ya que factura más de \$2,500

millones en ventas al año, según cifras obtenidas de la página web de la Superintendencia de Compañías del año 2009, por lo cual la inyección de capital en el sector resulta seductora para los inversionistas (Cevallos Navia, 2011, pág. 16). Además de que es fuente de trabajo de muchas personas, debido a que la materia prima e insumos de muchos de los productos que comercializan son nacionales y unos cuantos son importados por la ausencia de los insumos en el Ecuador.

En el ámbito comercial, la llegada de algunas tiendas de moda "low cost" (bajo costo) estadounidenses y europeas reconocidas a nivel global está provocando que las empresas ya establecidas pierdan mercado.

Empresas como Inditex abrió durante el año 2017 dos locales bajo sus marcas comerciales conocidas como: Stradivarius y Pull&Bear entre otras marcas en el centro comercial San Marino, Guayaquil, y sumando en total 10 tiendas de moda en el país. Convirtiendo al Ecuador en el cuarto mercado en América Latina compartiendo puesto con Argentina (Revista Lideres, 2017). Además de la empresa Inditex, las marcas locales realizan estrategias para ser más competitivos e innovadores en el mercado local visionándose internacionalmente. Con este escenario desde el 2015 se enciende el debate en torno a los retos y la competencia que enfrentará la industria textil y departamental nacional, que desde el 2015 viene teniendo un crecimiento considerable.

Las nuevas marcas en el mercado con precios competitivos también han provocado efectos negativos, La Asociación de Industriales Textileros del Ecuador (AITE) explicó que “este nuevo formato de tiendas está marcando precedentes en el desarrollo del mercado local debido a la extendida gama de precios que presentan cada uno de sus productos, que

son cada vez más asequibles para el bolsillo del ecuatoriano promedio”. (El Comercio, 2012)

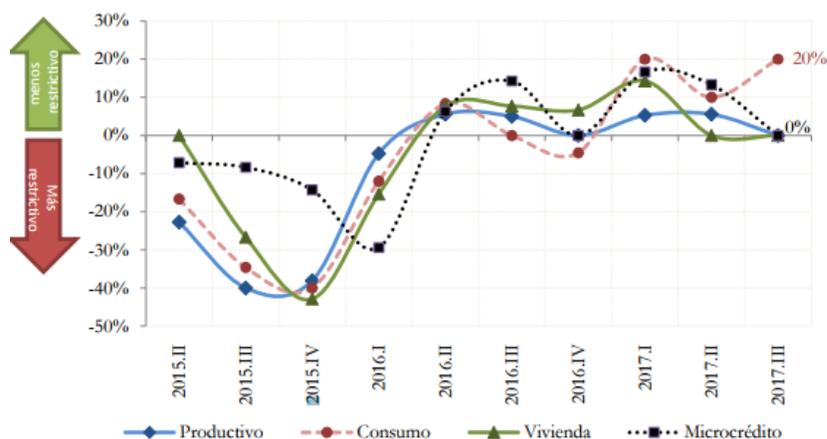
Esto obliga a las cadenas departamentales nacionales del mismo sector a bajar los precios, lo cual también implica la reducción del precio de las materias primas. En otros países vecinos las tiendas departamentales se han desarrollado de manera tal que son dignas de admiración y generan comentarios positivos, en Ecuador la producción de la industria textil y de moda de manera general es pobre, realizando una comparación con los países de la región, los productos ofertados son expuestos a intensas críticas respecto a su calidad sin embargo se mantiene comprometido con su desarrollo tanto de los productos textiles como la elaboración de sus prendas.

Muchas empresas de este sector han desarrollado sus negocios hasta la internacionalización gracias a la excelente gestión de marketing empresarial, a la intensa inversión en maquinaria con tecnología de punta, la ampliación de sus instalaciones y a la amplia variedad de su portafolio, es por esto que ahora el principal reto de los productores ecuatorianos es la innovación con el objetivo principal de la exportación de sus productos. Por lo que es una oportunidad la incursión en nuevos mercados más aún si son internacionales.

#### **1.4.5. Financiamiento**

De acuerdo con el Banco Central del Ecuador BCE (2017), mediante los resultados de la “encuesta trimestral de oferta y demanda de crédito” se obtuvo que, para el tercer trimestre del año 2017 la oferta de créditos proporcionados por bancos, mutualistas y sociedades financieras no sufrió cambios desfavorables para acceder a las herramientas,

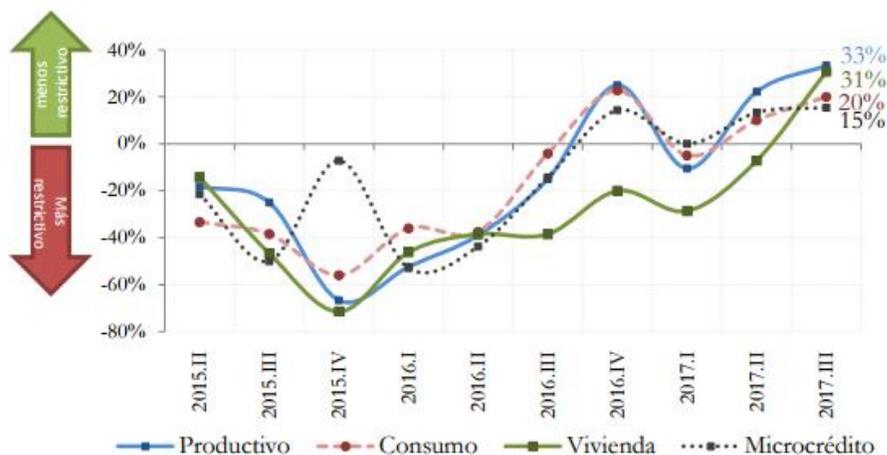
estas instituciones del sector financiero en cuanto al crédito ofertado, se han mostrado menos restrictivo para los créditos de consumo, pero por otra parte, para los demás tipos de crédito, la situación no es negativa dado que su indicador de cambio ha sido nulo, mostrándose sin variación la oferta de créditos brindados por los bancos, mutualistas y sociedades financieras, como es mostrado en la siguiente figura.



**Figura 1.** Indicador de cambio en la oferta de crédito.

**Fuente:** Tomado de “Reporte trimestral de oferta y demanda de crédito”, BCE (2017).

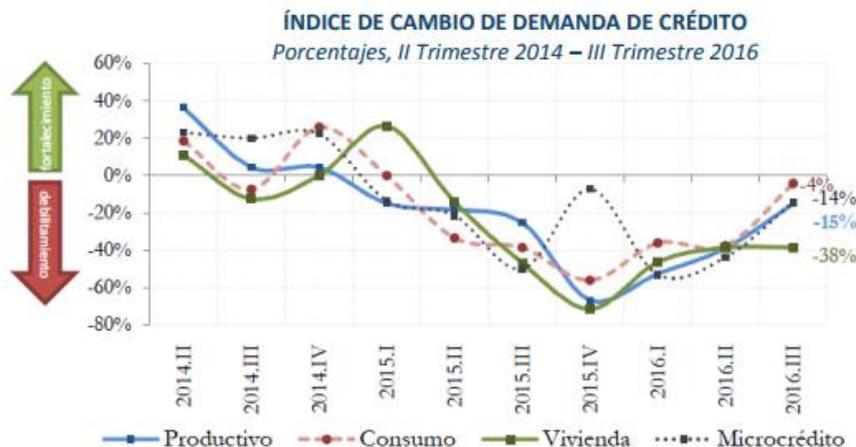
Por otra parte, durante el tercer trimestre del año 2017, el BCE (2017) expone que, a lo largo de nueve meses anteriores al estudiado, se había experimentado un debilitamiento del crédito de vivienda, pero para el tercer trimestre del 2017 se fortaleció. De manera similar sucedió con los segmentos de los créditos productivos, consumo y microcrédito, donde la demanda de ellos se incrementó, como se muestra en la siguiente figura.



**Figura 2.** Indicador de cambio de demanda de crédito.

**Fuente:** Tomado de "Reporte trimestral de oferta y demanda de crédito", BCE (2017)

Se debe destacar que, al darse tal incremento en la demanda al tercer trimestre del año 2017, esto se presenta en un panorama de recuperación para tal demanda ya que ésta, para el último trimestre del año 2016 y con datos desde del segundo trimestre del año 2014 que comprenden un total de cinco trimestres anteriores, experimentaron un debilitamiento de demanda para todos los segmentos, siendo estos de microcrédito, consumo, productivo y de vivienda, periodo donde hubo una disminución de las solicitudes de crédito a entidades financieras.



**Figura 3.** Índice de cambio de demanda de crédito 2014 – 2016

**Fuente:** Tomado de “Evolución del volumen de crédito y tasas de interés del sistema financiero nacional.”, BCE (2016).

Situación que no se replica de manera concreta al analizar de manera individual el sector de negocios donde se mueven las tiendas departamentales. Respecto a los datos de la Superintendencia de Bancos (Super de Bancos) (2017), para el subsector económico clasificado mediante la categorización CIU como “venta al por menor de prendas de vestir, calzado y artículos de cuero en comercios especializados” código (G477) que sostiene cuatro tipos de actividades económicas; la de “venta al por menor de prendas de vestir y peletería en establecimientos especializados” código (G4771.11), de “venta al por menor de accesorios de vestir como: guantes, corbatas, tirantes, incluye paraguas etc., en establecimientos especializados” código (G4771.12), de “venta al por menor de calzado, material de zapatería (plantillas, taloneras, suela y artículos análogos) en establecimientos especializados” código (G4771.21) y de “venta al por menor de artículos de cuero y sustitutos, incluido accesorios de viaje, excepto prendas de vestir en establecimientos especializados” código (G4771.22) durante el periodo de enero a octubre del 2017

obtuvieron un volumen de crédito que ascendió a un monto de \$ 90.882.403,61, esto proporcionado por bancos privados, instituciones financieras públicas, mutualistas y sociedades financieras a nivel general en todo Ecuador a través de 14.236 operaciones bancarias, como muestra la siguiente tabla.

**Tabla 1.** *Volumen de crédito periodo enero a octubre 2017 por subsector*

<b>Subsector</b>	<b>Código CIU</b>	<b>Número de operaciones</b>	<b>Monto otorgado</b>
Venta al por menor de prendas de vestir, calzado y artículos de cuero en comercios especializados.	G4771.11	12.286	\$75.042.682,89
	G4771.12.	99	\$447.613,53
	G4771.21	1.835	\$15.315.540,00
Código (G4771)	G4771.22	16	\$76.567,19
<b>TOTAL</b>		<b>14.236</b>	<b>\$90.882.403,61</b>

**Fuente:** Adaptado de “Serie mensual de volumen de crédito y contingentes por tipo de crédito, destino geográfico y destino económico.” Superintendencia de Bancos (2017)

**Elaborado:** Los autores

Por su parte en el 2016 se terminó con mayor toma de recursos financieros para ser invertidos en el subsector de “venta al por menor de prendas de vestir, calzado y artículos de cuero en comercios especializados”, cifras que difícilmente se puedan igualar al tiempo actual, los valores mostrados para el año 2016 se detallan en la siguiente tabla.

**Tabla 2.** *Venta al por menor de prendas de vestir, calzado y artículos de cuero.*

<b>Subsector</b>	<b>Código CIU</b>	<b>Número de operaciones</b>	<b>Monto otorgado</b>
	G4771.11	20.270	\$101.829.775,69
Venta al por menor de prendas de vestir, calzado y artículos de cuero en comercios especializados.	G4771.12.	139	\$777.756,52
Código (G4771)	G4771.21	2.398	\$20.086.534,57
	G4771.22	135	\$833.591,79
<b>TOTAL</b>		<b>22.942</b>	<b>\$123.527.658,60</b>

**Fuente:** Adaptado de “Serie mensual de volumen de crédito y contingentes por tipo de crédito, destino geográfico y destino económico.” Superintendencia de Bancos (2017)

**Elaborado:** Los autores

Al comparar tal información con el año anterior se presentan los siguientes datos obtenidos de la Superintendencia de Bancos (2017), el volumen del crédito que obtuvieron, ascendió a un monto de \$ 123.527.658,6 a través de 22.942 operaciones bancarias, volúmenes que contrastan con el año en curso 2017 ya que para el año 2016 para el periodo de enero a octubre tales montos ya ascendían a la cantidad de \$101.754.374,3 a través de la cantidad de 19.889 operaciones bancarias, como se presenta resumido en la siguiente tabla; notando la disminución de toma de herramientas crediticias para el financiamiento del sector donde se ubican las tiendas departamentales.

**Tabla 3.** Comparación volumen de crédito periodo enero a octubre 2017 y 2016 por subsector.

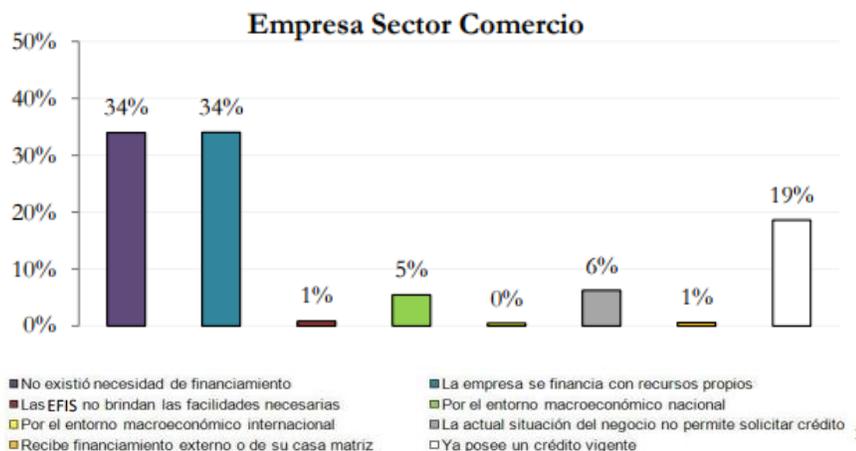
<b>Subsector</b>	<b>Periodo</b>	<b>Número de operaciones</b>	<b>Monto otorgado</b>
Venta al por menor de prendas de vestir, calzado y artículos de cuero en comercios especializados. Código (G4771)	Enero a octubre 2017	14.236	\$90.882.404
	Enero a octubre 2016	19.889	\$101.754.374

**Fuente:** Adaptado de “Serie mensual de volumen de crédito y contingentes por tipo de crédito, destino geográfico y destino económico.” Superintendencia de Bancos (2017)

**Elaborado:** Los autores.

A nivel de empresas que manejan tiendas departamentales, es difícil establecer una causa específica del por qué la disminución de la demanda de créditos, más a nivel general para las empresas enroladas al sector comercio, el BCE (2017) dice que éstas empresas califican al tercer trimestre del año 2017 de manera que no se presentó como un periodo apto para endeudarse esto debido principalmente a que las compañías optan por financiarse con la ayuda de recursos propios o porque al menos para tal periodo no ha existido la necesidad de requerir financiamiento.

Adicional a esto, de acuerdo con el BCE (2017) a partir del año 2015 se han presentado dentro de las causas de baja de demanda a los criterios de que las compañías ya cuentan con un crédito por pagar e incluso por el motivo de que las empresas no cuentan con una situación que les permita afrontar tal instrumento de financiación; de tales criterios para el cuarto trimestre del año 2017 el que más incidencia tuvo, encontrándose en tercer lugar es el de que la empresa ya posee un crédito vigente, seguido de que la empresa no cuenta con los medios para afrontarlo y con menor incidencia pero que es relevante, por el entorno macroeconómico nacional, como detalla la figura a continuación.



**Figura 4.** Motivos por el cual las empresas del sector comercio no toman créditos, III trimestre 2017.  
**Fuente:** Tomado de “Reporte trimestral de oferta y demanda de crédito”, BCE (2017).

#### 1.4.6. Legislación ecuatoriana

Las actividades de las tiendas departamentales dentro del sector comercio como minoristas, no están sujetas a regulaciones de la legislación ecuatoriana orientadas directamente a estas, salvo a las regulaciones destinadas a las empresas en general dentro del estado ecuatoriano. Las regulaciones son puestas por entidades gubernamentales que norman, reglan, establecen procesos y vigilan en cumplimiento de diferentes especificaciones previamente descritas, detalladas y comunicada por lo que se puede llevar un orden que garantice una armonía en la sociedad.

Entre las entidades que manejan las diferentes regulaciones que sujetan las actividades de las empresas de comercio minoristas, se encuentra principalmente el Servicio de Rentas Internas; con el Código Tributario, la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno y el Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno con lo que la entidad se encarga de la operación de recaudación de tributos. La Superintendencia de Compañías por su parte se vale de la Ley de Compañías y de la Ley de

Mercado de Valores para controlar el desarrollo de las actividades empresariales en general en el Ecuador.

Además, se encuentran el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y el Ministerio de Trabajo cuyo accionar se da para controlar el cumplimiento de la Ley de la Seguridad Social, del Código de Trabajo con lo que legislan el ámbito laboral del Ecuador. Por otro lado, también se encuentran dentro de las entidades que ejercen control a las empresas, el Servicio Nacional de Aduana del Ecuador y el Ministerio de Comercio Exterior con la Ley de Aduanas. Así tales legislaciones proporcionan un orden jurídico dejando fuera la aparición de conductas no tolerables en la generación de las actividades económicas en Ecuador.

## **1.5. Análisis de la empresa Retail S.A.**

### **1.5.1. Historia y antecedente de la empresa Retail S.A.**

Retail S.A. abrió sus puertas el 15 de abril de 1940 en la esquina de las calles Aguirre y Pedro Carbo en la ciudad de Guayaquil, gracias a su fundador de origen europeo. Fue la primera empresa del país en adoptar el concepto de tienda por departamento en el año de 1975 en el cual orientó su negocio por grupos de mercadería. Así como también fue la primera tienda por departamento en el Ecuador en tener su propia tarjeta de crédito. (Ekos, 2013)

En la actualidad Retail S.A. es la empresa líder en el sector, pioneros en ser una empresa que marca tendencias, convirtiéndose en un referente para los ecuatorianos y también para la competencia sobre direccionamientos en la industria. También son pioneros

del concepto de tiendas especializadas en donde un cliente puede encontrar todos los artículos relacionados a su segmento en un solo lugar. “Retail S.A. posee un total de 20 tiendas localizadas en las dos grandes ciudades de Guayaquil y Quito”. (Ekos, 2013)

### **1.5.2. Análisis interno.**

Los balances generados por las compañías ligadas al comercio al por menor o también denominado de retail, “en el que están las tiendas departamentales, revelan que ciertas compañías con un mejor resultado no consiguieron crecer más allá del 5% al finalizar el año, mientras que otras sufrieron caídas cercanas al 10%”. (El universo, 2010)

Dentro de la línea de expansión de la compañía Retail S.A., en el año 2010 tuvo un crecimiento próximo al 5%, por lo que estratégicamente la cadena abrió nuevos locales, que estuvieron ligados a la apertura de nuevos centros comerciales.

Actualmente la empresa gestiona 20 tiendas, en Guayaquil y Quito, entre las que cuenta con tiendas destinadas a diferentes tipos de clientes en las cuales están moda, hogar, kids, cosmético, juniors y belleza. Además, es una empresa líder en este sector debido a que, es una empresa que marca tendencias de moda, convirtiendo a la compañía en un referente para los ecuatorianos, destacándose por el excelente servicio que brinda diariamente a sus compradores y por la alta calidad y variedad de su mercadería.

### **1.5.3. Clasificación y categoría.**

Retail S.A. es una empresa de tiendas departamentales en donde se logra incluir todo tipo de tiendas o locales comerciales que se podría hallar en cualquier centro urbano

con venta directa al consumidor final, pero su negocio básicamente se encuentra más bien enlazado a mayores cadenas de locales comerciales.

#### **1.5.4. Productos ofertados.**

Los productos ofertados por Retail S.A. abarca una extensa gama de artículos agrupados bajo grandes segmentos como Moda, Hogar, Belleza y Tecnología, la cual junto al servicio al cliente y al Crédito directo componen la fórmula maestra de la compañía Retail S.A. para la satisfacción del cliente.

#### **1.5.5. Participación de la empresa.**

Retail S.A. a lo largo del tiempo ha mantenido su liderazgo en el mercado con un fuerte posicionamiento por la diversidad de productos que ofrece tienda de moda, especializada en la comercialización de ropa como también de productos para el hogar. Siempre enfocándose en el apropiado servicio al cliente y en la continua capacitación de su personal para asesorar al cliente cuando este lo necesite. (Ekos, 2011)

Retail S.A. es una de las organizaciones líderes en este negocio y con mejor posesión a nivel nacional en el negocio de tiendas de departamentos, según Ekos en el 2016 ocupó el primer puesto en el Top of Mind (mente de los consumidores) con una calificación de 20/20 (donde 20 significa más recordada y 0 menos recordada) con su propuesta de crear una marca que inspire, seduzca y ayude a sentirse mejor; a esta empresa le sigue Etafashion con una calificación de 11, 53 y Súper Éxito con 4,41 puntos (Ekos, 2016, pág. 65).

Gracias a esto y al mercado del país que continúa mostrando condiciones favorables en su demanda, “el nivel de flujo de efectivo generado le permite abarcar en gran magnitud

los pagos incurridos por los compromisos financieros de la cual se halla compuesta su estructura de capital”. (Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana, 2013)

## CAPÍTULO II

### MODELOS DE LAS TEORÍAS DE ESTRUCTURA DE CAPITAL

#### 2.1. Modelos de la Teoría Trade Off

Mediante las investigaciones realizadas por algunos de los eruditos en el tema, como lo nombró Bradley, Harrell y Kim y como se citó en (Zambrano & Acuña, 2013) el desarrollo de la optimización de la estructura se da cuando se equilibra la ventaja de la deuda con el valor de los costos de quiebra”. (pág. 208)

Morales, Arroyo y Villalba, citan a Modigliani & Miller (2014) en su artículo “Teoría del Trade-off” y establecen de forma inicial que;

En un mundo sin impuestos el coste de capital de una empresa no cambia, porque éste es el resultado y el reflejo del entorno competitivo del sector en que se desempeña la organización. Todo lo anterior entendiendo que nunca deja de lado la consideración que el costo de capital de la empresa es el resultado ponderado del valor de cada una de sus fuentes de financiación, pero haciendo énfasis en que la ponderación de los mencionados costos en un mercado de capitales perfecto resultará sin lugar a duda en un mismo costo de capital, mientras que el entorno competitivo (nacional como internacional) de la empresa no cambie. (pág. 10)

La proposición de “sin impuesto” está basada en varios supuestos como:

- Ausencia de impuestos
- Ausencia de costos de transacción (costos de quiebra y costos de agencia)
- Los particulares y las corporaciones se endeudan a la misma tasa.

En una idea mínima, la teoría de trade-off o también denominada teoría del equilibrio estático es una proposición que favorece al análisis y la toma de decisiones en cuanto a la composición de capital a tomar, la teoría deja entrever el comportamiento entre dos criterios, de manera que se conoce en qué cuantía debe variar un criterio en específico para que se dé un movimiento de incremento en otro criterio escogido para el análisis, siendo posible buscar un equilibrio entre ambos criterios tratados, de manera que al tratar la estructura; “la teoría del equilibrio estático defiende que las empresas alcanzan una estructura de capital óptima cada vez que logran conseguir un punto de equilibrio en el que equiparan los efectos positivos y negativos que tienen como origen el incremento del endeudamiento” (Gude, 2014, pág. 21). Con tal contexto, las decisiones referentes a dicha estructura son tomadas al tener un vistazo amplio de los beneficios y posibles perjuicios de una determinada acción, como lo es la toma de financiamiento por parte de la empresa.

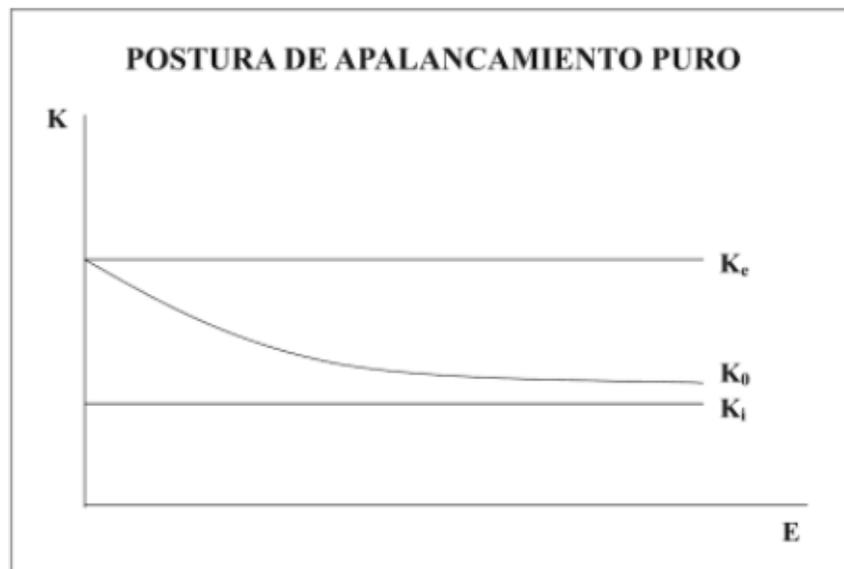
Modigliani & Miller exponen como un efecto positivo al criterio de deducción fiscal de interés incurridos en un valor adeudado (Gude, 2014, pág. 22). Al ser una exclusión de los valores considerados dentro del cálculo de los tributos, es decir su base imponible, con lo que el sujeto pasivo del proceso fiscal se ve favorecido porque puede llegar a obtener una utilidad. Robichek, Myers & Stiglitz añaden que el criterio negativo para la teoría de trade-off radica en los denominados costes de bancarrota (Gude, 2014, pág. 22). Los costes de banca rota se generan en el momento en que financieramente, una empresa se presenta como insolvente, en donde se incurren en costos, para manejar tal situación de manera legal, constituyendo los costos de banca rota indirectos, pero por otra parte, también se hallan los costos de banca rota indirectos que afectan el rendimiento de una empresa al encontrarse en una situación que pone en duda su perduración a través del tiempo, en donde al tener una amplia posibilidad de banca rota, a estas empresas se les presentará

contrariedades tal como trabas en un proceso para obtener créditos. Adicional a esto, Jensen & Meckling consideran a los costes producidos en la relación de agencia como efectos negativos (Gude, 2014). Tales costos se originan al dar una solución a los denominados problemas de agencia, en donde una organización entabla una relación contractual con otra y ambas partes buscan su propio beneficio, dicho comportamiento es lo que origina el conflicto tratado en la relación de agencia.

### **2.1.1. Apalancamiento puro.**

La Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección (ACCID, 2011) presenta un estudio sobre la evolución del coste del capital dado por una determinada estructura financiera, mediante la cual se logre dar cavidad a una estructura financiera óptima creada a partir de los pros de los beneficios fiscales y los contras de los costes de banca rota. (pág. 123)

De manera inicial, la ACCID (2011) presenta a la estructura financiera (E) con la ecuación  $E = \frac{FA}{FP}$ ; en donde se da como el resultado de la división de fondos ajenos (FA) y fondos de propiedad de la organización (FP), en esta situación considerando a los fondos ajenos como baratos y a los fondos propios como caros, de aumentar la deuda con la disminución de los fondos propios, a la vez que se mantienen constantes los activos y apoyados por la formula  $K_0 = K_i \frac{FA}{FA+FP} + K_e \frac{FP}{FA+FP}$ , donde ( $K_0$ ) corresponde al coste medio ponderado, ( $K_i$ ) es el valor de importe del capital ajeno y ( $K_e$ ) es el valor de importe de los fondos propios; se dará una disminución del costo medio ponderado, dando origen a la postra de apalancamiento puro, tras desplazar hacia la derecha el eje de las abscisas como se detalla en la siguiente figura, no obstante para esta teoría se considera que debe darse un crecimiento del coste de fondos propios con el endeudamiento. (pág. 123).



**Figura 5.** Postura de apalancamiento puro.

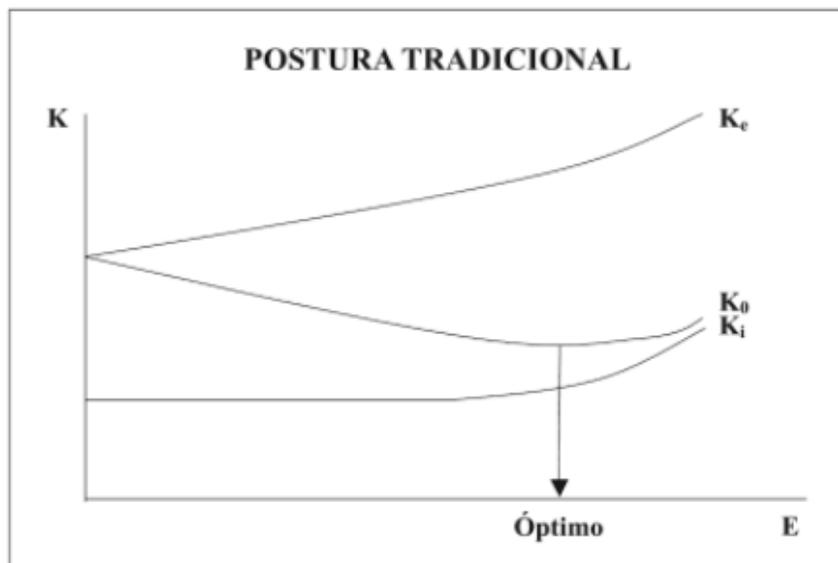
**Fuente:** Tomado de Nuevas Tendencias en Financiación Empresarial. ACCID (2011)

Esta estructura de apalancamiento puro no es recomendable al poner a la empresa en una condición en la que tiene que hacer frente constantemente a las responsabilidades financieras adquiridas; se muestra útil en épocas de gran rentabilidad de una empresa, mientras que en condiciones contrarias el mantener un endeudamiento alto produce que las ganancias de la empresa se vean disminuidas, causando un ambiente de alto riesgo para la organización (ACCID, 2011).

### **2.1.2. Apalancamiento tradicional.**

En contraste a la postura analizada anteriormente, se da la postura tradicional, considerando de igual forma que el planteamiento anterior, que los fondos propios se dan más costosos que los fondos ajenos. Tales fondos propios incrementan su costo ( $K_e$ ) al darse el endeudamiento, también sucede lo mismo con los fondos ajenos ( $K_i$ ), pero tal crecimiento acompañado de un aumento de riesgo se da de manera progresiva hasta alcanzar grandes niveles, hasta el punto en que el costo medio ponderado ( $K_0$ ) tiene un

comportamiento en el cual se ve disminuido por el incremento de la proporción en los fondos ajenos baratos, para luego incrementarse cuando los costos de los recursos propios y de los recursos ajenos aumenten al mismo tiempo; dando origen a la estructura financiera óptima como fruto de la postura tradicional empleada. (ACCID, 2011, pág. 125)



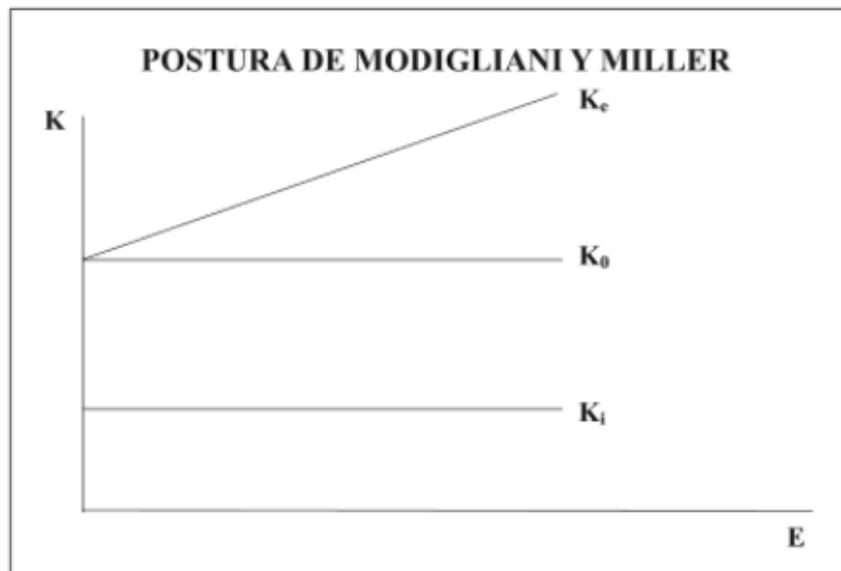
**Figura 6.** Postura tradicional.

**Fuente:** Tomado de Nuevas Tendencias en Financiación Empresarial. ACCID (2011).

### 2.1.3. Irrelevancia de la estructura financiera.

Luego de haber analizado la postura tradicional y denotado que la aparición de una estructura financiera óptima como resultado de tal postura, mas es poco posible entrever de manera específica cuál es el valor óptimo, por dicha razón, se da origen a la postura de irrelevancia de la composición financiera, en la cual, sin importar la estructura financiera, la proveniencia de las fuentes de financiamiento, es decir de las cuentas del pasivo, mantendrán el requerimiento de una utilidad ( $K_0$ ), para lo cual se considera un riesgo, el cual depende del uso en el negocio que se le dé a los activos conseguido por financiamiento, mas no de la fuente de los que se obtengan, si bien tal fuente influye en

cómo se ve distribuido el riesgo pero este no varía a la vez que  $K_0$  de igual manera no lo hace, por ello la variable ( $K_i$ ) se muestra menor a ( $K_e$ ), y ( $K_e$ ) se ve en la necesidad de incrementarse para compensar la utilización de fondos ajenos, como se muestra en la siguiente figura. (ACCID, 2011, págs. 125 - 126)



**Figura 7.** Postura de Modigliani y Miller.

**Fuente:** Tomado de Nuevas Tendencias en Financiación Empresarial. ACCID (2011).

## 2.2. Modelos de la Teoría Pecking Order

La presente teoría propone un contexto en el cual las compañías al momento de tomar decisiones para financiar cualquiera de sus operaciones, estas mantienen una prioridad en cuanto a dicha toma de decisión, tal comportamiento deja demarcada una jerarquía en las opciones de mecanismos de financiación, la jerarquía entre las diversas opciones donde siempre se opta por específicas opciones de financiamiento, con el único fin de tener un mejor control de la situación.

La teoría del Pecking Order fundamenta sus postulados aseverando que no se ha desarrollado optimización del capital, sino que los tomadores de decisiones hacen uso de la jerarquía de preferencias al momento de querer realizar inyecciones de capital o inversiones, es decir en primer lugar se acude a la financiación con capital interno por motivos de ausencia de la tan temida asimetría de la información, posteriormente se acude al endeudamiento con entidades bancarias y como una última opción se llega a la generación/emisión de compromisos o deuda (acciones o bonos). (Zambrano & Acuña, 2013)

La siguiente figura muestra la jerarquía de estas fuentes de financiamiento.



**Figura 8.** Jerarquía de fuentes de financiamientos de acuerdo con la Teoría Pecking Order.  
**Elaborado:** Los autores.

Esta teoría se muestra en un contexto conservador en el cual, si bien por una parte no se obtienen mayores beneficios al contar con la combinación de una óptima estructura del capital, se mantiene cierta libertad al ser responsable en primera instancia únicamente de los fondos propios de las empresas, en contraste al endeudamiento externo. “Cuando surgen necesidades de financiación, la empresa prefiere la financiación interna a la externa; y, en reemplazo dado que se agoten los fondos internos, intenta obtener financiamiento a

través de deuda antes que generar a una ampliación de capital” (Gude, 2014, pág. 22). De hecho, la teoría apoya el concepto de que las instituciones no poseen un endeudamiento óptimo y que lo importante a al momento de invertir es mantener un bajo nivel de costos que incurre la toma de una financiación externa.

Otro de los componentes que inciden en seguir la presente teoría, es la asimetría de la información, situación en la que una de las parte en una relación de negocios es poseedora de más información que la otra, y en una organización los directivos y tomadores de decisiones de las organizaciones poseen más información sobre las mismas que los inversionistas, tanto así que los informes que se hagan en relación de inversiones, reestructuraciones, dividendos, poseen información que puede alterar el precio al que cotizan o se comercializan las acciones (Bueno & Santos, 2012). Por lo tanto, al darse una emisión de acciones se puede causar una subvaluación del valor de patrimonio de la organización en donde se benefician los nuevos accionistas con un valor presente de acciones alto, más los antiguos inversores de la empresa no llevan tal beneficio.

Como se mencionó con anterioridad, como primera opción para financiar las inversiones se presenta el financiamiento con fondos internos; en donde constan los beneficios de ejercicios anteriores que pueden ser reinvertidos en la misma organización, dinero que no tiene un costo sin importar el periodo de tiempo como lo es el dinero obtenido por préstamos bancarios, por ejemplo. Las segundas fuentes de financiamiento a las que se puede acudir según la teoría de Pecking Order son mediante la adquisición de una deuda, tal como el mencionado ejemplo de los préstamos bancarios, pero las fuentes que encajan para un segundo lugar deben mantener una característica, esta debe ser de un nivel de riesgo bajo, no obstante, se tiene conocimiento que el nivel de riesgo es

indirectamente proporcional al beneficio que se puede generar con tal transacción. Por otro lado, se opta para esta teoría por la participación de las empresas en la bolsa de valores, mediante la emisión de acciones, con las cuales se obtienen diversas consecuencias como lo es la entrega de parte de la empresa cuando estas acciones son vendidas.

De acuerdo con Such &Parte, una de las particularidades de la teoría de Pecking Order es que deja ver el motivo por el que se presenta un endeudamiento más alto en empresas en las que su rentabilidad es baja (Gude, 2014, pág. 22). Esto ya que las organizaciones al no poseer buenos niveles de ganancias después de la deducción de costos e impuestos, al necesitar realizar una inversión, no cuentan con fondos internos para tal cometido, por lo consiguiente proceden a tomar mecanismos de captación de fondo de forma externa para cumplir con lo que proponen.

### **2.3. Modelos de la Teoría de la Agencia**

Las determinantes para establecer la composición de capital son amplias, aun así, los modelos principales que las dirigen son reducida, en este rol toma participación la denominada relación de agencia, esta teoría plantea el análisis de la agencia que pudiera proporcionar financiamiento para la posterior toma de decisiones de carácter financiero para cubrir las inversiones producto de las funciones que realiza la empresa. Esta relación se da de manera que, una persona u organización contrata a otra con la finalidad de realizar una determinada actividad, como es estereotipado se pone a cargo responsabilidades específicas a cambio de la realización de un pago. La contrariedad se presenta en un contexto en el que ambas partes tienden a buscar la maximización de sus utilidades deseadas, dado este hecho, dada la situación que el contratado o mejor denominado

“agente” tenga más información que la parte contratante, este no necesariamente va a tener un comportamiento en el que ambas partes consigan la maximización de sus beneficios.

La relación contractual de agencia está inherente en la mayor parte de los asuntos cotidianos, en el caso empresarial, ejemplos de relaciones de agencia son: relación accionistas - gerente; relación oferente de fondos - demandantes de fondos; gerente-subordinado (Bueno & Santos, 2012, pág. 163).

Dada la idea de la generación de un conflicto entre los intereses de ambas partes, se pueden tomar medidas para contrarrestar la ocurrencia de situaciones en la cual se desfavorezca a la parte contratante, esta parte contratante puede entregar incentivos o realizar actividades de control para el trabajo realizado por el agente.

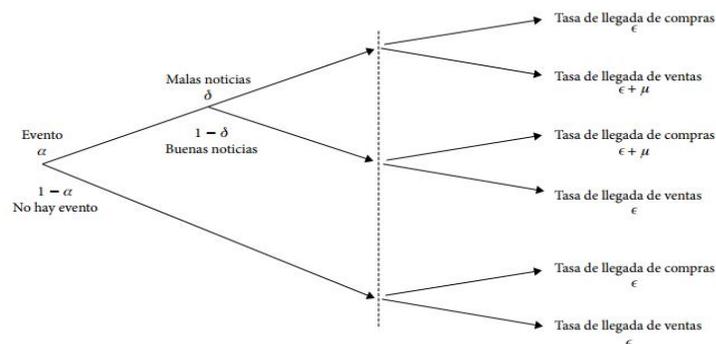
Pero cabe estudiar el origen de tal conflicto, al ser este la asimetría mediante la cual, se presenta la información, sin tomar en consideración su origen, la asimetría de información brinda oportunidades de éxito a aquellos agentes que la poseen y por consiguiente que obtengan en promedio dividendos superiores a expensas de los poco informados, para lo cual, transar el activo se vuelve más costoso. (Villarraga, Giraldo, & Agudelo, 2012)

El comportamiento de estos agentes se da de manera que, quien está informado procede a usar tal información como guía para tomar decisiones de compra, cuando tal agente recoge información positiva, este procede a comprar un activo en el que está interesado, en el caso contrario quienes no poseen información sobre el mercado, van a actuar bajo decisión propia, en donde se presenta un caso de compra o venta con la misma probabilidad de ocurrencia.

Villarraga, Giraldo, & Agudelo (2012) detallan que la información llega por eventos a través del tiempo, de manera independiente y con probabilidad de ocurrencia  $\alpha$  dada por  $\delta$  para el recibimiento de noticias vistas como negativas y  $(1 - \delta)$  para noticias calificadas como positivas y las decisiones por comprar o vender suceden de la siguiente manera;

La ejecución de las órdenes en el mercado sigue un proceso de Poisson, con tasa de llegada  $\mu$  y  $\varepsilon$  para los agentes informados y no informados. De esta forma, en días de noticias positivas la tasa de llegada para las compras será  $\mu + \varepsilon$  y para las ventas será  $\varepsilon$ . En días de noticias negativas, las tasas de llegada para las ventas serán  $\mu + \varepsilon$  y  $\varepsilon$ , para las compras y ventas, respectivamente. En días sin eventos de información, las compras y ventas se darán con igual tasa  $\varepsilon$ . (pág. 6)

Al considerar la probabilidad estática de transacciones, tomando en consideración que las llegadas de información, así como la ocurrencia de las transacciones de compra o venta se derivan de distribuciones idénticas e independientes (Villarraga, Giraldo, & Agudelo, 2012, pág. 103). La figura 9 pone a exposición la secuencia con que se dan las decisiones de los agentes que poseen información y de los que no la posee.



**Figura 9.** Probabilidad de operaciones informadas.

**Fuente:** Tomado de Asimetría en la información y su efecto en los rendimientos en los mercados accionarios latinoamericanos. Villarraga, Giraldo, & Agudelo (2012)

Ahora bien, respecto a la Administración de la empresa, una organización; podría establecer políticas de acción en respuesta las emprendidas por los propietarios, de diferentes maneras: escaso o nulo esfuerzo en cumplimiento de las tareas encomendadas, ejecución de inversiones muy poco fundamentadas, adoptando posturas de poca apertura a discusión o mediante proselitismo social con el único fin de aumentar su perfil. (Bueno & Santos, 2012)

### **2.3.1. Fuentes financiamiento en modelo de la teoría de agencia.**

El presente modelo en estudio pone en empleo directamente a las diferentes fuentes de financiamiento a largo plazo, consideradas en esta clasificación a las que poseen características de ser a un plazo mayor a un año, de establecer los términos y condiciones de la deuda de manera formal con la firma de un documento como contrato o un convenio, además ser tomadas para desarrollar la compañía con el cumplimiento de una determinada meta, de manera general las fuentes de tal financiamiento provienen de un nivel externo.

De acuerdo con Jensen y Mecklig, al tratar de un financiamiento en el rol empresarial, los conflictos de agencia que ocurren para tal caso son entre el accionista y gerente, y entre tenedores de deuda y accionistas (Bueno & Santos, 2012, pág. 164). Esto ya que el financiamiento es proveniente de la creación de un compromiso económico (deuda), de la emisión de capital accionario y de utilidades que no fueron distribuidas al final de periodos anteriores; en donde las relaciones mencionadas se conviene al modelo de la relación de agencia.

### ***2.3.1.1. Adquirir deuda.***

La contratación de una deuda por parte de una persona u organización la cual hace el papel de agente se refiere al acceso de un crédito, es decir un préstamo entregado por una institución en el mercado financiero que hace el papel de principal en la relación de agencia, esto bajo la condición de pago en un tiempo determinado al futuro junto al pago de un interés adicional al monto adquirido.

Cuando una organización incurre en una deuda, empiezan a generarse conflictos de intereses entre los accionistas (equityholders) y los tenedores de la deuda (debtholders). Los accionistas se interesan en la maximización de la propia riqueza y los tenedores de deuda en la cancelación de esta y del pago de los intereses. De manera específica los conflictos se generan a causa de que la deuda representa un estímulo para la ejecución de inversiones sub óptimas (Bueno & Santos, 2012).

Es decir, el problema se da de manera que con el monto proveniente de entablar la deuda; se destina gran cantidad de esfuerzo y recursos a la realización de inversiones que prácticamente no tendrían necesidad de ser llevadas, pero dada la oportunidad de darse la obtención de dinero, se las realiza.

Tal situación se presenta al momento de realizar estrategias con un pensamiento egoísta, al momento de su decisión por optar por ellas, Ross, Westerfield & Jordan mencionan que las estrategias egoístas con usadas por los accionistas de las empresas y estas pasan a perjudicar a la parte tenedora de la deuda, debido a que una vez concedido el crédito, este puede ser empleado en la inversión para proyectos con alto nivel de riesgo, que repercuten en la expropiación de los valores al prestatario; otra de las estrategias a manera

egoísta se da por pensar en la protección que tienen por contar con fondos externos y no propios, se invierte en proyectos a los cuales se les calculó un valor presente negativo; por otra parte es posible que se tome un comportamiento incorrecto al tomar dividendos excesivos en momento que se necesitan recursos económicos y por ende la liquidez de las empresas se ve disminuida, dejando una menor cantidad de efectivo para hacerse responsable del pago a la parte acreedora. (Bueno & Santos, 2012, pág. 164)

### ***2.3.1.2. Emisión de acciones.***

Otra de las fuentes de financiamiento corresponde a la tarea de emitir capital accionario, dicho procedimiento consigue proporcionar capital a las empresas bajo una aportación patrimonial al poner en circulación acciones de la firma por decisión de los directivos de ella, los mismo que toman el papel de agente dentro de la relación de agencia, las acciones son emitidas bajo las debidas regulaciones por ley, por lo consiguiente son adquiridas, donde el comprador pasa a ser denominado accionista y hace el papel de principal en la relación de agencia. La dinámica de esta relación se da con la entrega de los recursos proveniente de los accionistas para que el gerente de la empresa pueda administrarlos de manera óptima, claramente cada uno toma participación en este método con objetivo de hacerse acreedor de beneficios.

Los accionistas siempre buscan la maximización de su riqueza, que posteriormente se refleja en el incremento del valor de mercado de las acciones de las empresas. Los gerentes por otra parte tienen la pretensión de maximizar el bienestar, lo cual se refleja de manera directa al tamaño y crecimiento de la empresa y por lo tanto al aumento de las situaciones de poder, incremento del prestigio, aumento de relaciones, mayor figuración o

exposición de la marca y otros incentivos de carácter no monetarios, y negativamente a su esfuerzo. (Bueno & Santos, 2012)

La situación descrita se torna en un conflicto de intereses, en donde para llegar a solucionarlos se da origen a costos de agencia, fruto de actividades destinadas al control de los procesos en las inversiones y de la fidelización del agente, entre otros costos que surgen en la relación agente - principal.

Bueno & Santos (2012) detalla cuales son los principales costos que se originan en la relación de agencia para accionistas – administradores;

- Monitoreo, a cargo de varias instancias de la empresa, la administración general de la empresa, encargados de auditoría interna o externa y la parte acreedora como son los bancos;
- Activismo de los inversionistas, este se da cuando los inversionistas institucionales toman participación en la empresa, pero esto bajo un contexto en el que pretenden ampliamente tomar control de las operaciones de la empresa, fuera de sus responsabilidades comunes;
- Paquetes de incentivos, dirigidos a quien maneja la empresa para que se motive a trabajar como si fuera el propietario;
- Tomas hostiles y compras apalancadas, se da en la adquisición de la empresa, en donde quien la adquiere mantienen un esfuerzo por presionar a la parte gerencias para obtener beneficios;

- El ambiente competitivo de la empresa, al montar una comparación de la compañía en relación con su entorno, se puede identificar las características de ella y de las demás;
- El endeudamiento, al mantenerse tal situación se toma conciencia del gasto que realiza la compañía y se salvaguarda efectivo para tal obligación;
- Gobierno corporativo, hace referencia a los lineamientos que la empresa establece para regular su relación con demás individuos u organizaciones internas o de su entorno. (pág. 165)

A partir de esto, se puede identificar que la problemática causada en la administración de la presente fuente de financiamiento se da con la toma de decisiones en el campo administrativo, ya que varias de estas afecta los intereses que estos tienen, ejemplo de este planteamiento es el activismo de los inversionistas, dado a que las decisiones administrativas con relación a las inversiones que realiza la empresa puede reducir o aumentar los dividendos que ellos pueden percibir, el riesgo de que no sea así hace que los accionista fomente un activismo y quieran tomar control de la toma de decisiones.

#### ***2.3.1.3. Utilidades no distribuidas.***

Esta se da por una parte del patrimonio, que luego de haberse descontado todas las obligaciones al total de las ganancias y haber distribuido los dividendos pertinentes, se mantienen en la empresa; recurso que puede ser dirigido a inversiones requeridas por la empresa; una vez que como mecanismo de financiamiento para las inversiones son

utilizadas nada más que las utilidades, sin contar con deuda externa, evita mantener la responsabilidad de asumir el pago de una deuda, pero puede también ser motivo del uso inadecuado del flujo de efectivo del gerente al distribuirlo en las diferentes inversiones, de modo que este lo use para obtener un beneficio.

Por lo tanto, se debe hacer realce en que la deuda puede tener un uso favorable, además de su primordial fin de inversión, puede ser usada como un instrumento de gobernanza, aunque claramente se debe tomar a consideración su preponderancia a la generación de conflictos; Harris y Raviv sostienen, que el conflicto de los tenedores de deuda entre los accionistas es provocado porque al obtener financiamiento tales accionistas van a verse motivados a realizar inversiones con alto riesgo de pérdida o innecesarias (Bueno & Santos, 2012, pág. 164). Adicional a esto “en la relación accionistas - gerente, la generación de deuda como aparato de gobernanza es considerado un costo de agencia” (Bueno & Santos, 2012). Una vez controlados los conflictos y costos de agencia que incurre la deuda y emisión de acciones se puede entablar un entorno de gobernabilidad y búsqueda de beneficio pertinente.

### **2.3.2. Corrientes del modelo de la teoría de agencia.**

La teoría de la agencia muestra dos enfoques, para el primer enfoque la relación de agencia se da en un entorno con bajo nivel de formalización y en organizaciones de gran magnitud, en donde la baja formalización es causada por la discrepancia entre los objetivos de las partes principal - agente. Para esto, Torres, Buitrago, Giraldo, & Parra (2012) “plantean dos mecanismos: contratos basados más en los resultados que en el comportamiento, que faciliten la ejecución de los objetivos tanto del principal como el

agente; y establecer mecanismos de información que faciliten al principal conocer las actuaciones del agente” (pág. 19).

Por otro lado, en el segundo enfoque se presenta un elevado grado de formalización junto a un conjunto mayor de organizaciones y se empeña en establecer un contrato entre las partes principal y agente que se muestre de manera eficiente regulando su relación, para lo cual se plantean las opciones de basarse en el comportamiento o en los resultados. (Torres, Buitrago, Giraldo, & Parra, 2012, pág. 19)

En base al análisis de la teoría de agencia, que permite conocer los principios del funcionamiento de la relación principal - agente, deja un amplio entendimiento de las organizaciones al momento de obtener financiamiento, proporcionar poder de control a cualquiera de las dos partes y los componentes que participan en esto, como los costos de agencia, para que se pueda tomar decisiones correctas sobre cómo manejar la empresa respecto a la composición del capital.

## CAPÍTULO III

### EVALUACIÓN DE MODELOS

#### 3.1. Evaluación de la estructura financiera de la empresa Retail S.A.

Para realizar la evaluación de la composición del capital de la compañía Retail S.A. se efectuará la evaluación de los modelos Trade Off y Pecking Order presentada en los capítulos anteriores. Dicha teoría, busca un equilibrio entre los recursos que disponen la empresa y aquellos ajenos que maximicen su valor.

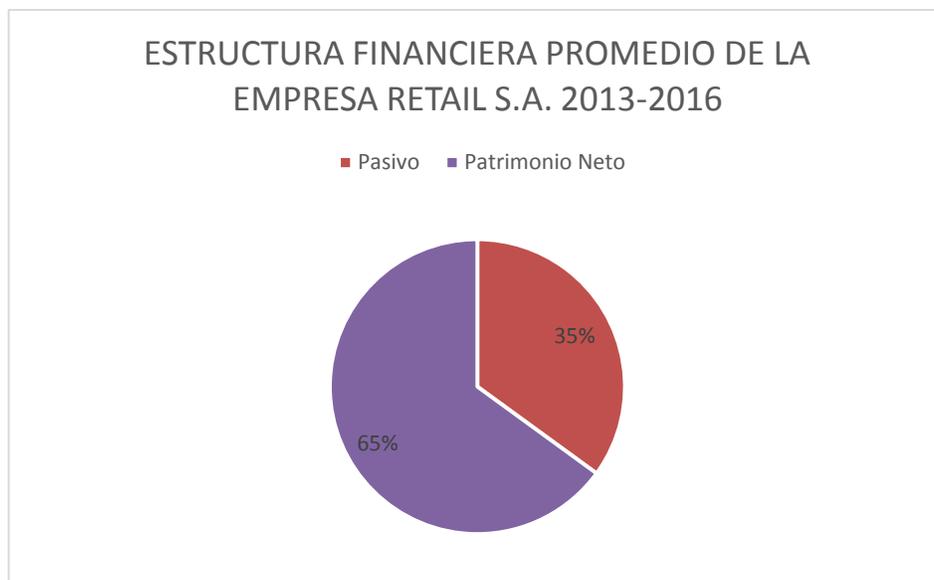
En la tabla a continuación se puede observar la depuración de las cuentas contables en pasivos y patrimonio sin considerar los activos de la firma Retail S.A., el periodo tomado para el análisis fue desde el 2013 al 2016. En la cuenta pasivo se consideraron los pasivos a corto y largo plazo, en cuanto al patrimonio, se consideró el capital, las reservas, aportes y los resultados acumulados.

**Tabla 4.** *Evolución de la estructura financiera de la compañía Retail S.A. 2013-2016*

<b>Cuenta Contable</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Promedio</b>
<b>Pasivo</b>	<b>38%</b>	<b>37%</b>	<b>35%</b>	<b>30%</b>	<b>35,02%</b>
Pasivo Corriente (C/P)	29%	33%	29%	22%	28,53%
Pasivo No Corriente (L/P)	9%	4%	5%	8%	6,49%
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>62%</b>	<b>63%</b>	<b>65%</b>	<b>70%</b>	<b>64,98%</b>
Capital	5%	4%	4%	4%	4,24%
Reserva, Aportes y otros resultados	2%	2%	2%	8%	3,72%
Resultados Acumulados	54%	57%	59%	58%	57,03%

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores



**Gráfico 1.** Estructura financiera promedio de Retail S.A. 2013-2016

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

El desarrollo financiero de la compañía Retail S.A. durante los años considerados en el estudio ha sido constante, sobresaliendo el uso de los recursos propios en promedio del 64,98% y el 35,02% restante por obligaciones con terceros.

Así mismo, es posible evidenciar un leve crecimiento en el manejo de los fondos propios de la empresa pasando de un 62% en el 2013 a un 70% en el 2016, datos que habría que analizar más a fondo, ya que a breves rasgos se puede señalar que la empresa prefiere mantener el uso de sus fondos, a querer endeudarse con fondos ajenos, dejando en claro que no tiene la disponibilidad de aceptar financiamiento externo.

Con respecto a obligaciones con terceros este se dividió en el corto plazo y deuda a largo plazo, donde es posible observar que las obligaciones a corto plazo sobresalen a las de largo plazo con más de 14 puntos porcentuales al 2016, en promedio las obligaciones a corto plazo representan el 28,53% del total durante los años sometidos a estudio, y la deuda a largo plazo en promedio representa solo el 6,49%.

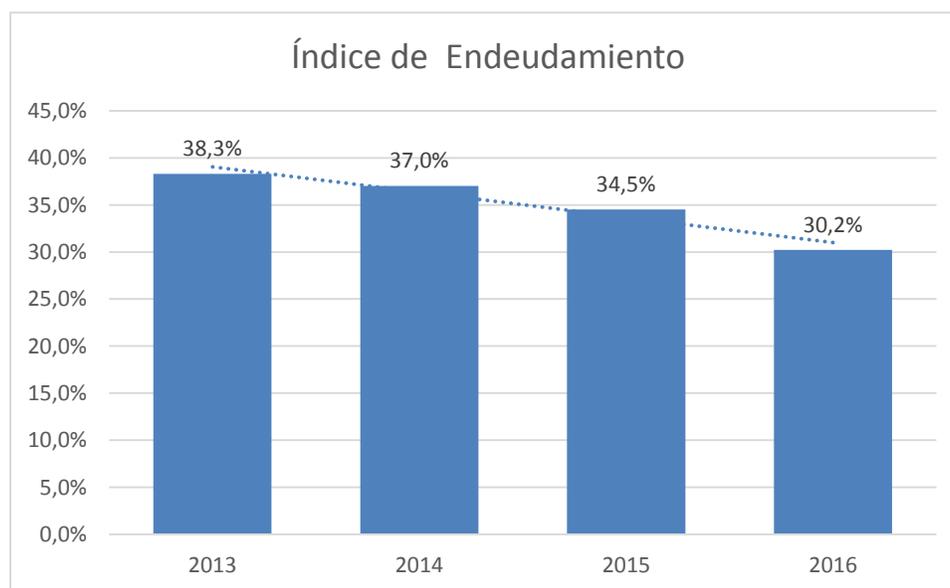
En donde se puede observar una variación significativa en el uso de las reservas, aportes y otros resultados, ya que ésta, para el 2013 representó solo el 2% del uso del patrimonio, pero para el 2016 este incremento al 8%, dejando claro que la empresa ha aumentado el uso de fondos propios para solventarse económicamente.

### 3.2. Evaluación y comparación de ratios financieros

A continuación, se detallan los resultados con el debido análisis de las razones financieras de la compañía Retail S.A. en el periodo de estudio 2013-2016.

#### 3.2.1. Ratios de endeudamiento y solvencia

##### 3.2.1.1. Índice de Endeudamiento



**Gráfico 2.** Índice de endeudamiento

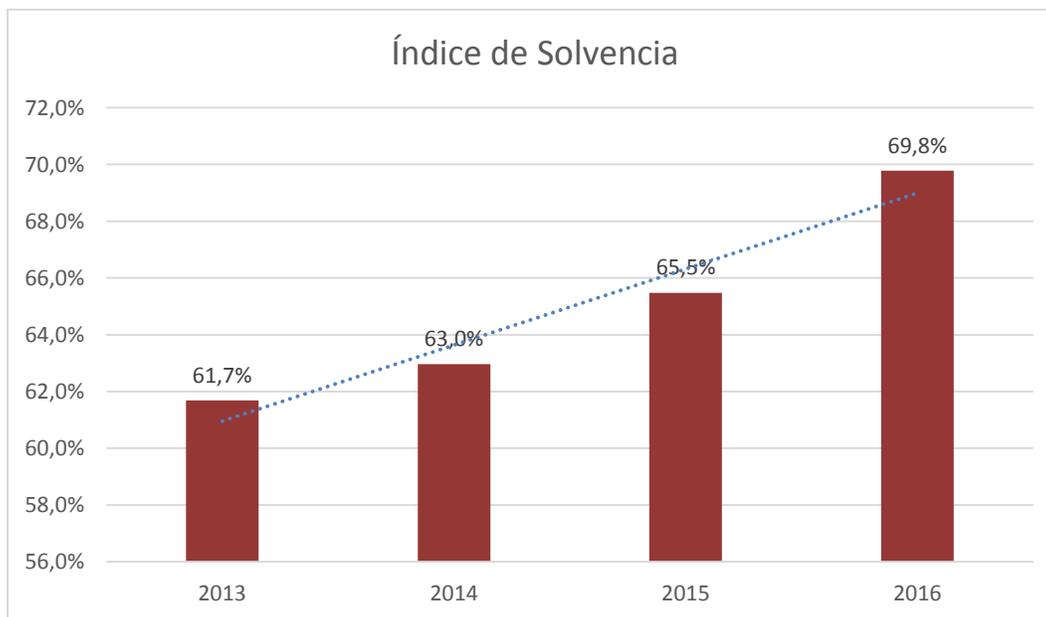
**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Respecto al ratio de endeudamiento, se dice que el porcentaje óptimo oscila entre 40% y 60%, si es inferior al 40% la empresa puede incurrir en un exceso de capital propio y

si es superior al 60% indica que el volumen de deuda es excesivo, para la compañía Retail S.A. este ratio ha ido descendiendo del 38,3% en el 2013 al 30,2% en el 2016, indicando así que la empresa mantiene un exceso de capital propio, es decir, que no mantiene deudas considerables con terceros lo que podría representar un problema en el largo plazo.

### 3.2.1.2. Índice de solvencia



**Gráfico 3.** Índice de solvencia

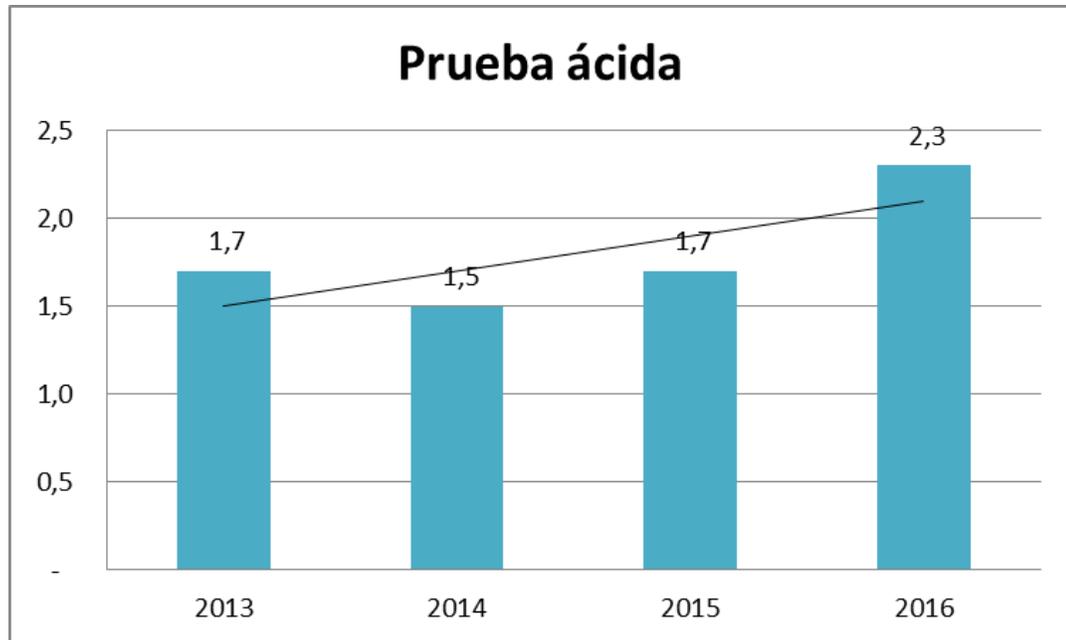
**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Este índice mide si la compañía es capaz de realizar a tiempo el pago de todas sus deudas y obligaciones, la compañía Retail S.A. para el 2016 tuvo un 69.8% indicando que la misma está en capacidad de cubrir todas sus deudas que mantiene con terceros, sin necesidad de requerir fuentes externas de financiamiento.

### 3.2.2. Ratios de Liquidez

#### 3.2.2.1. Prueba ácida



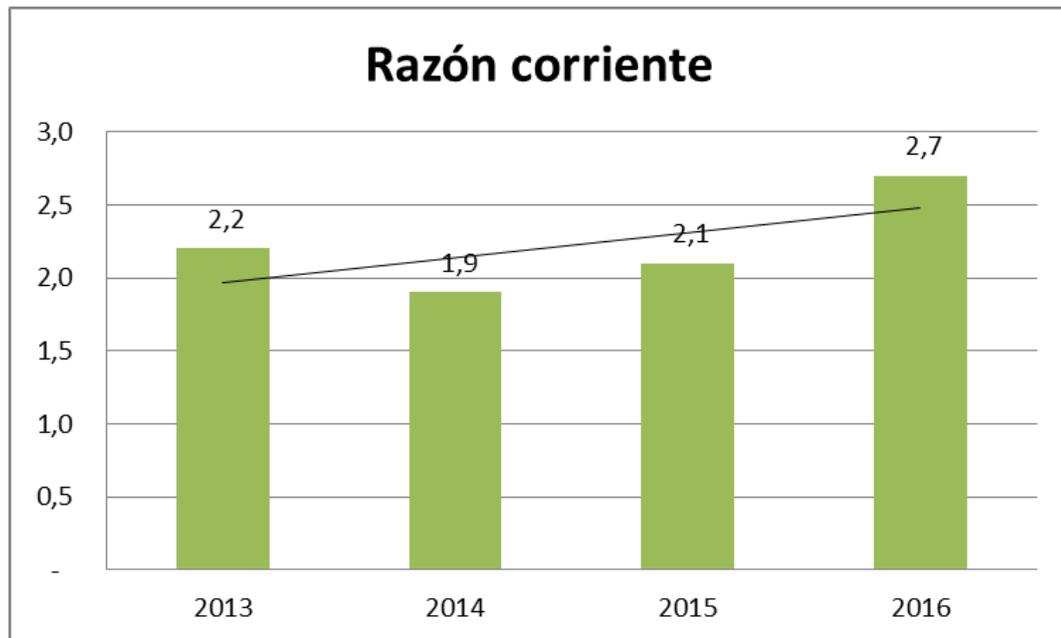
**Gráfico 4.** Prueba ácida

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Este ratio muestra, si la compañía es capaz de solventar sus deudas en el corto plazo sin necesidad de depender de sus inventarios; para el caso de la compañía Retail S.A. Indica que la empresa, por cada dólar de deuda, tiene 2.3 dólares para poder pagarla, sin necesidad de recurrir a sus inventarios, lo que indica que la compañía tiene muy buena liquidez.

### 3.2.2.2. Razón corriente



**Gráfico 5.** Razón corriente

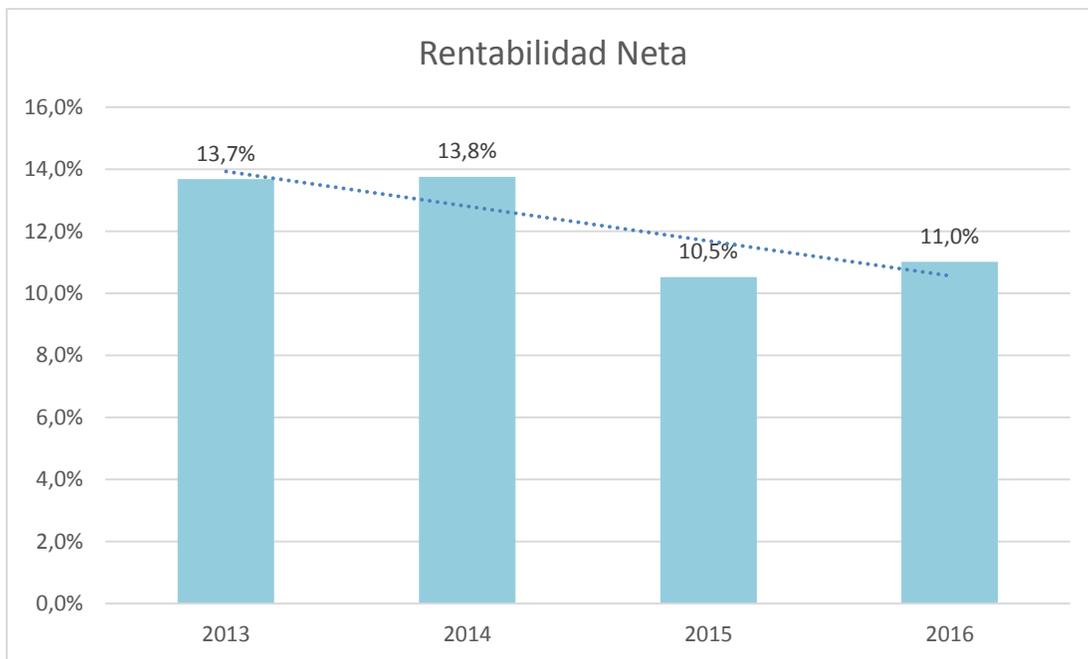
**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Este índice es de suma importancia, puesto que analiza la solvencia de la empresa frente a una eventualidad. Para el 2016 la empresa mantuvo un índice de 2.7 indicando que por cada dólar de deuda que se le puede presentar tiene 2,7 dólares para cubrir o respaldar esa deuda.

### 3.2.3. Ratios de Rentabilidad

#### 3.2.3.1. Rentabilidad neta



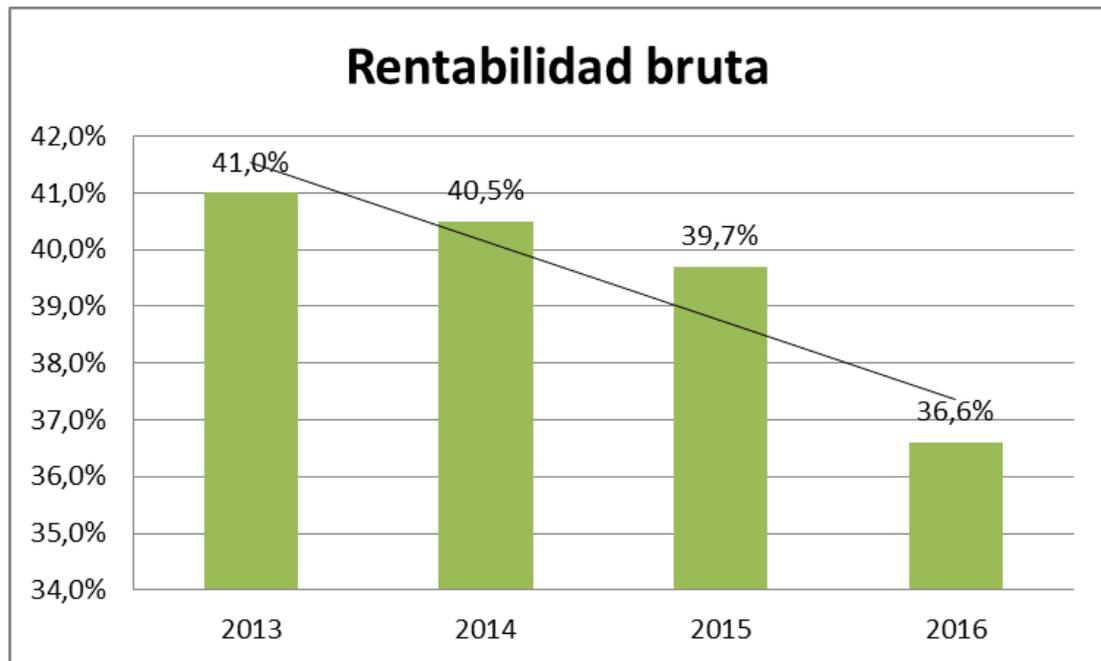
**Gráfico 6.** Rentabilidad Neta

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Este ratio indica cuanto obtiene de ganancia la empresa por cada dólar vendido, para la firma Retail S.A.; este ratio ha ido en descenso desde el 2013 donde mostró un 13,7% de ganancia por cada dólar vendido, pero para el 2016, este ratio fue de 11.0%, esto pudo ser porque la empresa disminuyó sus ventas o los productos que comercializa subieron de valor por el incremento en los precios de la materia prima.

### 3.2.3.2. Rentabilidad bruta



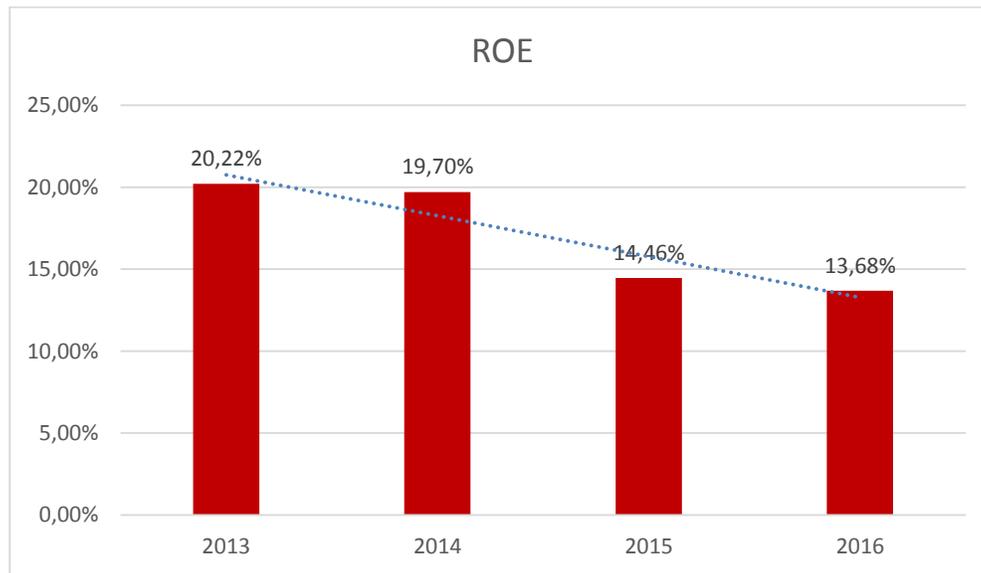
**Gráfico 7.** Rentabilidad bruta

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Al igual que el ratio anterior este ayuda medir cuánto obtiene de ganancia la empresa por cada dólar vendido pero descontando los costos de los productos vendidos, indicando que la empresa para el 2013 tuvo una ganancia del 41% descontando el costo de ventas por cada dólar vendido, sin embargo para el 2016 este ratio fue del 36.6%, determinando que los costos de ventas incrementaron para los últimos periodos y por esto el margen de ganancia se disminuyó.

### 3.2.3.3. Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)



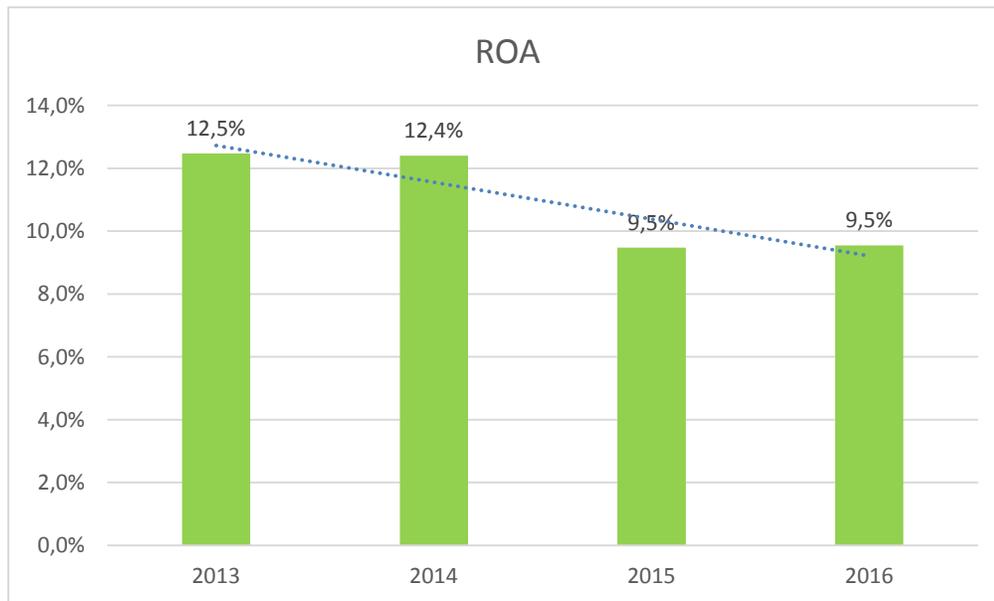
**Gráfico 8.** ROE

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

La rentabilidad obtenida frente al patrimonio para el 2013 fue del 20.2% y del 13,7% para el 2016, indicando así que la empresa ha disminuido la ganancia de los accionistas.

### 3.2.3.4. Rentabilidad sobre el activo (ROA)



**Gráfico 9.** ROA

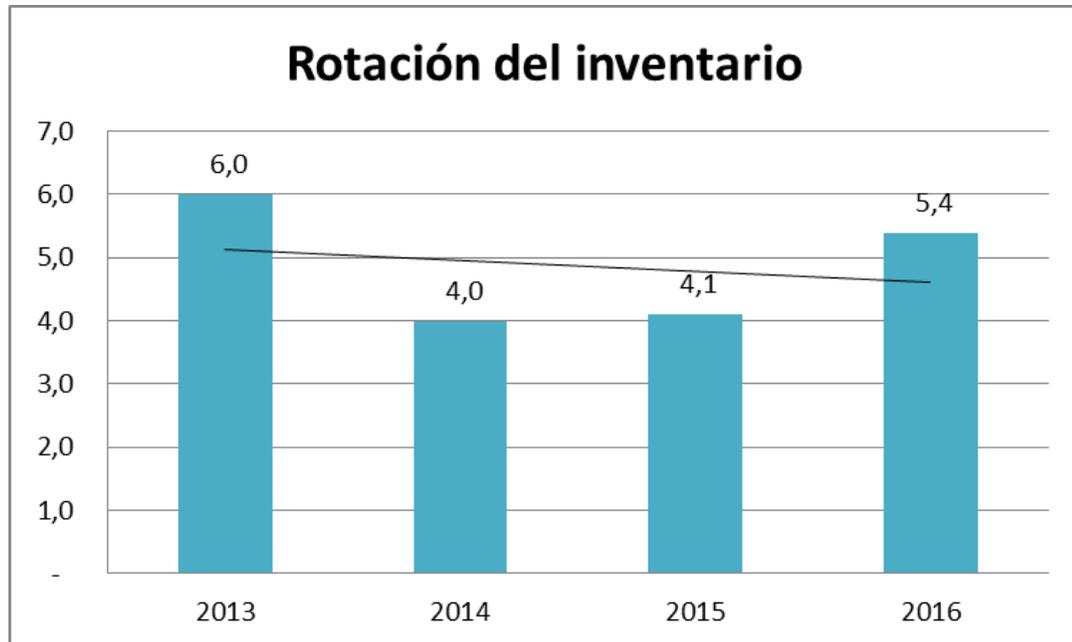
**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Este indicador es uno de los más importantes para la empresa, por motivo que, si éste, es consecuentemente bajo, quiere decir que la gerencia no está haciendo una suficiente utilización de los activos existentes o que los mismos dentro del negocio ya no tienen uso; para Retail S.A. en el 2016 este indicador fue del 9.5% relativamente bajo con respecto al 2013 que fue del 12,5%, indicando así que no se está haciendo un uso adecuado de los activos que posee la compañía o en su defecto hay activos que ya no se los están usando y por ello estos ya no generan rentabilidad.

### 3.2.4. Ratios de Actividad

#### 3.2.4.1. Rotación del inventario



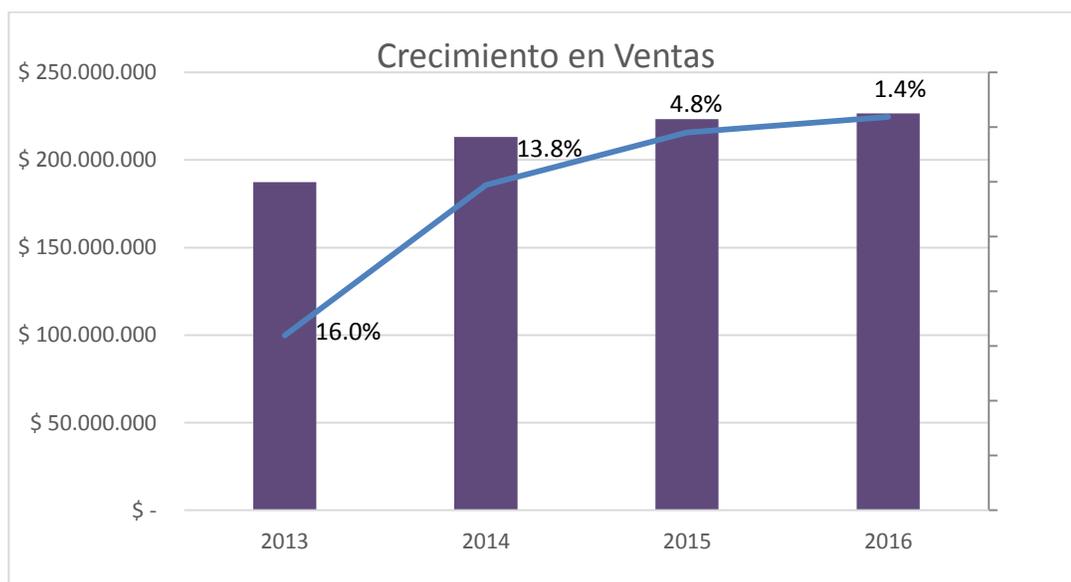
**Gráfico 10.** Rotación del inventario

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

La rotación de inventario indica la cantidad de veces en un año que la empresa logra vender el nivel de su inventario. Para la compañía Retail S.A. la rotación de su inventario en el año mantiene un promedio de 5 veces.

### 3.2.4.2. Crecimiento de Ventas



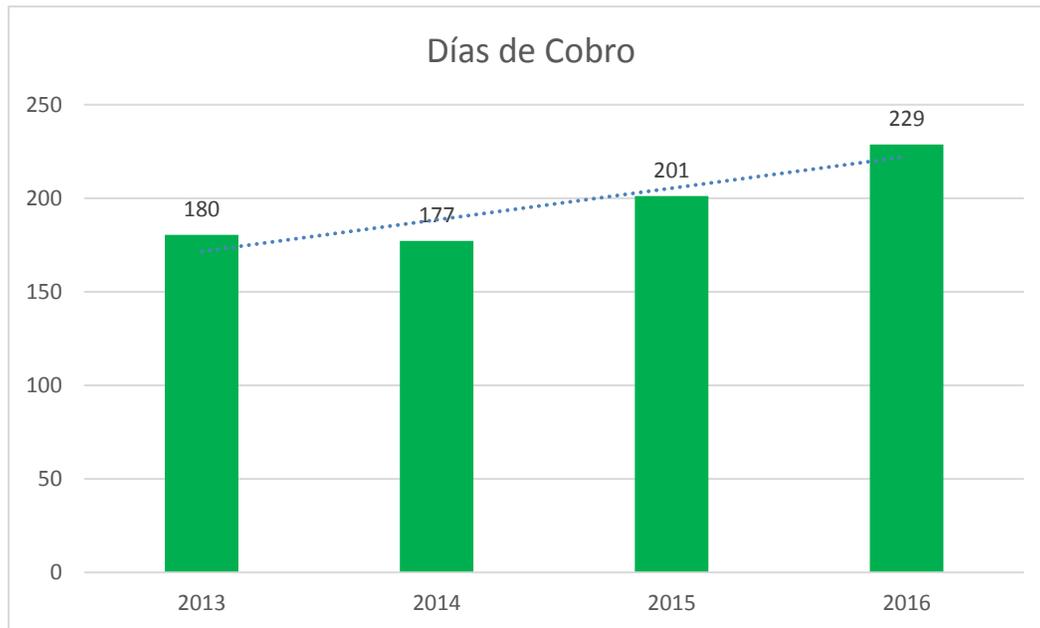
**Gráfico 11.** Crecimiento de Ventas

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Este ratio indica la variación de las ventas comparadas con el año anterior, para la compañía Retail S.A. en el año 2013 muestra una variación del 16,0% cifra muy alentadora para la empresa, sin embargo en el 2016 esta variación apenas representó el 1,4% con relación al año anterior que fue del 4,8%. Cabe recalcar que esta variación sigue una tendencia decreciente, esto puede deberse a factores externos a la empresa tales como bajos ingresos en las familias o destino de recursos económicos a otras necesidades.

### 3.2.4.3. Días de cobro



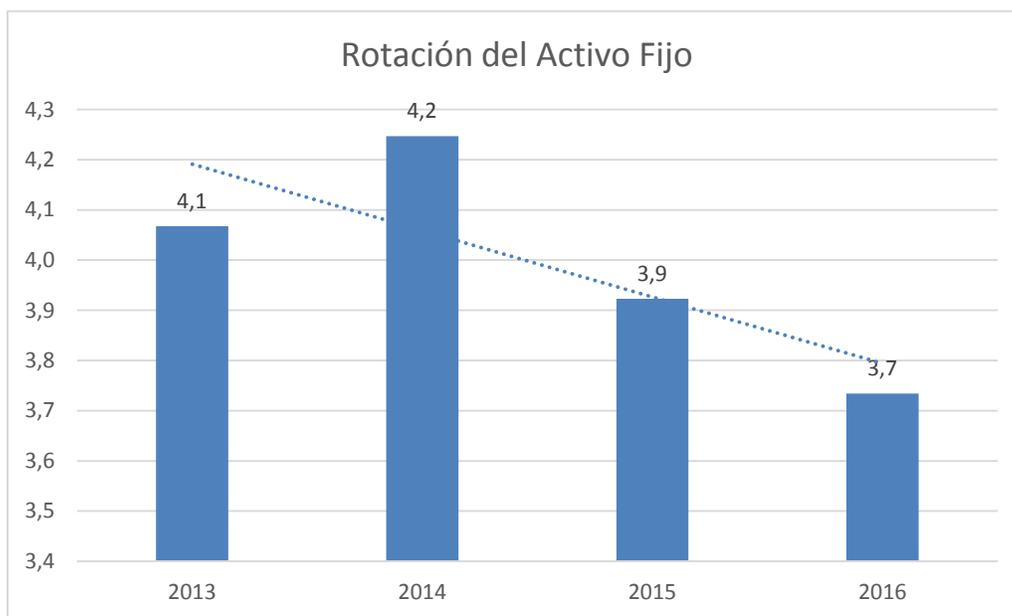
**Gráfico 12.** Días de Cobro

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Con respecto a los días de cobro esto hace referencia al número de días en que se hace efectivo las cuentas aun no cobradas. Este indicador es importante porque muestra cada vez que se recupera la cartera y si la empresa está aplicando buenas políticas de cobro. En este caso, según lo indica la tabla, los días de cobro durante el tiempo que se escogió para el estudio han ido en aumento pasando de 180 días en el 2013 a 229 días en el 2016. Lo cual indica que la compañía está recuperando su cartera cada 197 días en promedio, por lo que tendría que aplicar nuevas políticas de cobro.

### 3.2.4.4 Rotación del Activo Fijo



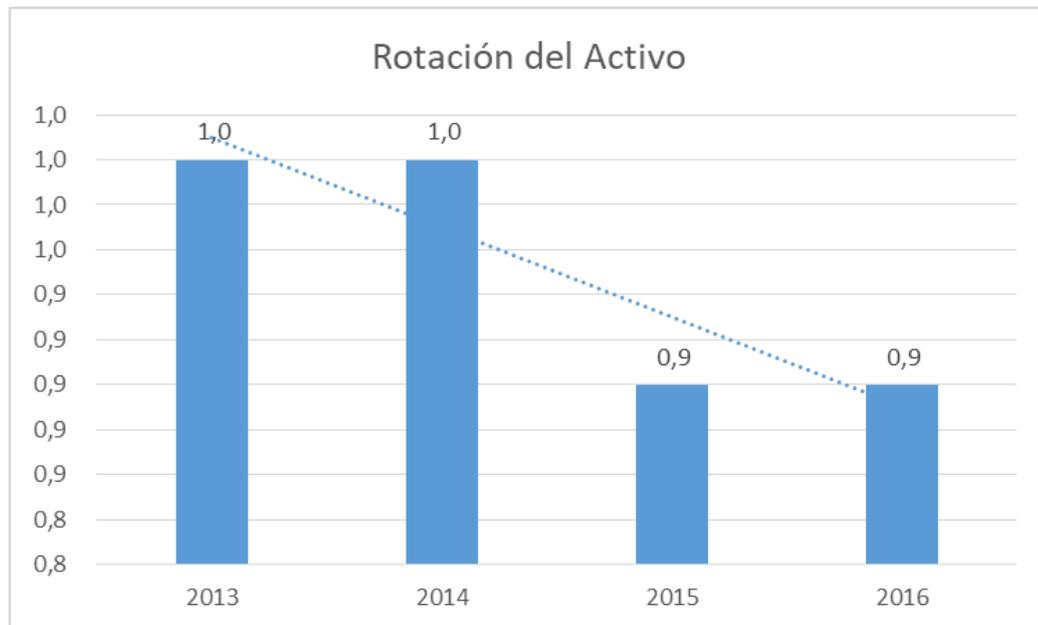
**Gráfico 13.** Rotación del Activo Fijo

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

La rotación del activo fijo muestra la eficiencia relativa con la cual la firma maneja la inversión en activos fijos o bienes de capital para generar ingresos. Para el caso de la compañía Retail S.A. la empresa rota sus activos fijos aproximadamente 4 veces al año, incrementando sus ventas y obteniendo mayores ingresos.

### 3.2.4.5. Rotación del Activo



**Gráfico 14.** Rotación del Activo

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

La rotación del activo es similar a la rotación del activo fijo, sin embargo, aquí se emplean las ventas netas en conjunto con el activo total, lo cual permite establecer el nivel de empleo de todo el activo en la generación de ingresos a través de las ventas. Retail S.A. tiene una rotación de su activo en promedio una vez al año, aunque sería pertinente que este ratio sea mayor ya que así se estaría dando una mejor utilización de los activos para generar ventas.

### 3.3. Evaluación de los factores relacionados con el riesgo

Luego de realizado el análisis de los ratios financieros de la compañía Retail S.A. para el periodo 2013-2016, se procede a realizar la evaluación de aquellos factores determinantes tanto dependientes como independientes y la relación existente entre ellos.

El factor dependiente a considerar en el ratio de endeudamiento y sus factores independientes respectivos son los índices de rentabilidad, tangibilidad y tamaño. A continuación, se muestran los resultados obtenidos.

El primer factor por analizar es el de endeudamiento, en donde se considera la razón de deuda total (endeudamiento) que responde a la relación entre, el pasivo total dividido para el activo total.

**Tabla 5.** *Factor de endeudamiento de Retail S.A.*

<b>Años</b>	<b>Endeudamiento</b>
<b>2013</b>	38.31%
<b>2014</b>	37.03%
<b>2015</b>	34.52%
<b>2016</b>	30.22%
<b>Promedio</b>	35.02%

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

El factor de endeudamiento de la compañía Retail S.A. tiene en promedio un 35,02% durante el periodo de estudio, siendo el año 2013 con mayor índice de endeudamiento y el 2016 el año con menor endeudamiento.

**Tabla 6. Rentabilidad Económica**

<b>Año</b>	<b>EBIT</b>	<b>Activo Total</b>	<b>Rentabilidad Económica</b>
<b>2013</b>	\$ 34.7	\$ 205.6	16.88%
<b>2014</b>	\$ 41.7	\$ 236.4	17.64%
<b>2015</b>	\$ 39.1	\$ 248.3	15.75%
<b>2016</b>	\$ 39.3	\$ 261.5	15.03%
<b>Promedio</b>	\$ 38.7	\$ 237.9	16.33%

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

La rentabilidad económica se calculó, mediante el Ingreso Operativo Neto que responde a la Utilidad Neta antes de intereses e impuestos más Gastos Financieros, dividido para el total de activos. Ahora bien, el año en donde la compañía Retail S.A. obtuvo mayor rentabilidad fue en el 2014, seguido del 2013, y el año en donde mostró menos rentabilidad en tomando en consideración los demás años fue el 2016; y en promedio la rentabilidad económica en este periodo fue del 16,33%.

Al considerar el supuesto de la relación inversa existente entre el nivel de endeudamiento y la rentabilidad económica de la compañía es preciso recalcar que el año 2016 fue el menos endeudado por la empresa, pero el menos rentable. Por el contrario, el año 2013 es el año que registra mayor endeudamiento, pero es el segundo año más rentable que tuvo la empresa de los periodos de estudio. El año 2014 fue el año en que la empresa tuvo más rentabilidad en comparación con los demás años, pero fue el segundo año con más deudas.

El segundo factor independiente por analizar es el de tangibilidad o crecimiento de los activos, que resulta de la adhesión de los activos fijos más los inventarios divididos para el total de activos. En la tabla a continuación se muestran los resultados.

**Tabla 7. Tangibilidad de la empresa**

<b>Año</b>	<b>Activo Total</b>	<b>Activos Fijos</b>	<b>Inventario</b>	<b>Tangibilidad</b>
<b>2013</b>	\$ 205.6	\$ 47.6	\$ 26.3	35.94%
<b>2014</b>	\$ 236.4	\$ 52.8	\$ 37.1	38.01%
<b>2015</b>	\$ 248.3	\$ 61.1	\$ 29.4	36.46%
<b>2016</b>	\$ 261.5	\$ 60.2	\$ 24.2	32.29%
<b>Promedio</b>	\$ 237.9	\$ 55.4	\$ 29.2	35.67%

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Existe cierto grado de concordancia entre el factor de tangibilidad y el endeudamiento, aludiendo a que mientras la empresa mantenga activos más tangibles podrá tener garantías que le servirán como respaldo al momento de recurrir a alguna institución financiera para obtener financiamiento. En el año 2014 fue el año con mayor tangibilidad y que coincide con su factor de endeudamiento; seguido el año 2015 con una tangibilidad del 36,46% pero con un endeudamiento de 34,52%; el año con menor tangibilidad fue el 2016 y así mismo representó el año que obtuvo menos deuda, por lo cual se puede concluir que el factor de tangibilidad y el de endeudamiento mantienen una relación directa.

El siguiente factor independiente por analizar es el de tamaño, el cual se obtiene sacando el logaritmo natural del total de los activos. En la tabla a continuación se muestran los resultados.

**Tabla 8. Factor independiente: Tamaño**

<b>Año</b>	<b>Activo Total</b>	<b>Tamaño</b>
<b>2013</b>	\$ 205.6	5.326
<b>2014</b>	\$ 236.4	5.465
<b>2015</b>	\$ 248.3	5.515
<b>2016</b>	\$ 261.5	5.566
<b>Promedio</b>	\$ 237.9	5.468

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

La teoría del Trade Off indica que hay una relación directa entre el tamaño y el factor de endeudamiento que tiene la empresa, ya que al tener más activos la empresa adquiere más garantías para futuros préstamos y genera obligaciones bancarias; sin embargo los índices de endeudamiento y de tamaño de la compañía Retail S.A. muestran una relación inversa, tal y como lo indica el modelo de Pecking Order, puesto que este predice una relación inversa entre estos factores dado que las empresas de gran tamaño son objeto de estudios de analistas financieros existiendo una información menos asimétrica, una mayor capacidad en la emisión de acciones y por lo tanto incurre en menos deuda.

Como se cumple para la compañía Retail S.A. donde el año con mayor endeudamiento fue el 2013 con un 38,30%, sin embargo, este fue el año con menor tamaño en sus activos con un 5,326. El 2016 fue el año con menos deudas con un 30,20% sin embargo fue el año que obtuvo el primer lugar en cuanto al tamaño de sus activos con un 5,566.

### **3.4. Análisis comparativo entre los ratios financieros y los factores determinantes**

En los apartados anteriores se hizo un análisis de la composición del capital que actualmente maneja la empresa y de sus razones financieras, teniendo como resultado que las obligaciones a largo plazo de la empresa en promedio representan el 6,49% de la composición del capital. La deuda a corto plazo representa el 28,53% del total de la estructura financiera. En cuanto a la utilización de recursos propios de la empresa este tuvo una representación del 64,98% durante los años de estudio, dejando en claro que la empresa prefiere mantener el uso de su propio capital a tener obligaciones con terceros.

Ahora bien, haciendo una comparación con la razón de endeudamiento en promedio representó el 35,02% durante los años elegidos para el estudio y la rentabilidad económica ha ido en decrecimiento pasando del 17,6% en el 2014 al 15,7% en el 2015 con un promedio de 16,33% durante el lapso de análisis. Sin embargo, como se señaló en el apartado anterior, la compañía Retail S.A. aparentemente aplica el modelo de estructura de capital de Pecking Order, sin embargo, para tener un análisis más acertado, se procede a realizar un estudio tanto del modelo Trade Off como del Pecking Order por separado.

### **3.5. Análisis de la aplicación del modelo Trade Off a la empresa Retail S.A.**

Para Miller (1977) la teoría del Trade Off indica que la estructura económica de una organización está altamente relacionada con los beneficios fiscales de la deuda y al nivel de riesgo financiero que esta incurre, de esta manera, a medida que incrementa el nivel de la deuda, los beneficios impositivos aumentan, pero también aumenta los compromisos de pago de la deuda y los problemas financieros.

Es entonces que, cuando la deuda aumenta, los acreedores tienen presente el riesgo que contraen a mayor de valores impagos por lo que exigen tasa de intereses más altas y los accionistas se ven en la obligación de asumir el riesgo financiero, por lo que sus expectativas aumentan, provocando el aumento en el costo de capital, pero disminuyendo la percepción de valor de la firma en el mercado. Determinando así que existe de manera práctica un nivel óptimo de endeudamiento donde el costo de capital sea el menor posible pero la valoración de la compañía sea máxima.

Para poder llevar a cabo el análisis se tomará en cuenta el modelo propuesto por López y De luna (2002) el cual indica que, a través de MM (Modigliani y Miller Theory) y

el CAPM (Capital Asset Pricing Model) se puede obtener una solución aproximada para poder determinar el nivel de deuda que minimice el CPPC (Costo Promedio Ponderado de Capital), para esto es preciso partir de la estructura actual de la firma y predecir el desarrollo del valor de la deuda relacionándolo con diversos grados de endeudamiento y encontrando el costo de capital por el método financiero y el cálculo del patrimonio por el método de la Beta Apalancada (Garcia, 2003).

### 3.5.1. Cálculo del Capital Asset Pricing Model (CAPM)

A continuación, se procederá realizar un análisis de la ecuación del CAPM y cada uno de los componentes que lo integran para posteriormente ejecutar y definir el cálculo del coste de capital con la información obtenida de la compañía Retail S.A.

$$K_p = R_f + B_p * (R_m - R_f) + \text{riesgo país}$$

Dónde:

K<sub>p</sub>: Costo patrimonio o retorno requerido por el accionista.

R<sub>f</sub>: Rendimiento de un activo libre de riesgo, se tomará en cuenta la rentabilidad de los bonos del tesoro de los Estados Unidos.

B<sub>p</sub>: Riesgo sistemático (riesgo del mercado a escala mundial) del activo financiero con respecto al portafolio del mercado, además se considera el grado de apalancamiento para el cálculo de beta.

R<sub>m</sub>: Rendimiento esperado de mercado de un activo

R<sub>m</sub>-R<sub>f</sub>; Diferencia entre el rendimiento de mercado y el rendimiento libre de riesgo se los conoce como Prima por riesgo de mercado.

Riesgo país: es utilizado para el caso de economías emergentes, como el caso de Ecuador.

Para poder hacer el cálculo de Beta, se recurrió a la información histórica proporcionada por Aswath Damodaran en donde se detalla las betas desapalancadas de las diferentes industrias y se llega a la beta apalancada mediante la siguiente ecuación (Coronel & Vera, 2015):

$$B_p = B_d * (1 + (1 - Tasa) \frac{D}{P})$$

Dónde:

Bd: Beta desapalancado

Tasa: Tasa de impuestos

D/P: Razón Deuda a largo plazo a Patrimonio

**Tabla 9. BETA APALANCADA**

<b>Año</b>	<b>Beta Desapalancada</b>	<b>Tasa Impuesto Efectiva</b>	<b>D/P</b>	<b>Beta Apalancada</b>
<b>2013</b>	0.80	34%	8.91%	0.8486
<b>2014</b>	0.70	34%	1.16%	0.7027
<b>2015</b>	0.95	34%	0.00%	0.9535
<b>2016</b>	0.86	36%	9.58%	0.9080

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017) (Damodaran, 2018)

**Elaborado:** Los autores.

A continuación, se encuentran los valores obtenidos para el CAPM.

**Tabla 10. Cálculo del CAPM**

<b>Año</b>	<b>Tasa Libre de Riesgo</b>	<b>Beta Apalancada</b>	<b>Rendimiento Mercado</b>	<b>Prima de Riesgo</b>	<b>Riesgo país</b>	<b>Costo Capital CAPM</b>
<b>2013</b>	3.03%	0.8486	14.28%	11.25%	4.29%	16.87%
<b>2014</b>	2.17%	0.7027	11.92%	9.75%	6.77%	15.79%
<b>2015</b>	2.27%	0.9535	12.48%	10.21%	7.05%	19.05%
<b>2016</b>	2.45%	0.9080	11.69%	9.25%	7.36%	18.20%

**Fuente:** (Bolsa de Valores de Quito, 2017) (Damodaran, 2018)

**Elaborado:** Los autores.

### 3.5.2. Costo Promedio Ponderado de Capital

El costo de capital así como la rentabilidad generada por los asociados y los intereses bancarios manipulan cifras porcentuales diferentes de carga financiera, por tanto el CPPC es el costo de financiar a la empresa resultado de la ponderación del importe de las diversas fuentes de apalancamiento de la organización, en otras palabras, es la determinación del peso de cada componente para el total del financiamiento de la empresa (Coronel & Vera, 2015).

La fórmula por utilizar para obtener el CPPC es:

$$CPPC = C_D * \left(\frac{D}{V}\right) + C_E * \left(\frac{E}{V}\right) * (1 - T)$$

$$V = D + E$$

Donde

D: Monto de la deuda

E: Monto del Capital propio

T: es la tasa efectiva de impuesto (Imp. a la renta y Participac. de trabajadores)

Sin embargo, para aplicar esta fórmula es preciso tener el costo de la deuda y el costo del patrimonio.

#### 3.5.2.1. Costo de la deuda

El costo de la deuda es el nivel de interés que se le debe pagar a terceros (acreedores) por la generación de los diversos préstamos a los que la empresa ha accedido. Para poder encontrar este costo, se utilizará un modelo matemático en donde se calculará el

valor tomando en consideración los datos obtenidos de los estados financieros de la compañía Retail S.A.

$$C_D = \left( \frac{\text{Intereses}}{\text{Deuda}} \right) * (1 - T)$$

Dónde:

T: es la tasa efectiva de impuesto (Imp. a la renta y Participac. de trabajadores)

En la tabla siguiente se muestran los resultados obtenidos.

**Tabla 11.** *Costo de la deuda*

<b>Tipo de costos</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Intereses</b>	\$ 894,584.83	\$ 133,609.30	\$ -	\$ 1,383,155.83
<b>Deuda</b>	\$ 11,291,849.00	\$ 1,724,620.00	\$ -	\$ 17,472,628.00
<b>Tasa efectiva de impuesto</b>	34%	34%	34%	36%
<b>Costo de deuda</b>	5%	5%	0%	5%

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Como se puede observar en la tabla el costo de deuda para el 2013 fue del 5% y similar al año 2014 y 2016, sin embargo, para el año 2015, Retail S.A. no registró costo de deuda debido a que los canceló en su totalidad antes del cierre del año.

Estos resultados pueden ser comparados con el Balance General de la Compañía Retail S.A. desde el año 2013 al año 2016. (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017, págs. 53,72, 125,156)

### 3.5.2.2. Cálculo de la tasa Wacc

**Tabla 12** Tasa CPPC (wacc)

Año	Costo Deuda	Costo Capital	D/V	E/V	Tasa Efectiva	WACC
2013	5.25%	16.87%	8%	92%	34%	15.77%
2014	5.14%	15.79%	1%	99%	34%	15.65%
2015	0.00%	19.05%	0%	100%	34%	19.05%
2016	5.05%	18.20%	9%	91%	36%	16.89%

**Fuente:** (Damodaran, 2018)

**Elaborado:** Los autores.

Al no poder obtener el costo de deuda de la compañía por el año 2015 no se puede proceder a realizar el CPPC puesto que es un factor necesario para su cálculo, llegando a la conclusión y en concordancia con el análisis de los factores que determinan la deuda, la compañía Retail S.A. es capaz de asumir sus compromisos financieros con capital propio, sin buscar fuentes de financiamiento externas que le representen compromisos a largo plazo. Es así que la empresa no aplica el modelo de Trade Off para la composición de su capital, aludiendo que su estructura está orientada a la puesta en práctica del modelo Pecking Order.

Adicional a esto, el modelo Trade Off indica que el apalancamiento financiero correctamente tratado genera valor a la compañía, siempre y cuando el costo de capital sea inferior a la rentabilidad de los activos.

### **1.1. Análisis de la aplicación del modelo Pecking Order a la empresa Retail S.A**

Esta teoría está basada en las inclinaciones tomadas por la junta directiva dentro de las organizaciones para elegir fuentes de financiamiento interno o externo para concebir nuevas inversiones o la realización de nuevos proyectos. Para lo cual, prevé que el endeudamiento se encuentra modificado por los valores a los que se ha accedido de estas fuentes, las fuentes internas mantienen una relación inversa a causa de esto se puede indicar que a un mayor nivel de deudas con fuentes internas existe un menor endeudamiento (Zambrano, 2011).

Este análisis de la compañía Retail S.A. busca demostrar que la empresa durante los periodos 2013 al 2016 siguió los planteamientos propuestos por la teoría de Pecking Order, es decir, si la empresa como primera opción recurrió a fondos propios para la financiación de un nuevo proyecto o si esto no le fue suficiente recurrió a la deuda y como última instancia se recurre a la emisión de acciones.

Las organizaciones únicamente requerirán de deuda cuando presenten problemas de déficit financiero o la escasez de fondos externo, por lo cual las variables que integran ese déficit solo influyen en los niveles de endeudamiento en valor absoluto siempre que este tenga un valor positivo. A medida que se requieran fondos externos cada vez en mayor medida, la organización solamente utilizará la deuda, hasta el punto en que este medio se agote en su totalidad, posterior a ello el último recurso con el que contaría sería la emisión de acciones. Cuando se han agotado por completo las múltiples fuentes de fondos, las diferentes variables que la componen hasta ese momento dejan de influir en el grado de apalancamiento de la firma por lo cual la decisión de emitir o no capital será determinante.

Considerando la magnitud y posibles riesgos que contraen de este tipo de decisiones, la mayor parte de los autores se rigen a la utilización de variables discretas cada vez que las analizan (Sanchez Vidal, 2000).

Ahora bien, para poder aplicar este modelo se consideró como variable dependiente el nivel de financiamiento futuro.

### **1.1.1. Nivel de endeudamiento a largo plazo**

El estudio de las obligaciones a largo plazo permite determinar el nivel de los activos de operación de los que dispone la firma pertenecen netamente a los acreedores, asumiendo como pasivos a largo plazo solo los financieros, dado que estos, resultan ser los más importantes en la composición del capital, y como activos solo los de operación ya que mantienen una relación directa con la actividad de la empresa.

A continuación, se muestran los activos operacionales netos de la firma Retail S.A. para el periodo 2013-2016.

**Tabla 13.** Activos Operacionales Netos (AON)

Años	AON
2013	\$ 126.797.334
2014	\$ 148.832.362
2015	\$ 162.569.503
2016	\$ 182.468.717

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Para calcular los compromisos a largo plazo se realiza la siguiente operación:

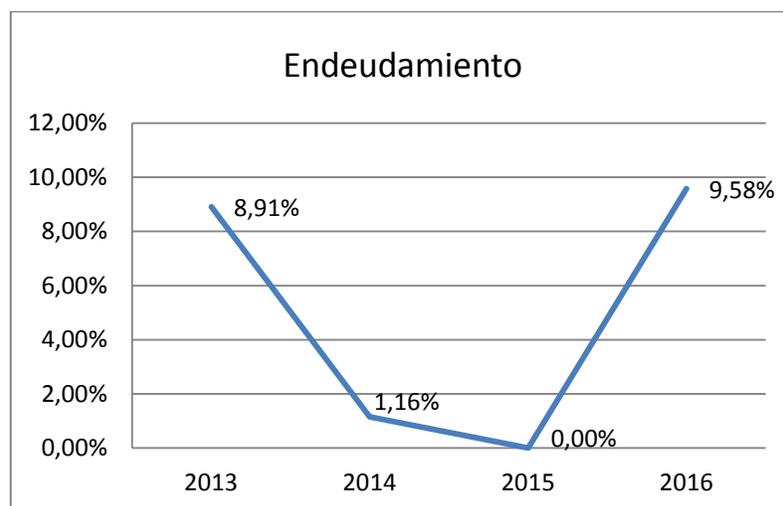
$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivos Financieros a Largo Plazo}}{\text{AON}}$$

**Tabla 14.** Endeudamiento de la empresa Retail S.A.

Año	Deuda con Costo	AON	Endeudamiento
2013	\$ 11,291,849	\$ 126,797,334	8.91%
2014	\$ 1,724,620	\$ 148,832,362	1.16%
2015	\$ -	\$ 162,569,503	0.00%
2016	\$ 17,472,628	\$ 182,468,718	9.58%

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

**Gráfico 15.** Endeudamiento

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

Como se presenta en el gráfico, la tendencia de los compromisos de la empresa presenta fluctuaciones, mostrando que para el 2014 se tuvo solo el 1,94% de endeudamiento y el año que presentó mayor tasa de endeudamiento fue en el 2016, obteniendo un promedio del 2,88% de endeudamiento para el periodo de estudio. Demostrando así que la empresa recurrió a fondos internos para poder financiar nuevos proyectos evitando costos generados por la información asimétrica.

De la misma forma, se consideraron las siguientes variables como independientes para el modelo.

### 1.1.2. Reinversión de utilidades

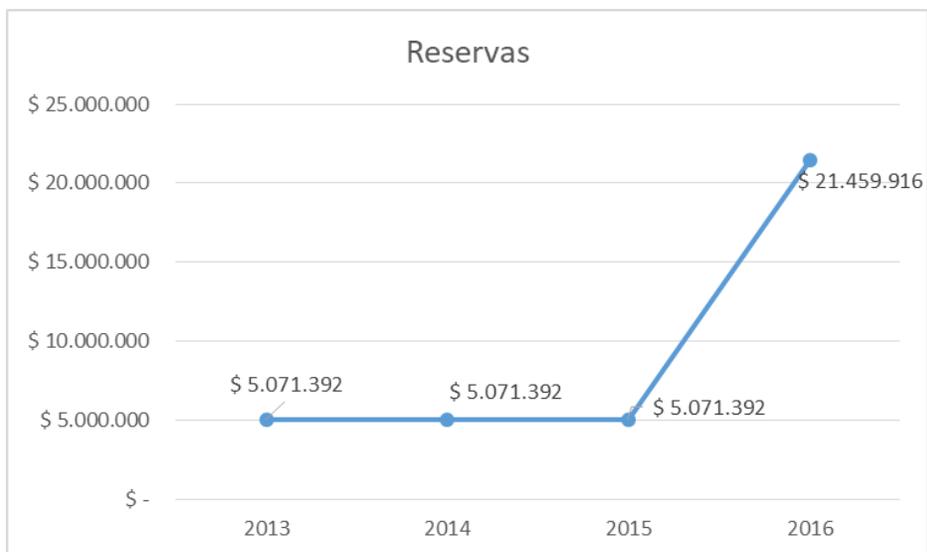
Se la consideró a la reinversión de las utilidades con la finalidad de determinar si se utilizó como primera opción para el financiamiento de nuevos proyectos. En la tabla siguiente, se presentan los resultados obtenidos.

**Tabla 15.** Reservas de la Empresa Retail S.A.

<b>Año</b>	<b>Reservas</b>	<b>Variación</b>
<b>2013</b>	\$ 5.071.392	
<b>2014</b>	\$ 5.071.392	0,00%
<b>2015</b>	\$ 5.071.392	0,00%
<b>2016</b>	\$ 21.459.916	323,16%

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.



**Gráfico 16.** Reservas

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

En el gráfico anterior, se puede observar el crecimiento de las reservas de la compañía Retail S.A. en donde es preciso recalcar que durante el 2013 al 2015 este valor se mantuvo constante, sin embargo, en el 2016 existe una variación del 323% respecto al año anterior, determinando así que la compañía realizó una apropiación mayor a la reserva concluyendo entonces que la empresa utilizó sus recursos internos para financiar nuevos proyectos.

### 1.1.3. Crecimiento de los Activos Operacionales Netos (AON)

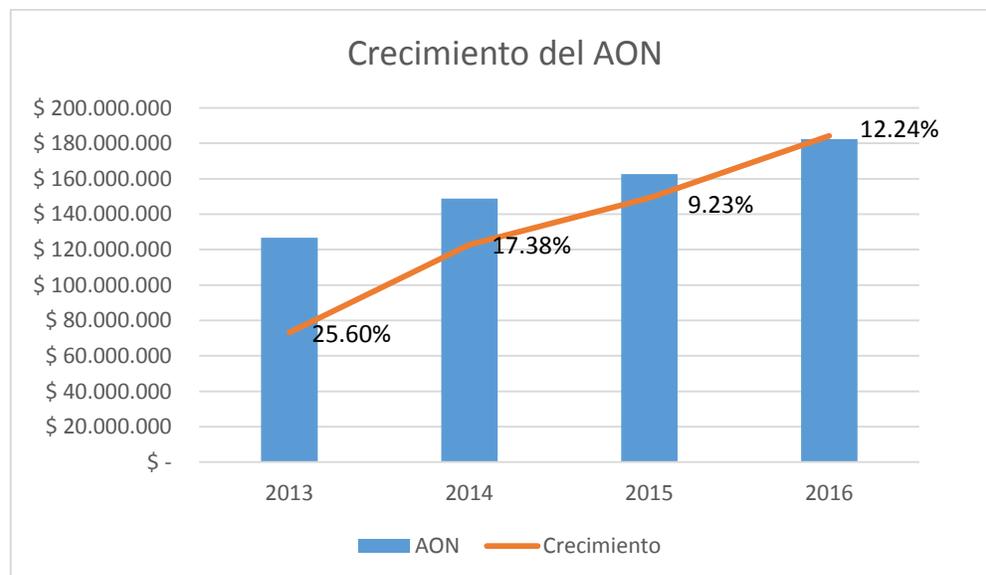
El crecimiento del AON, es una variable importante para el estudio de este modelo ya que por lo general cuando estos crecen se debe a que la empresa se encuentra destinando fondos internos o externos a beneficios de estos.

**Tabla 16.** Crecimiento del AON

Año	AON	Crecimiento
2013	\$ 126,797,334	25.60%
2014	\$ 148,832,362	17.38%
2015	\$ 162,569,503	9.23%
2016	\$ 182,468,718	12.24%

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

**Gráfico 17.** Crecimiento del AON

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

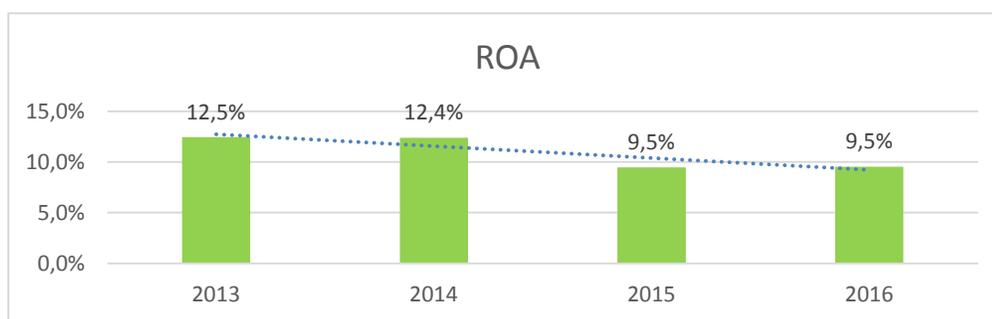
Al observar el gráfico del crecimiento del AON es posible ver las fluctuaciones que presenta durante los años de estudio, siendo así que para el año 2013 creció en 25,60%, en el 2014 creció en 17,38% tomando en consideración el año anterior, para el 2015 tuvo un crecimiento del 9,23% y para el 2016 el crecimiento fue del 12,24%.

Según Goyal, citado en (Zambrano, 2011) indica que, existe una relación negativa entre crecimiento y endeudamiento, y según los resultados obtenidos se tiene que en el 2014 el endeudamiento fue del 1,16%, el crecimiento del AON fue del 17,38% y las reservas no registraron variación; para el 2015, el endeudamiento fue del 0,00%, el

crecimiento del AON fue del 9,23% y las reservas se mantuvieron constantes, y en el 2016 el endeudamiento fue del 9,58%, el crecimiento del AON fue de 12,24% y las reservas crecieron en un 323%, concluyendo así que si existe la relación negativa entre estas variables por lo cual, la empresa antes que endeudarse prefirió utilizar fondos internos.

#### 1.1.4. Rentabilidad Operativa del Activo

EL ROA mide la relación existente entre la utilidad operacional dentro del total de los activos operacionales netos de la empresa. En el gráfico siguiente se muestra el ROA de la compañía Retail S.A. para el periodo de estudio.



**Gráfico 18.** Rentabilidad Operativa del Activo

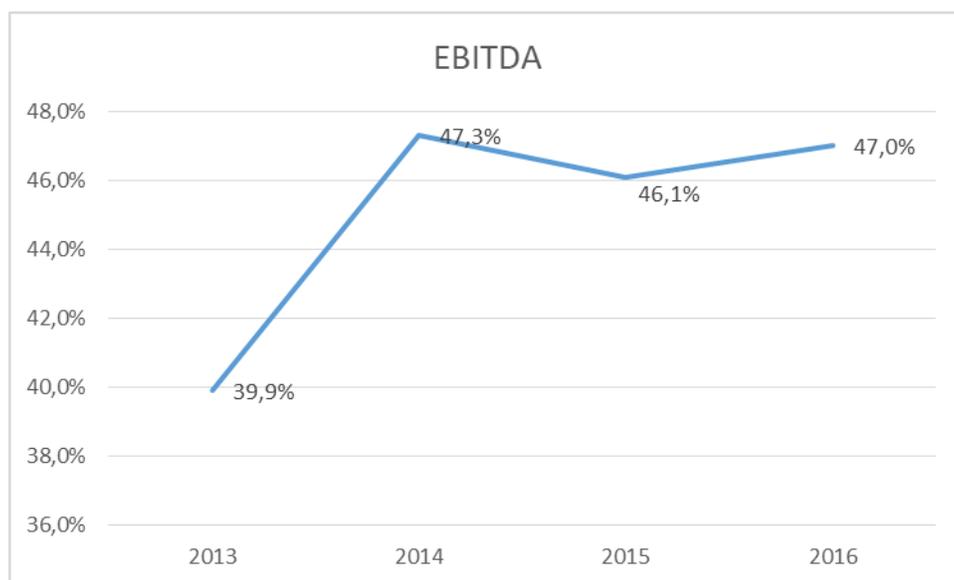
**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

De igual manera como se realizó el análisis de las ratios financieras, el ROA muestra una tendencia decreciente, es decir un ROA bajo, determinando que la empresa posee activos improductivos que no le están generando utilidad y por ello la rentabilidad de los accionistas de la empresa se ve afectada.

### 1.1.5. Beneficio antes de los intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones (EBITDA)

El EBITDA por sus siglas en inglés (Earnings Before interest, taxes, depreciation and amortization) se estructura como un indicador que indica la capacidad de una empresa para producir beneficios tomando en consideración su actividad productiva, elimina el costo de la pérdida de los activos, los valores devengados del endeudamiento y cargas impositivas (Lorenzana, 2013).



**Gráfico 19.** EBITDA de la compañía Retail S.A.

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

**Elaborado:** Los autores.

El EBITDA de la compañía Retail S.A., muestra un crecimiento con ciertas fluctuaciones durante los años de estudio, siendo así que la cifra más baja, se registró en el año 2013 y la más alta en el 2014; cabe resaltar que un EBITDA elevado, no significa necesariamente que la entidad está realizando buenas gestiones, al contrario, se puede deber a elevados endeudamientos u otros factores que condicionan al cálculo.

Para Retail S.A., el EBITDA en promedio para el periodo en análisis es del 45,1% considerándose bajo, por lo tanto, es preciso decir que la empresa obtuvo suficiente flujo de caja operativo, suficiente capital de trabajo y pudo cubrir las obligaciones con los inversionistas, teniendo un bajo índice de endeudamiento.

#### **1.1.6. Análisis de los resultados encontrados de acuerdo con la teoría de Pecking Order**

- La teoría de Pecking Order o jerarquía de preferencias se fundamenta en que las organizaciones no disponen de un nivel de endeudamiento óptimo que se deduzca de una equiparación entre los costos y los beneficios ligados a la deuda, al contrario, la política de financiación se enfoca principalmente en la disminución del valor de financiamiento externo provenientes u originados por asimetrías de información entre los inversores y administradores (Moscoso & Sepúlveda, 2015). A esta teoría se la denomina de grado de preferencias ya que como primer recurso para financiar sus proyectos recurren al capital propio, si esto no es suficiente recurren a fuentes externas considerando primero la deuda y luego la emisión de acciones.
- Ahora bien, la relación existente entre el endeudamiento y la apropiación de reservas es inversamente proporcional, es decir, a medida que la empresa utilice financiamiento por fuentes internas para sus proyectos el endeudamiento baja, y en efecto es lo que sucede con la compañía Retail S.A.

- En cuanto a los activos operacionales netos y el endeudamiento estos también mantenían una relación inversa, al aumentar el AON el endeudamiento disminuye. Sin embargo, al existir una tendencia constante en la utilización de las reservas, se puede inferir que la empresa durante el 2013 al 2014 no hizo uso solo de su capital propio, sino que recurrió a otra fuente de financiación externa que no fue precisamente la deuda ya que el endeudamiento en promedio fue del 4,91% para esos años, por cual se infiere que hizo uso de la emisión de obligaciones, lo que nos indica que la empresa hace uso de su capital propio y de emisiones de obligaciones para poder financiar su capital de trabajo.

## CONCLUSIONES

De acuerdo con los objetivos planteados en la presente investigación se concluye que:

- La compañía Retail S.A. a través del tiempo ha mantenido su liderazgo en el mercado con un fuerte posicionamiento por la diversidad de los productos ofertados ocupando el primer lugar en el Top of Mind 2016. Gracias a esto y al mercado ecuatoriano que continúa mostrando condiciones favorables en su demanda, el nivel de flujo de efectivo que genera le permite cubrir de manera muy holgada los pagos provenientes de obligaciones financieras que conforman su estructura de capital.
- La estructura financiera de la compañía Retail S.A. está compuesta por el 64,98% uso de capital propio y 35,02% obligaciones con terceros, mismos que están divididos en las obligaciones a corto y largo plazo compuesto por el 28,53% y 6,49% respectivamente, determinando que la empresa para financiar nuevos proyectos recurre a los fondos propios y de ser el caso adquiere obligaciones con entidades financieras para el corto plazo.
- Las deudas del corto plazo de la compañía Retail S.A. están conformadas por préstamos a instituciones bancarias para el financiamiento del capital de trabajo, emisión de obligaciones, cuentas por pagar a proveedores; de igual manera las obligaciones a largo plazo están conformadas por préstamos a instituciones financieras, emisión de obligaciones y los beneficios sociales; recalando que la empresa durante los años de estudio obtuvo un factor de endeudamiento en promedio del 35,02%.

- Después de haber realizado el estudio de la estructura de capital actual manejado por la compañía Retail S.A., se concluye que la empresa en cuestión no se comportó de acuerdo con la teoría del Trade Off, se demostró que la empresa durante dos años no incurrió en deuda a largo plazo determinando que la firma no sigue un modelo de optimización de capital tal como lo indica la teoría del Trade Off.
- En relación con el modelo de Pecking Order, la cual se refiere a la no existencia de una composición óptima de capital sino de la existencia de una escala de preferencias, inclinando a la empresa a elegir financiamiento con recursos propios, si esto no le es suficiente recurre a la deuda (corto o largo plazo) y como última opción se inclina por la emisión de obligación. Así pues, luego de haber realizado la aplicación del modelo en la compañía Retail S.A. se determina que se ajusta a los parámetros dado que la empresa recurre como primera opción al financiamiento interno y si esto no le es suficiente, no recurre a la deuda, sino a la emisión de obligaciones.
- Para que la compañía Retail S.A. pueda tener una optimización de capital, debería encontrar el equilibrio entre el uso de financiamiento interno y el externo, sin embargo, estas son políticas financieras propias de la empresa, mismas que están formuladas de acuerdo al comportamiento del mercado.

## RECOMENDACIONES

- Realizar nuevos estudios en diferentes empresas de diferentes sectores económicos, las cuales permitan obtener un estudio más generalizado respecto a las decisiones tomadas por las compañías para el acceso al crédito en el largo plazo. Además, es importante acerca de los diferentes factores que inciden al momento de establecer el nivel de endeudamiento considerando que las organizaciones cuentan con diferentes razones/motivaciones al momento de contraer una deuda, a su vez depende también del tamaño, la antigüedad en el mercado, así como los limitantes para obtener financiamiento externo.
- Se recomienda que la compañía Retail S.A. por medio de estudios financieros, ajuste su estructura de capital, teniendo en cuenta que la empresa emitió obligaciones para financiar su capital de trabajo.
- A los directivos de la compañía Retail S.A. se recomienda mantener constante la rentabilidad de los activos aumentando los montos de la deuda, sin que esto no supere dicha rentabilidad.

## REFERENCIAS

- ACCID. (2011). *Nuevas Tendencias en Financiación Empresarial* (Vol. 12). Cataluña - España: Profit Editorial. doi:1887-5696
- Alarcon, I. (2016). *Breve historia de los grandes almacenes que cambiaron nuestras vidas*. Obtenido de <http://www.revistavanityfair.es/actualidad/articulos/historia-grandes-almacenes-harrods-lafayette-corte-ingles-saks/22206>
- Arredondo Echeverría, R. (2015). *ESTRUCTURA ÓPTIMA DE CAPITAL*. Obtenido de <http://www.web.facpya.uanl.mx/Vinculategica/Revistas/1135-1149%20ESTRUCTURA%20OPTIMA%20DE%20CAPITAL%20ANALISIS%20DE%20LA%20TEORIA%20DEL%20TRADE-OFF.pdf>
- Augusto Sosa, C. (2016). *El Comercio*. Recuperado el Marzo de 2018, de <http://www.elcomercio.com/opinion/analisis-economia-cesaraugustososa-crecimiento-ecuador.html>
- BCE. (12 de 2016). *Evolución del volumen de crédito y tasas de interés del sistema financiero nacional*. Obtenido de <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/BoletinTasasInteres/ect201612.pdf>
- BCE. (2017). *Reporte trimestral de oferta y demanda de crédito*. Obtenido de <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-cr%C3%A9dito>
- Bolsa de Valores de Quito. (2017). *Estadísticas:Mensual: Informe bursátil mensual*. Obtenido de <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/>

- Bueno, J., & Santos, D. (2012). Teoría de la agencia en la determinación de la estructura de capital. Casos sectores económicos del departamento del Valle del Cauca. *Prolegómenos. Derechos y Valores*, 15 (30), 161-176. Obtenido de <http://www.redalyc.org/pdf/876/87625443009.pdf>
- Bueno, J., & Santos, D. (2012). Teoría de la agencia en la determinación de la estructura de capital. Casos sectores económicos del departamento del Valle del Cauca. *Prolegómenos. Derechos y Valores*, 15 (30), 161-176. Obtenido de <http://www.redalyc.org/pdf/876/87625443009.pdf>
- Cevallos Navia, G. P. (Julio de 2011). *Proyecto de inversión para la creación de una empresa comercializadora de textiles, mediante la gestión de un modelo de negocio innovador de venta al detalle (Retail)*. Obtenido de [dspace.ups.edu.ec](https://dspace.ups.edu.ec): <https://dspace.ups.edu.ec/bitstream/123456789/4990/1/UPS-QT02031.pdf>
- Cevallos, G. (2011). Obtenido de <https://dspace.ups.edu.ec/bitstream/123456789/4990/1/UPS-QT02031.pdf>
- Coronel, C., & Vera, P. (2015). *Pecking Order y Trade OFF: Aplicabilidad de teorías de estructura de capital en el sector manufacturero bursatil del Ecuador*. Obtenido de [dspace.espol.edu.ec](https://dspace.espol.edu.ec): <https://www.dspace.espol.edu.ec/retrieve/93985/D-CSH154.pdf>
- Cruz, J., Villareal, J., & Rosillo, J. (2001). *Finanzas corporativas: valoración, política de financiamiento y riesgo*. (I. T. Editores, Ed.)
- Damodaran, A. (05 de Enero de 2018). *Data Breakdown: Discount Rate Estimation:Levered and Unlevered*. Obtenido de [people.stern.nyu.edu](http://people.stern.nyu.edu): [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html)

- Durand , D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. *National Bureau of Economic Research*, 215-262. Obtenido de <http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>
- Dusso, J. (Marzo de 2013). *Universidad Nacional del Litoral*. Obtenido de <http://bibliotecavirtual.unl.edu.ar:8080/tesis/bitstream/handle/11185/495/tesis.pdf?sequence=1>
- Ekos. (2011). *Ekos Grandes Marcas*. Obtenido de <http://www.ekosnegocios.com/marcas/marcasEcuador.aspx?idMarca=62>
- Ekos. (2013). *Marcas + recordadas* . Obtenido de [https://issuu.com/ekosnegocios/docs/baja\\_cambios\\_ok](https://issuu.com/ekosnegocios/docs/baja_cambios_ok)
- Ekos. (Noviembre de 2016). Top Marcas 2016. *Ekos*, 164.
- El Comercio. (2012). *El Comercio*. Obtenido de <http://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/guerra-de-precios-y-descuentos.html>
- El universo. (2010). Obtenido de <https://www.eluniverso.com/2010/04/04/1/1356/tiendas-departamentales-trazan-planes-tras-ano-dificil.html>
- El Universo. (16 de Mayo de 2016). *El Universo*. Obtenido de <https://www.eluniverso.com/noticias/2016/05/16/nota/5582889/aumento-iva-12-14-regiria-1-junio-proximo>
- Garcia, O. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA* (1 ed.). Cali: Prensa Moderna Impresores S.A.
- Gude, A. (2014). *Determinantes del endeudamiento: Aplicación al sector español de aguas envasadas*. Oviedo - España: HiFer Editor. doi:978-84-941550-9-3

- Gude, A. (2014). *Determinantes del endeudamiento: Aplicación al sector español de aguas envasadas*. Oviedo: HiFer Editor. doi:978-84-941550-9-3
- Gude, A. (2014). *Determinantes del endeudamiento: Aplicación al sector español de aguas envasadas*. HiFer Editor.
- Investing.com. (2017). *Rentabilidad del Bono de Estados Unidos 10 años*. Obtenido de es.investing.com: <https://es.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield>
- Keydomo, S. (2013). *Los gremios y las tiendas pequeñas*. Obtenido de <http://www.madridvillaycorte.es/bon-marche.php>
- Lòpez, F., & De Luna, W. (2002). *Finanzas corporativas en la pràctica*. McGrawHill.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32, 261-275.
- Modigliani, & Miller . (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. Obtenido de <http://repositorio.usfq.edu.ec/bitstream/23000/3839/1/112559.pdf>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *principio de irrelevancia en la estructura de capital*. Obtenido de <https://www.ucema.edu.ar/conferencias/download/2008/MM.pdf>
- Mondragón-Hernández, S., & Lozano, T. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias. *Revista Cuadernos de Contabilidad*, 12(30), 165-178.
- Morales, M., Arroyo , Y., & Villalba Morales, M. L. (Diciembre de 2007). Teoría del Trade-off para la definición de las estructura de financiación de las Pymes de Bucaramanga. *Revista UIS Ingenierías*, 6(2), 9-18. Recuperado el 27 de Marzo de 2018, de <http://revistas.uis.edu.co/index.php/revistauisingenierias/article/view/402/668>

- Moscoso, J., & Sepúlveda, C. (2015). *Costo de Capital: conceptos y aplicaciones*. Antioquia: Universidad de Antioquia. Obtenido de [https://issuu.com/cienciaseconomicasudea/docs/costo\\_de\\_capital\\_conceptos\\_y\\_aplicaciones](https://issuu.com/cienciaseconomicasudea/docs/costo_de_capital_conceptos_y_aplicaciones)
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. (Cambridge, Ed.) *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175. Obtenido de <https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/Myers%201977.pdf>
- Orozco, W., & Quijano, L. (2014). *Determinantes de la estructura de capital en el Ecuador: un análisis empírico*. Tesis de grado, Universidad San Francisco de Quito, Administración y Economía, Quito. Recuperado el Marzo de 2018, de <http://repositorio.usfq.edu.ec/bitstream/23000/3839/1/112559.pdf>
- Pymes y Autonomos. (8 de Octubre de 2013). Obtenido de [pymesyautonomos.com](http://pymesyautonomos.com): <https://www.pymesyautonomos.com/administracion-finanzas/que-es-el-ebitda-de-una-empresa-y-como-se-calcula>
- Ramirez, S. (2 de Abril de 2016). *El Universo*. Obtenido de <http://www.elcomercio.com/actualidad/ice-telefonía-impuestos-reformatributaria.html>
- Rangel Barbosa, J. A. (2010). *¿Cuáles Son las determinantes de la estructura de capital?* Obtenido de [http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-0671\\_RangelBarbosaJA.pdf](http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-0671_RangelBarbosaJA.pdf)
- Rangel, J. (2010). *¿Cuáles son los determinantes de la estructura de capital? Evidencia empírica desde Brasil?* Tesis de Maestría, Universidad de Buenos Aires, Economía, Buenos Aires. Recuperado el Marzo de 2018, de

[http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-0671\\_RangelBarbosaJA.pdf](http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-0671_RangelBarbosaJA.pdf)

Reardon , T., & Berdegú, J. (1992). Obtenido de [http://www.rimisp.org/wp-content/files\\_mf/1366829994DTR\\_No\\_10\\_Reardon\\_Berdegue.pdf](http://www.rimisp.org/wp-content/files_mf/1366829994DTR_No_10_Reardon_Berdegue.pdf)

Revista Lideres. (2017). La competencia para los textileros ecuatorianos aumenta. *Lideres*.

Rivas, J. (2015). Obtenido de <http://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/estructura-optima-de-capital>

Sanchez Vidal, J. (2000). No linealidad de la relación entre la estructura de capital y sus determinantes. *Economic Analysis Working Papers*, 8(6), 4.

Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana. (2013). Obtenido de [http://www.scrila.fin.ec/Base%20datos/PDF/Mercado%20de%20valores/DEPRATI%20-PC1-\(2013-10\)-KL.pdf](http://www.scrila.fin.ec/Base%20datos/PDF/Mercado%20de%20valores/DEPRATI%20-PC1-(2013-10)-KL.pdf)

Sosa, C. (7 de Marzo de 2017). *El Comercio*. Obtenido de <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-preparados-petroleo-precio-petroecuador.html>

Superintendencia de Bancos. (10 de 2017). *Serie mensual de volumen de crédito y contingentes por tipo de crédito, destino geográfico y destino económico*. Obtenido de [http://www.superbancos.gob.ec/practg/sbs\\_index?vp\\_art\\_id=39&vp\\_tip=2](http://www.superbancos.gob.ec/practg/sbs_index?vp_art_id=39&vp_tip=2)

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (18 de Abril de 2017). *PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES*. Obtenido de <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/sigcv/Opciones%20de%20Inversion/Renta%20Fija/Prospectos/Almacenes%20De%20Prati%20S.A/Obligaciones/Prospecto.pdf>

- Tenjo , F., Lopez, E., & Zamudio, N. (2006). *Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996-2002)*. Obtenido de <http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/borra380.pdf>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43, 1-19. Obtenido de <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Torres, T., Buitrago, M., Giraldo, P., & Parra, H. (2012). *Teoría de la agencia: Aplicación empírica. Estudio de caso en la Vicerrectoría de proyección universitaria de la Universidad de Caldas*. Obtenido de <http://repositorio.autonoma.edu.co/jspui/bitstream/11182/317/1/Tesis%20paula%20andrea%20haneo%20ruiz.pdf>
- Villarraga, E., Giraldo, S., & Agudelo, D. (2012). Asimetría en la información y su efecto en los rendimientos en los mercados accionarios latinoamericanos. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, 100-117. Obtenido de <file:///C:/Users/Asesoratesis/Downloads/Asimetr%C3%BDa+en+la+informaci%C3%BDn+y+su+efecto+en+los+rendimientos+en+los+mercados+accionarios+latinoamerica.pdf>
- Zambrano , S., & Corredor, G. (2013). Theory of the Pecking Order versus theory of the Trade Off. *CENES*.
- Zambrano, S. (2011). *Análisis de la estructura de capital en la empresa de servicios públicos de Sogamoso COSERVICIOS S.A. E.S.P para los años 2007 a 2009*. Obtenido de [bdigital.unal.edu.co](http://www.bdigital.unal.edu.co): <http://www.bdigital.unal.edu.co/5233/1/sandramilenazambranovargas.2011.pdf>

Zambrano, S., & Acuña, G. (2013). Teoría del Pecking Order versus teoría del Trade off para la empresa Coservicios S.A. E.S.P. *Revista Apuntes del CENES*, 32 (56), 205-236. Obtenido de <http://www.redalyc.org/pdf/4795/479549579009.pdf>