Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

UNIVERSIDAD DEL BÍO BÍO

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN Y AUDITORÍA

UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO

MEMORIA PARA OPTAR AL TITULO DE INGENIERO COMERCIAL

"ANALISIS DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS CHILENAS DEL SECTOR RETAIL".

ALUMNAS: KARINA ROA PINTO- DANIELA TORRES PAILLACÁN

PROFESOR (A) GUIA: MAURICIO GUTIÉRREZ

CONCEPCION, MARZO 2016.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

DEDICADO A:

Nuestras familias, principalmente a nuestros padres, que son nuestra motivación y pilares fundamentales en el día a día, por el amor incondicional entregado, preocupación y paciencia y asimismo a todos quienes nos alientan a seguir en todo momento.

Karina, Daniela.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

AGRADECIMIENTOS:

Primero que todo, quisiéramos agradecer a Dios, por darnos la gran oportunidad de ser profesionales y terminar con éxito esta hermosa etapa de nuestras vidas.

A nuestro profesor guía Mauricio Gutiérrez, por su cordial disposición a brindarnos la asesoría para la presente tesis, por su compromiso, consejos y por el apoyo para que este trabajo fuera exitoso.

A todas las demás personas importantes que estuvieron presentes durante este proceso, familia y amigos, quienes a pesar de las adversidades que se nos presentaron para culminar esta tesis, siempre nos mostraron su apoyo y confiaron en que lograríamos el objetivo.

Conjuntamente darle las gracias a los docentes de la Universidad que durante nuestro proceso universitario aportaron con sus conocimientos, exigencia e incentivo en nuestra formación para ser profesionales íntegros.

Y finalmente a la institución quien nos acogió en este tiempo y nos brindó desarrollo profesional.

A todos ustedes, Muchas Gracias!

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

ÍNDICE

Dedicatoria

Agradecimientos

Resumen **1**

Abstract **2**

Introducción **3**

1.- Problema de la Investigación **4**

2.-Objetivo General. **4**

3.-Objetivos Específicos. **4**

4.-Preguntas de Investigación. **4**

5.-Justificación. **5**

6.-Viabilidad. **5**

7.-Marco Teórico **6**

7.1.- ¿Qué es la Política de Endeudamiento? 6

7.1.1.- El factor riesgo. 7

7.2.- Importancia del Endeudamiento. 8

7.3.- Fundamentos Teóricos sobre la Política de Endeudamiento. 9

7.3.1.- Teoría de la Irrelevancia de la Estructura de Capital. 9

7.3.2.- Teoría del Equilibrio Estático de la Estructura de Capital (Trade-off Theory) . 10

7.3.3.- Teoría de la Jerarquización Financiera (Pecking order Theory). 12

7.3.4.- Modelo de agencia 15

7.3.5.- Market Timing 17

7.3.6.- Hechos Estilizados 18

7.4.- Evidencia Nacional 19

7.4.1.- Chile. 20

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

7.5.- Evidencia Internacional 24
7.5.1.- Estados Unidos. 24
7.5.2.- España. 24
7.5.3.- Brasil. 25
7.5.4.- Colombia. 26
7.5.5.- México. 28
7.5.6.- Latinoamérica. 30
8.-Tipo de investigación 32
9.-Hipótesis de la Investigación. 32
10.-Diseño de la investigación 33
11.-Selección de la Muestra 34
11.1-Recolección de datos 33
12.-Sector Retail Chile. 36
12.1.1.- Falabella 36
12.1.2.- Cencosud. 39
12.1.3.- Parque Arauco. 38
12.1.4.- Ripley. 40
12.1.5.- Forus. 41
12.1.6.- Hites. 41
12.1.7.- Nueva Polar. 42
13.- Tratamiento de los datos. 43
14.- Metodología. 45
15.- Modelo de regresión 47
15.1.- Metodologia Econométrica… 49
15.2.- Bondad de Ajuste 49
15.3.- Supuesto de Normalidad. 50
16.- Principales resultados y discusión. 51
16.1.- Estadística Descriptiva. 50
16.2.- Correlación. 51

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

16.3.- Análisis de signo y magnitud de los parámetros. 52
16.4.- Significancia de los parámetros 53
16.4.1- Test de Significancia Individual 53
16.4.2- Test de Hausman 56
17.- Respecto de la existencia de otras problemáticas econométricas 65
17.1.-Simultaneidad 66
17.2.-Variables Omitidas 66
17.3.-Endogeneidad 67
18.- Conclusiones 68
19.- Bibliografía 71

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Teoría estática del trade off de la estructura de capital **12**
Figura 2: Relación de preferencia de fuentes de financiación según la teoría del pecking order **15**
Figura 3: Rendimiento Histórico Retail **36**
Figura 4: Participación de Mercado **42**

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Factores determinantes de la estructura de capital: Predicciones teóricas y evidencia empírica relevante. **19**
Tabla 2: Empresas en Estudio **34**
Tabla 3: Participación en el Mercado. **42**
Tabla 4: Relaciones entre Deuda y Variables Financieras según el modelo de Jerarquía Financiera. **45**
Tabla 5: Normalidad **49**
Tabla 6: Estadística descriptiva **50**
Tabla 7: Correlación **51**

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Tabla 8: Tangibilidad **53**
Tabla 9: Oportunidad de Crecimiento **54**
Tabla 10: Tamaño **55**
Tabla 11: Rentabilidad **55**
Tabla 12: Efectos Fijos **56**
Tabla 13: Efectos Aleatorios **57**
Tabla 14: Test de Hausman **58**
Tabla 15: Robust **59**
Tabla 16: Test de Wooldridge **61**
Tabla 17: Test de Wald **62**
Tabla 18: Corrección de Heterocedasticidad **63**
Tabla 19: Test de Breusch y Pagan **64**
Tabla 20: Efectos Temporales **65**
Tabla 21: Regresión Variables Instrumental **67**

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

RESUMEN

La presente investigación tiene por objeto comprobar el modelo de jerarquía financiera en las empresas chilenas del sector retail durante los periodos 2010- 2014 año fiscal, con el objetivo de verificar o descartar su cumplimiento. Dicha teoría explica que las empresas siguen prioridades al momento de decidir sus fuentes de financiamiento.

El estudio se sustenta sobre una sólida base teórica que incluye la revisión variables estudios tanto nacionales como internacionales. A partir de esto, se desprenden conclusiones, capaces de ser contrastadas empíricamente, esto mediante la aplicación de un modelo econométrico, el cual fue formulado en base a variables de reconocidos autores que aportan al estudio.

Este estudio se llevó a cabo utilizando el modelo de mínimos cuadrados ordinarios,en el cual se analizó una muestra de siete empresas chilenas que presentan información financiera en la Bolsa de Comercio de Santiago. Los resultados al aplicar una regresión por mínimos cuadrados ordinarios indican que existe suficiente evidencia para confirmar dicho modelo.

Dentro de los resultados más relevantes se observa que las empresas chilenas del sectorretail cumplen el modelo de jerarquía financiera y además las variables en estudio son significativas a nivel grupal, por lo que se concluye que el endeudamiento abarca variables importantes que son primordiales de considerar cada una de ellas antes de una decisión.

Palabras Claves: Modelo de Jerarquía Financiera, Financiamiento, Modelo de Shyam-Sunder& Myers

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

ABSTRACT

This research aims to determine compliance with the pecking order model in Chilean companies in the retail sector during the period 2010- 2014 fiscal year, in order to verify or rule compliance. This theory explains that companies continue priorities when deciding their funding sources.

The study is based on a solid theoretical basis including review of various national and international studies. From this, conclusions capable of being empirically tested emerge, this will be achieved by applying an econometric model, which was formulated based on variables known authors contributing to the study.

This study was carried out using the model of ordinary least squares, in this study a sample of seven Chilean companies presenting financial information on the Santiago Stock Exchange is analyzed. The results by applying a regression by ordinary least squares indicate that there is sufficient evidence to confirm this model.

Among the most relevant results shows that Chilean companies in the retail sector if they meet the pecking order model and also that the study variables are significant at the group level, so it is concluded that the debt covers important variables that are critical of consider each of them before a decision.

Keywords: Pecking Order Model, Financial, Shyam-Sunder and Myers Model.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

INTRODUCCIÓN

La estructura de financiamiento ha ocupado un lugar importante dentro de la discusión de las organizaciones, es por esto que se han generado variados estudios para comprender cuáles son sus orígenes y efectos, con el objetivo de encontrar la estructura óptima que incremente el valor de la empresa. Desarrollar una política de financiamiento óptima permitirá a las empresas explotar las oportunidades de negocio y aprovechar los beneficios que pueden generar las diversas opciones existentes en el mercado.

La teoría propuesta por Modigliani y Miller (1958), donde plantean la irrelevancia de la política financiera de una empresa para el valor de ésta en mercados de capitales perfectos, a partir de esto se ha ido desarrollando variadas teorías explicativas. Principalmente se destaca, la teoría del Trade-Off la que sostiene que las decisiones financieras buscan alcanzar la estructura de capital que alcanza un equilibrio entre beneficios y costos del endeudamiento, más adelante surge el modelo de Jerarquía Financiera propuesto por Myers y Majluf (1984), donde se propone que debido a las asimetrías de información las empresas siguen un orden de preferencias entre las distintas fuentes de financiamiento. Luego se han desarrollado otras propuestas, como el Modelo de Agencia propuesto por Jensen y Mecklin (1976), el Market Timing de Baker y Wurgler (2002) y la teoría de Hechos Estilizados presentada por Azofra y Rodríguez(2012), todas estas desarrolladas a partir de los dos modelos mencionados anteriormente.

Si bien no se ha encontrado una estructura de capital óptima, la elaboración de la política de financiamiento por parte de las compañías es uno de los temas relevantes de investigación en las finanzas actuales, proponiendo diversas teorías con el objetivo de intentar explicar los efectos positivos y negativos de optar por cada fuente de financiamiento.

En este estudio, se examinarán las variables que influyen en la estructura financiera de las empresas chilenas del sector retail. Esto será con el fin de comprobar si el modelo pecking order model logra explicar la estrategia de financiamiento de las empresas del sector retail en Chile.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

1. Problema de la Investigación

Encontrar un modelo que permita determinar la Política de Financiamiento para las empresas Chilenas del sector de retail.

2. Objetivo General

Comprobar un modelo que explique la política de financiamiento en las empresas Chilenas del sector de retail.

3. Objetivos Específicos

- Analizar las distintas teorías que explican los modelos de política de financiamiento de las empresas.
- Analizar las variables que influyen en las decisiones de financiamiento
- Aplicar el modelo seleccionado a las empresas del sector retail en Chile.

4. Preguntas de Investigación

¿Cuáles son las teorías que explican la Política de Financiamiento?
¿Cuáles son las Políticas de Financiamiento utilizadas en mercados extranjeros?
¿Qué variables explican la política de financiamiento en Chile?
¿Dónde será evaluado el modelo de Política de Financiamiento?

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

5. Justificación

- Conveniencia: La importancia de realizar una eficaz investigación en un tema que no se ha profundizado en Chile y que contribuirá a valorar una empresa chilena con un modelo más actualizado.
- Relevancia Social: Esta investigación permitirá en un futuro establecer un punto de comparación entre la realidad chilena con la realidad de los mercados extranjeros.
- Implicaciones prácticas: Mediante esta investigación se logrará encontrar un modelo de financiamiento adecuado y aplicable a las empresas del sector retail en Chile. También será relevante por que aportara información útil para gerentes, dueños de empresas e inversionistas.
- El presente estudio nos ofrece una ventaja competitiva como Ingenieros Comerciales, dada la escasa cantidad de estudios en la temática presente.

6. Viabilidad

Este estudio es totalmente viable, debido a que nuestra investigación es principalmente de escritorio, para ello contaremos principalmente con la base de datos de nuestra universidad llamada Económatica, para construir bases de datos y su posterior análisis con nuestros conocimientos en econometría.

También contamos con referencias de la literatura existente, sean estos libros, revistas, papers y tesis anteriores, a las cuales podremos tener acceso en la biblioteca de nuestra universidad como en sus bases de datos.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

7. Marco Teórico

7.1.- ¿Qué es la Política de Endeudamiento?

Las empresas realizan una actividad de inversión para mantener y acrecentar la capacidad productiva de sus activos. Por otra parte, su actividad corriente les permite generar un ingreso neto del cual un porcentaje queda a disposición de la empresa, estas son las utilidades retenidas, mientras que el resto remunera a los propietarios mediante el pago de dividendos.

Las utilidades retenidas, junto con otros ingresos que poseen un carácter esporádico, tales como aquellos que resultan de la venta de un activo obsoleto, cubren sólo parte de los gastos de inversión que las empresas realizan. Existe entonces una necesidad de financiamiento externo que permite completar los recursos necesarios para la actividad de inversión de la empresa.

Estos recursos pueden clasificarse como recursos de capital, los cuales se obtienen mediante la emisión de acciones, o como recursos de deuda. Al interior de éstos últimos, se establece una distinción entre los recursos obtenidos mediante emisión de títulos a corto o largo plazo, conocido como financiamiento directo en el mercado de valore y los recursos obtenidos ante un intermediario financiero, en la mayoría de los casos es un banco, llamado financiamiento indirecto.

Las razones por las cuales las empresas privilegian el endeudamiento al financiamiento, mediante recursos de capital, están ligadas al principio de maximización del beneficio. En este sentido, el efecto de apalancamiento es la expresión más sintética de cómo el endeudamiento contribuye a elevar la rentabilidad de los recursos invertidos en la empresa.

Sin embargo, pueden exponerse otros determinantes de la decisión de endeudamiento ligados a la búsqueda de beneficios.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

En esta perspectiva, pueden señalarse los siguientes elementos determinantes del endeudamiento de las empresas: las condiciones del medio ambiente macroeconómico en el que las empresas se desenvuelven, la búsqueda de una estructura de financiamiento óptima, que en la teoría financiera tradicional permite maximizar el beneficio de la empresa y los costos de agencia y de transacción cuya consideración es permitida por la teoría contemporánea de la firma.

7.1.1.- El factor riesgo.

¿Es el coste de la deuda el único factor determinante para establecer unaóptima política de financiación, bajo el punto de vista de la rentabilidad? Evidentemente no, ya que tener una mayor cantidad de deuda lleva consigo un mayor riesgo, el efecto de apalancamiento que provoca la deuda sobre la rentabilidad puede ser tanto positivo, en el caso de que las perspectivasde futuro sean buenas, o negativa, en el escenario de una previsible reducción de la rentabilidad que se obtiene sobre los activos.

¿Dónde está el límite en la cantidad de deuda que un negocio puede asumir? La respuesta depende, además de los factores como la capacidad del equipo directivo para gestionar el endeudamiento, conjugando acertadamente el inevitable binomio rentabilidad-riesgo para que las decisiones que se tomen en política de financiación no sólo mejoren la rentabilidad, sino que sean además viables.

Dentro de la literatura financiera referida al tema de Estructura de Endeudamiento encontramos diversas aristas, las cuales trataremos de recopilar y analizar, de manera de debatir las conclusiones de este estudio.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

7.2.- Importancia del Endeudamiento.

En el mundo de los negocios hay una serie de decisiones que son inevitables, con independencia del sector en que opere la empresa o la actividad principal a la que se dedique. Una de estas decisiones es la de establecer el procedimiento y conseguir los recursos necesarios para financiar las actividades que se tienen planeadas, tanto del presente como las futuras.

En la esencia de la política de financiación de un negocio se encuentra establecer la estructura de financiación del mismo, es decir, la cantidad que se debe emplear de deuda y/o de recursos propios para financiar las necesidades de inversión, presentes y futuras, que se derivan de los activos netos que hay que emplear.

La decisión que se tome sobre la estructura de financiación de una empresa tiene que ver con la opinión que se tenga acerca de las consecuencias, positivas o negativas, por el uso de la deuda. Con cierta frecuencia se oyen comentarios del tipo de "la manera más sana de crecer en el negocio es, exclusivamente, a través de los recursos generados por el mismo", o bien "cuanto menos deuda tengamos, mejor y más sano tendremos el negocio", sin olvidar el conocido de "tener deudas es malo, ya que al final acabas trabajando para los bancos".

Existe entonces una necesidad de financiamiento externo que permite completar los recursos necesarios para la actividad de inversión de la empresa, estos recursos pueden clasificarse en recursos de capital, que se obtienen mediante la emisión de acciones, o como recursos de deuda o apalancamiento. El apalancamiento financiero es el efecto que se produce en la rentabilidad de la empresa como consecuencia del empleo de deuda en su estructura de financiación.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

7.3.- Fundamentos Teóricos sobre la Política de Endeudamiento

7.3.1.- Teoría de la Irrelevancia de la Estructura de Capital.

Las teorías sobre la Política de Endeudamiento tienen su punto de partida en la discusión de la idea de Modigliani y Miller (1958) en cuanto a la irrelevancia eindependencia de la estructura de capital con relación al valor de mercado de la empresa, pues el valor de la misma está determinado por sus activos reales no por los títulos que ha emitido. Lo anterior tiene lugar en presencia de mercados perfectos, en los cuales la deuda y los recursos propios pueden considerarse sustitutos.

Modigliani y Miller (1958) omiten el efecto de los impuestos, suponen que la quiebra es instantánea, no existen costes ni penalizaciones, y tampoco consideran la incertidumbre.

Para Brealey, Myers y Allen (2006) en el modelo de Modigliani y Miller (1958):

a) Existen costes asociados a la insolvencia financiera, aun cuando en última instancia se evite la quiebra legal.

b) Se ignoraron los potenciales conflictos de intereses entre los propietarios de lostítulos de la empresa.

c) No se tomaron en cuenta los problemas de información que favorecen a la deuda sobre el capital propio, cuando se recurre a la financiación externa a partir de la emisión de nuevos títulos.

d) No se consideró el efecto incentivador del apalancamiento financiero sobre las decisiones de inversión y de pago de dividendos.

Ante la incorporación de supuestos realistas sobre las imperfecciones del mercado, la propuesta sobre la estructura de capital de Modigliani y Miller (1958) pierde capacidad explicativa y da paso a consideraciones con relación a los determinantes de la estructura de capital adoptada por la empresa.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

7.3.2.- Teoría del Equilibrio Estático de la Estructura de Capital (Trade-off Theory)

A su modelo inicial de Irrelevancia de la Estructura de Capital en 1958, Modigliani y Miller (1963) incorporan las ventajas fiscales del endeudamiento por el beneficio producido al considerar las deducciones por concepto de los intereses pagados de la deuda. Así, el valor de una empresa endeudada será superior al valor de una empresa sin deuda, pues los flujos de fondos obtenidos por la primera serán mayores al incorporar los beneficios fiscales por el pago de los intereses del endeudamiento. Además, surge una disminución en las ventajas impositivas de la deuda, ya que un aumento excesivo del endeudamiento puede ocasionar que los escudos fiscales por los intereses pagados resulten inciertos.

Posteriormente,seanaliza conjuntamente el efecto de los impuestos corporativos y los del inversor sobre la ventaja fiscal de la deuda. La diferencia en el tratamiento impositivo de la renta del inversor, bien sea en la forma de dividendo y/o de intereses, generada de las acciones y/u obligaciones, afecta las ventajas fiscales del endeudamiento, pues el inversor evalúa los beneficios obtenidos una vez considerados ambos impuestos.

Otros factores determinantes incorporados al modelo corregido de Modigliani y Miller (1963) son los costes de quiebra directos y los escudos fiscales distintos a los de la deuda,dada su incidencia en las decisiones de financiación en términos de los costes y beneficios a tomar en cuenta en la búsqueda de la relación óptima entre deudas y recursos propios.

De esta manera, el Modelo de Modigliani y Miller (1958) deriva en la Teoría del Equilibrio Estático, según la cual el equilibrio entre de costes de insolvencia financiera y los beneficios del ahorro impositivo por los intereses pagados por el endeudamiento da lugar a una estructura óptima de capital que minimiza el coste de capital y maximiza el valor de la empresa. Bajo esta teoría se admite la existencia de un índice de deuda óptimo, tomando en consideración las ventajas y desventajas de las fuentes de financiación, así la deuda es sustituida por recursos propios, o los recursos propios por deuda, hasta la maximización del valor de la empresa según lo señalado por Myers (1984).

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Establecido ese índice de deuda, en el cual el coste de capital es mínimo, la empresa tenderá al óptimo con ciertos retrasos producto de los costes asociados al ajuste de la estructura de capital. Bajo esta teoría, se espera un índice de endeudamiento elevado para empresas con activos tangibles, altos beneficios y por lo tanto más impuestos por compensar; las empresas poco rentables, con activos arriesgados e intangibles, basan su financiación en recursos propios según Brealey, Myers y Allen (2006).

A diferencia del Modelo de Modigliani y Miller (1958), que parece indicar que las empresas deben contraer tanta deuda como les sea posible, la Teoría del Equilibrio Estático evita el uso extremo del apalancamiento y racionaliza los índices de endeudamiento según Brealey, Myers y Allen(2006). Aunque la Teoría del Trade-off predice el establecimiento de un índice de deuda óptimo por parte de los gerentes, así como las diferencias en la estructura de capital entre las diferentes industrias, no puede explicar por qué las empresas más rentables dentro de una misma industria mantienen bajos índices de deuda.

De acuerdo al pensamiento anterior y la teoría subyacente

a) la decisión de financiación afecta el valor de la empresa.

b) la dirección debe trabajar activamente para gestionar la estructura de capital.

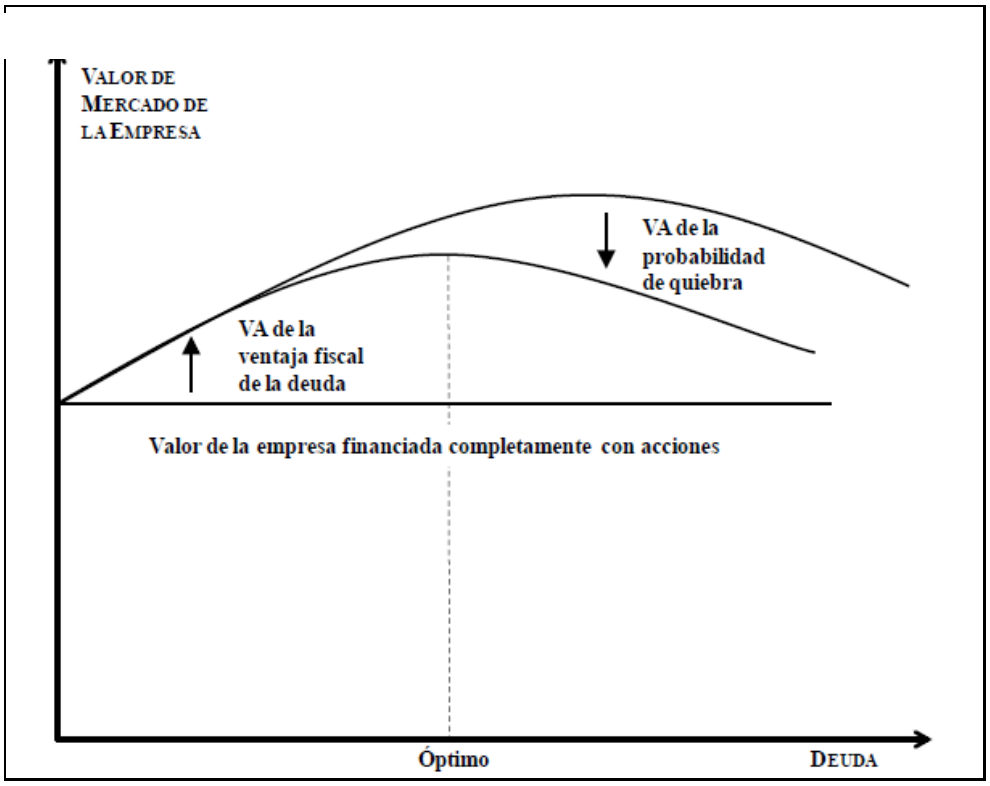
c) la empresa puede alcanzar una estructura de capital óptima, existente en el equilibrio entre los beneficios y costes de la deuda.

La figura siguiente muestra la relación entre el valor de la empresa y el endeudamiento calculado según la ecuación fundamental de la teoría estática del trade off:

$Valordelaempresa$=$Valordelaempresa$ sin $deuda$ + $VAdelaventajafiscaldeladeuda$– $VAdeloscostesesperadosdeinsolvenciafinancierayquiebra$.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Figura 1: Teoría Estática del Trade Off de la estructura de capital



Fuente: Pablo San Martín (2012) "Selección de Inversiones y Fuentes de Financiación en la práctica".

7.3.3.- Teoría de la Jerarquización Financiera (Pecking Order Theory).

Como alternativa a la Teoría del Equilibrio Estático, Myers y Majluf (1984) proponen la Teoría de la Jerarquía Financiera para explicar el comportamientocon relación a la preferencia de las empresas de acudir a los fondos generados internamente y sólo a la financiación externa si la autofinanciación es insuficiente.

En esta teoría, basada en la asimetría de la información, el atractivo por los ahorros fiscales generados por los intereses pagados por concepto del endeudamiento, así como las amenazas de la insolvencia financiera, son consideraciones de segundo orden.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

La teoría de Myers y Majluf (1984) se desarrolla en el contexto de asimetría de información, donde los directivos tienen mayor conocimiento que los inversores externos acerca de las expectativas, riesgos y valor de la empresa.

Bajo el supuesto de que los gerentes actúan a favor de los intereses de los accionistas actuales, si los primeros creen que el precio de la acción está infravalorado, recurren a la deuda pues se muestran reacios a la emisión de recursos propios e intentan que ésta tenga lugar cuando las acciones están justamente valoradas o sobrevaloradas. Sin embargo, en este último caso, los inversores penalizarán este anuncio, por lo que aplican un castigo pagando un menor precio.

Sólo en el caso de que no se disponga de capacidad de endeudamiento y exista un alto riesgo de insolvencia financiera, se recurrirá a la emisión de recursos propios. Así, la deuda resultará la mejor opción de financiación externa en la medida en que los problemas de asimetría de la información adquieren mayor relevancia. La jerarquía en el uso de los fondos disponibles, sean estos en primer lugar los fondos autogenerados, luego la deuda y finalmente laemisión de recursos propios, se basa en la asimetría de la información, con el consiguiente riesgo asociado a cada una de las fuentes de financiación.

Frank y Goyal (2007) indican que si bien los fondos autogenerados no tienen problemas de selección adversa, la obtención de financiación externa está sujeta a ciertos costes, los recursos propios son más riesgosos que la deuda, por lo cual el inversor demandará una mayor tasa de rentabilidad para éstos.

Para describir el funcionamiento de la Teoría de la Jerarquía Financiera, Myers (1984) formula cuatro enunciados que la sustentan:

(a) Las empresas prefieren la financiación interna.

(b) La tasa de reparto de dividendos estimada se adapta a las oportunidades de inversión.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

(c) Aunque la política de dividendos es fija, las fluctuaciones en la rentabilidad y las oportunidades de inversión son impredecibles, con lo cual los flujos de caja generados internamente pueden ser mayores o menores a sus gastos de capital.

(d) Si se requiere de financiación externa, la empresa emite primero los títulos más seguros esto es, primero deuda, luego títulos mixtos como obligaciones convertibles, y recursos propios como último recurso para la obtención de fondos.

Según esta teoría, el índice de endeudamiento de la empresa no viene dado por la necesidad de alcanzar un valor óptimo, pues en él se reflejan las necesidades acumuladas de financiación externa, una vez agotados los recursos propios generados internamente y asumiendo que existen oportunidades de inversión rentables.

De acuerdo a esta teoría:

a) No existen recomendaciones o políticas óptimas.

b) No existe un equilibrio, por lo que tampoco existe una estructura de capital óptima.

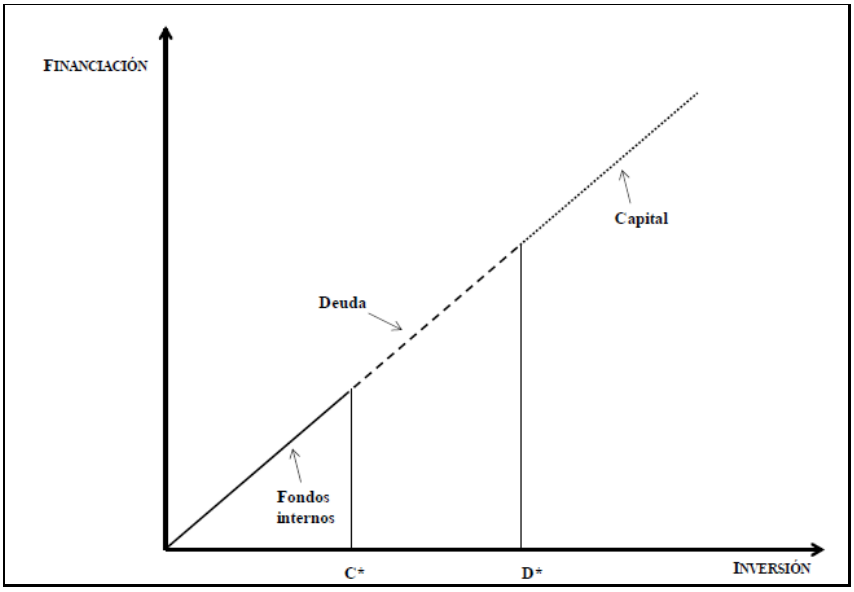
c) El nivel de endeudamiento observado en las empresas es reflejo del cúmulo de decisiones de financiación realizadas por los directivos durante el tiempo (Myers, 1984a; 2001).

Shyam-Sunder y Myers (1999)presentan evidencia que sugiere las empresas financian sus déficits de fondos con deuda y concluyen que la teoría del pecking order proporciona una buena aproximación del comportamiento financiero.

La figura representa la relación entre la elección de la fuente de financiación y el nivel de inversión bajo la hipótesis detrás de la teoría del peckin gorder. C* representa la cantidad de fondos internos disponibles para la inversión. (D-C) representa la cantidad de deuda que una empresa puede emitir sin llegar a producir un apalancamiento excesivo.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Figura 2: Relación de preferencia de fuentes de financiación según la teoría del peckingorder



Fuente: Pablo San Martín (2012) "Selección de Inversiones y Fuentes de Financiación en la práctica".

7.3.4.- Modelo de Agencia.

El trabajo de Jensen y Meckling (1976),supone un cambio radical en la concepción del problema de financiación imperante desde Modigliani y Miller (1958). Jensen y Mecklingmuestran que las decisiones de financiación repercuten no sólo en la distribución de la renta de la empresa, sino que influyen sobre la propia capacidad para generar renta.

Jensen y Mecklingabren la caja negra de la empresa y muestran que en la misma cooperan diversos grupos de individuos que persiguen sus propios intereses, en un contexto de información imperfecta. En este modelo de empresa, las decisiones de financiación influyen sobre los sistemas de incentivos y los mecanismos de control de la empresa, de este modo, afectan al comportamiento esperado en la relación de cooperación. Concretamente con relación a la decisión de endeudamiento, la teoría de la agencia considera las relaciones de agencia entre los directivos y los accionistas, por un lado, y entre los accionistas y los

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

acreedores, por otro. En la primera de las relaciones, los problemas de información y observación del comportamiento, pueden favorecer el que los directivos adopten decisiones en su propio interés y en perjuicio del objetivo de maximización de valor, por ejemplo, mediante la inversión en proyectos no rentables de los que obtienen beneficios personales (lo que se conoce como problema de sobreinversión). En este caso, el uso de deuda emerge como otra potencial solución, debido a que el servicio a la deuda, por una parte, reduce el flujo de caja libre (free cash flow), pero también genera una mayor presión a los directivos haciéndoles velar por un mejor desempeño a fin de reducir la probabilidad de insolvencia financiera y quiebra.

Por otra parte, los conflictos de agencia entre acreedores y accionistas pueden motivar la adopción de decisiones ineficientes, que beneficien a uno de estos partícipes en perjuicio del valor total de la empresa como consecuencia del asimétrico reparto de riesgo y rentabilidad. Ocurre cuando la empresa en dificultades financieras rechaza oportunidades de inversión rentables cuyo VAN sería absorbido por el incremento del valor de la deuda (problema de subinversión) o cuando la empresa redistribuye el valor de las acciones y de la deuda mediante el incremento del riesgo de sus inversiones (problema de sustitución de activos). En este contexto, el endeudamiento a corto plazo puede servir para reducir los incentivos a rechazar oportunidades rentables o las clausulas restrictivas para controlar el problema de sustitución de activos.

Como resultado de este tipo de razonamiento, la literatura financiera propone una versión extendida del trade off (Myers, 1984a), que incorpora los beneficios y costes de agencia de cada una de las alternativas de financiación. De acuerdo con este modelo, el valor de la empresa es igual valor de la empresa financiada sin deuda más el valor actual de las ventajas fiscales de la deuda menos el valor actual de los costes directos e indirectos de quiebra y más (menos) el valor actual de los beneficios (costes) de agencia.

$$Valordelaempresa = Valordelaempresafinanciadasóloconacciones + VAdelaventajafiscaldeladeuda - VAdeloscostesdeinsolvenciafinancierayquiebra +/- VAdeloscostes/beneficiosdeagencia.$$

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

De la misma forma que en la versión reducida de la teoría, los directores pueden trabajar activamente para maximizar el valor de su empresa, pero en esta versión extendida del trade off el nivel óptimo de estructura de capital es más difícil de determinar, puesto que depende también de factores tales como la naturaleza de las inversiones actuales y futuras de la empresa, los posibles conflictos de agencia entre partícipes, los mecanismos de control, los problemas informativos, la señalización de las decisiones financieras, entre otras.

7.3.5.- MarketTiming.

Teoría basada en los problemas informativos y la asimétrica distribución de información, la teoría del monitoreo del mercado o momento oportuno delmercado, interpreta las decisiones de financiación de la empresa como reacción de los directivos a las oportunidades de beneficio que otorgan los desequilibrios temporales del mercado. Baker y Wurgler (2002) formalizan las bases de este modelo según el cual las empresas emiten acciones cuando su precio es elevado y las recompran cuando se encuentran infravaloradas.

Según este modelo existe un momento oportuno para las actuaciones financieras de la empresa, que denominan “ventanas de oportunidad”. Este tipo de actuaciones afecta no sólo al coste de capital, sino que también tiene consecuencias sobre la estructura de capital de la empresa, que es reflejo del cúmulo de actuaciones realizadas por la empresa en la explotación de las oportunidades que ofrece la incorrecta valoración de sus títulos.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

7.3.6.- Hechos Estilizados

Esta evidencia respalda parcialmente algunas de las explicaciones aportadas por las teorías del trade off y del pecking order, pero también pone al descubierto sus limitaciones en la justificación de la "heterogeneidad de las estructuras de capital, en las variaciones de los ratios de endeudamiento o en las decisiones de emisión de títulos"

En estudios anteriores se ha realizado una extensa revisión de investigaciones previas, la cual les permite identificar los principales factores determinantes de la estructura de capital de la empresa, entre los que se encuentran, el tamaño de la empresa, las oportunidades de crecimiento, la rentabilidad, los escudos fiscales de origen distinto al endeudamiento, la probabilidad de quiebra y la tangibilidad del activo.

Por su parte, Frank y Goyal (2009) identifican un total de veintinueve factores determinantes de la estructura de capital, de los cuales seis de ellos dan respuesta al 27% de las variaciones experimentadas por el endeudamiento de las empresas analizadas. Estos seis factores son: el endeudamiento medio del sector, la tangibilidad del activo, el tamaño, la inflación esperada, el ratio market-to-book y la rentabilidad. Estos autores encuentran que el endeudamiento está positivamente relacionado con los cuatro primeros factores y negativamente con los dos últimos.

La siguiente tabla resume las predicciones teóricas y la evidencia empírica recogida en algunos de los trabajos más conocidos. Otros factores considerados son: las restricciones financieras; la protección de los derechos de los acreedores; la estructura del mercado de deuda; las condiciones macroeconómicas.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Tabla 1: Factores determinantes de la estructura de capital: Predicciones teóricas y evidencia empírica relevante.

N°	Factores determinantes de la estructura de capital	Teoría del *Trade off*	Teoría del *Pecking Order*	Evidencia empírica anterior
1	Oportunidades de crecimiento	-	-	Harris y Raviv (1991); Smith y Watts (1992); Rajan y Zingales (1995); Lang et al. (1996) Wald (1999); Baker y Wurgler (2002); Fama y French (2002); Frank y Goyal (2003); Johnson (2003); Hovakimian *et al.* (2004); Barclay *et al.* (2006); Flannery y Rangan (2006); Frank y Goyal (2009).
2	Tamaño	+	+	Harris y Raviv (1991); Rajan y Zingales (1995); Berger y Ofek (1995); Fama y French (2002); Frank y Goyal (2003); Korajczyk y Levy (2003); Flannery y Rangan (2006); Frank y Goyal (2009); González y González (2012).
3	Garantía de los activos (*collateral value*) y tangibilidad	+	+	Harris y Raviv (1991); Frank y Goyal (2003); Frank y Goyal (2004); Flannery y Rangan (2006); Frank y Goyal (2009).
4	Rentabilidad	+	-	Harris y Raviv (1991); Hovakimian et al. (2001); Fama y French (2002); Frank y Goyal (2003); Korajczyk y Levy (2003); Flannery y Rangan (2006); Kayhan y Titman (2007); Frank y Goyal (2009).
5	Escudos fiscales distintos a la deuda (*Non-debt tax shield*)	-		DeAngelo y Masulis (1980); Titman y Wessels (1988); Harris y Raviv (1991); Downs (1993); Fama y French (2002); Korajczyk y Levy (2003); Flannery y Rangan (2006).

Fuente: Pablo San Martin, "La selección deinversionesfuentes de financiación en la práctica. El caso de la empresa española."

7.4.- Evidencia Nacional

Alarcón, Pais y Carreño (2005) analizaron dos modelos, uno simple y uno algo más complejo, en el cual incluyeron variables omitidas en el anterior, manteniendo la consideración de que las variables dependientes provienen de razones distintas. De las regresiones realizadas al modelo simple, el tamaño, las oportunidades de crecimiento y la

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

rentabilidad son las que se muestran significativas en un modelo. Por lo tanto, si la muestra fuese representativa del mercado chileno estas variables serian altamente influyentes en la estructura de endeudamiento de las empresas y afectarían esta decisión, en este caso el tamaño afecta negativamente a la estructura de endeudamiento, por lo tanto, a mayor tamaño las empresas tomarían menos deuda. Esto no es precisamente lo que se esperaba encontrar si consideramos que la variable dependiente es de largo plazo, pues lo normal sería que en el largo plazo las empresas prefieran tomar más deuda cuando son más grandes, puesto que los costos de quiebra serán menores para empresas grandes y el riesgo crediticio también disminuye.

La rentabilidad afecta negativamente a la deuda, lo que coincide con lo planteado por la teoría de Myers y Majluf (1984), puesto que a mayor rentabilidad las empresas tienen más recursos para financiar sus proyectos, sin necesidad de recurrir a un aumento de deuda. Para el caso de las oportunidades de crecimiento la relación con la deuda es positiva.

En el caso del análisis más complejo de Alarcón, Pais y Carreño (2005), incluían un mayor número de variables explicativas, la inversión, entendida como oportunidades de crecimiento, y la tangibilidad resultan ser las más significativas en las regresiones.

La inversión se comporta como lo anunciaba la teoría, por lo tanto podemos decir que en Chile las empresas en el corto plazo, cuando tienen oportunidades de invertir, lo hacen para así entonces evitar la subinversión; en cambio en el largo plazo la relación sería negativa, esto podría deberse entonces a que los costos de agencia aumentan en empresas que tienen altas oportunidades de crecimiento. La tangibilidad en el corto plazo afecta negativamente a la deuda que respalda la teoría de subinversión, y en el largo plazo la relación es positiva.

En el caso cuando el análisis es por sectores, las variables más relevantes, respecto a los dos modelos, son el tamaño y las oportunidades de crecimiento.

7.4.1.- Chile.

Maquieira, Olavarrieta y Zutta (2007) en su artículo analiza los determinantes de la estructura de capital para una muestra de 113 empresas registradas en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile. El periodo de estudio comprende de 1990 a 1998. A diferencia de

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

trabajos anteriores para el caso de Chile se utiliza Lisrel (Linear StructuralRelations) para analizar los determinantes y se encuentran diferencias importantes al momento de comparar los resultados obtenidos por Mínimos Cuadrados Ordinarios. En el primer caso, sólo la rentabilidad y la tangibilidad de los activos surgen como variables significativas, esto es, cuanta mayor rentabilidad de la empresa menor endeudamiento y cuanta mayor proporción de activos colaterales, es decir, tangibilidad mayor es el endeudamiento. Finalmente, al usar Mínimos Cuadrados Ordinarios se encuentra fuerte apoyo a los siguientes determinantes: tangibilidad, rentabilidad, regulación y calidad y un apoyo menos significativo al crecimiento, tamaño y clasificación industrial. Por tanto los errores de medición pueden ser importantes al estimar modelos, es decir los indicadores pueden no captar bien o completamente el constructor de interés.

En un estudio realizado por Christian Espinoza Méndez (2009) sobre estructura de propiedad y desempeño en empresas chilenas, los principales resultados reportan que la concentración de la propiedad de las empresas chilenas, cuando está en manos de un solo accionista, pasó de un 44.0% en 1998 a un 50.7% en el año 2007 lo que representa un aumento en la concentración para este periodo de un 15.3%. A su vez, la concentración promedio para el periodo en estudio es de un 48.8% inferior al 55% reportando por el White Paperon Corporate Governance in LatinAmerica elaborado por la OCDE (2004). A su vez, y contrario a los resultados reportados anteriormente se encuentra que la estructura de propiedad afecta negativamente el desempeño de las empresas chilenas. En este contexto, también se reporta una relación inversa entre estructura de propiedad y desempeño, de carácter no lineal y estadísticamente significativa, resultado que va en la línea de lo encontrado. Este efecto negativo sobre el desempeño es más pronunciado cuando la propiedad se encuentra más dispersa. A medida que la propiedad se concentra este efecto es de menor magnitud con lo cual la empresa obtiene un “beneficio por concentración”. Al incluir la variable Diversificación, se mantiene la relación negativa entre estructura de propiedad y desempeño. A su vez, referente a diversificación y desempeño no se encuentra una relación estadísticamente significativa lo que infiere, por una parte, que los beneficios son iguales a los costos que genera la diversificación tal como lo plantearon Maquieira y Espinoza (2006), por

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

otra, que los administradores no miran como objetivo primordial el desempeño de la firma al diversificarse, sino que se concentran en aprovechar las "economías de oportunidad" relegando el desempeño a un segundo plano. Por último, al incluir la Política de Dividendos, se confirma lo reportado en correspondencia a la relación negativa entre estructura de propiedad y desempeño. A su vez, se encuentra una relación positiva entre política de dividendos y desempeño, estadísticamente significativa en todos los casos. Es decir, firmas que pagan más dividendos tienen mejor desempeño. En este contexto, se valida la hipótesis de Flujo de Caja para el pago de dividendos en el mercado chileno por sobre la hipótesis de señales. Es síntesis, mientras más altos sea el valor presente de estos flujos más dividendo pagan las compañías chilenas.

En resumen, el mercado accionario chileno se caracteriza por tener una fuerte concentración de la propiedad la cual afecta negativamente el desempeño de las empresas. Este desempeño es mejor en aquellas compañías que son más pequeñas y pagan más dividendos. El efecto sobre el desempeño del nivel de endeudamiento y la inversión en activos fijos no en concluyente y la diversificación no tiene efecto sobre éste.

En Chile, existen varios trabajos sobre gobierno corporativo y otros menos que investigan la relación entre estructura de propiedad y desempeño de la firma. En este contexto, a nivel de conglomerados, se encuentra una alta concentración accionaria y que los grupos económicos son la principal forma de estructura corporativa según lo detalla en su tesis Christian Espinoza (2009). Sin embargo, las características de una alta concentración y la pertenencia a grupos de negocios tienden a perder importancia para explicar el desempeño de las firmas a partir de la segunda mitad de la década de los noventa.

También se menciona que a nivel de empresas, se ha estudiado la estructura de propiedad de las firmas chilenas durante los años 1980, 1985, 1987 y 1990 desde una perspectiva de la teoría de agencia encontrando que dicha estructura es compatible con el objetivo de maximización de beneficios. Por otra parte se manifiesta que la estructura de propiedad de las empresas chilenas se caracteriza por la alta concentración de la propiedad y la generalizada presencia de grupos o conglomerados.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Paralelamente, Azofra, Saona y Vallelado (2004) en su estudio que abarcan 169 empresas no financieras para el periodo comprendido entre 1990 y 2001, relacionan la estructura de propiedad y las oportunidades de crecimiento como determinantes de la estructura de endeudamiento en Chile encontrando entre otros aspectos, que un mayor grado de concentración de la propiedad facilita el financiamiento externo al reducir los eventuales problemas de agencia y contar con oportunidades de crecimiento.

A su vez, Maquieira y Espinoza (2006), luego de estudiar la relación entre valor de la empresa, diversificación y gobierno corporativo para 52 sociedades anónimas que transaron sus acciones durante el periodo 1995-2002, reportan, cuando las familias son el principal controlador de la compañía, una relación positiva entre estructura de propiedad y desempeño cuando estas tienen una participación hasta el 40% y a partir de un 65% de participación una relación negativa. Esta relación no lineal también es reportada en otro estudio realizado para una muestra del año 2000 de 177 firmas no financieras, que cuando la concentración de propiedad es menor a un 21% esta afecta positivamente el desempeño de la firma, cuando se encuentra entre un 21% y 74% impacta negativamente y para una concentración mayor al 74% la relación vuelve a ser positiva.

En Chile los trabajos que relacionan la estructura de propiedad, desempeño y pago de dividendos son escasos, debido principalmente a la dificultad de recopilar datos suficientes que permitan realizar un estudio que arroje conclusiones robustas. Un trabajo realizado al respecto es el de Maquieira y Fuentes (1997), estos autores estudiaron 44 empresas inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago para el periodo comprendido entre los años 1993 y 1994 encontrando que firmas más diluidas pagan más dividendos. Más recientemente se ha investigado el efecto que tienen los conflictos de agencia en las políticas de dividendos, reporta, entre otros aspectos, que empresas afiliadas a grupos económicos y aquellas en que hay una presencia significativa de un fondo de pensión como accionista minoritario pagan mayores dividendos.

En resumen, el mercado accionario chileno se caracteriza por tener una fuerte concentración de la propiedad, la cual afecta negativamente el desempeño de las empresas.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Este desempeño es mejor en aquellas compañías que son más pequeñas y pagan más dividendos. El efecto sobre el desempeño del nivel de endeudamiento y la inversión en activos fijos no es concluyente y la diversificación no tiene efecto sobre éste.

7.5.- Evidencia Internacional

7.5.1.- Estados Unidos.

Ross, Westerfield y Jordan (2006) al estudiar las estructuras de capital reales, se observan dos regularidades. En primer lugar, las empresas estadounidenses por lo regular no usan montos de endeudamiento elevados, aunque pagan una cantidad considerable en impuestos. Lo anterior sugiere que hay un límite para el uso de la deuda en el financiamiento con el objetivo de generar protección fiscal. En segundo lugar, las empresas de sectores industriales semejantes suelen tener estructuras de capital parecidas, lo cual hace pensar que la naturaleza de los activos y las operaciones son un factor determinante elemental de la estructura de capital.

7.5.2.- España.

En el caso de España la investigación de Fernández de Rojas y Zuliani (2004) afirma que la jerarquización financiera explica la estructura de capital en sus estudios realizados en empresas de diferentes tamaños.

Cáceres, García, Jordán, Maroto y Verona (2002) contrastaron empíricamente si el tamaño, los recursos generados, las garantías, el costo de la deuda, las oportunidades de crecimiento y la reputación de la empresa pueden ser considerados factores explicativos del nivel de endeudamiento, se ha utilizado una muestra constituida por empresas no financieras que han cotizado en el mercado bursátil español durante el periodo 1990-1999, en donde se ha empleado la metodología de datos de panel. Los resultados obtenidos al aplicar esta metodología, realizándose tanto las estimaciones intragrupos como la de mínimos cuadrados

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

generalizados, reflejan que el comportamiento de la muestra a lo largo del periodo de estudio se ajusta al enfoque de efectos fijos, en el cual las características específicas de cada empresa permanecen constantes a lo largo del tiempo. El análisis empírico realizado pone de manifiesto la influencia de las variables señaladas en el nivel de endeudamiento, excepto la reputación de la empresa. Por tanto, se puede afirmar que, cuanto mayor sea el tamaño de la empresa, así como las garantías reales que ésta pueda ofrecer como respaldo a las deudas asumidas, mayor será su nivel de endeudamiento. En cambio, se manifiesta una relación inversa entre el nivel de endeudamiento y las oportunidades de crecimiento de la empresa, los recursos generados y el costo de la deuda.

7.5.3.- Brasil.

La investigación realizada por De Medeiros y Daher (2004) concluye que la jerarquización financiera provee la mejor explicación de la estructura de capital de las empresas brasileras listadas en la Bolsa de Valores de Sao Paulo, durante el periodo 1995-2002. No obstante en Brasil existen factores que pueden favorecer la presencia de una jerarquización financiera, como la existencia del Banco de Desarrollo, de propiedad del Estado, el cual prácticamente es el único prestamista de largo plazo, con un claro subsidio en las tasas de interés.

Esto favorece la jerarquización financiera, ya que las empresas en el corto plazo utilizaran recursos propios para evitar la asimetría de la información; pero para el largo plazo recurrirán a la deuda privada antes que a la emisión de acciones y de bonos, debido a los menores costos de transacciones.

Núñez & Onetto (2012) mediante el análisis del mercado de capitales brasileño se observa la escasa prioridad otorgada a los títulos de deuda privada en el país antes de mediados de 1990. Esto ocurrió sobre todo debido a la falta de regulación, altos índices de inflación, altas tasas de interés y otros factores inherentes a la inestabilidad económica vivida en el Brasil. Sin embargo, este tipo de financiamiento tuvo un importante desarrollo,sobre todo después

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

del Plan Real en 1994, que tenía por objetivo atacar los altos índices inflacionarios que presentaba el país en esos años.

7.5.4.- Colombia.

Núñez & Onetto (2012) señalan que Colombia muestra que la profundización del mercado de capitales depende de una multiplicidad de factores y que para su desarrollo es necesaria una conjunción de regulación adecuada con factores micro y macroeconómicos. Una coyuntura en que las bajas tasas de interés y la ampliación de los márgenes de intermediación del sistema financiero incentivaron el endeudamiento a largo plazo. Todo esto estuvo enmarcado en un ciclo de expansión de la economía local que favoreció la gestación de planes ambiciosos por parte de los emisores. Pese a una desaceleración de las colocaciones en el primer semestre de 2011, el avance de la última década indica que los bonos se están convirtiendo en una opción de financiamiento cada vez más atractiva para grandes y medianas empresas, con consecuencias positivas para la profundización del mercado local.

Benavides, Berggrun y Chaves (2005) en su artículo estudian las decisiones de financiamiento de las empresas colombianas entre 1998 y 2008 en respuesta a las necesidades de inversión y las utilidades. Los resultados sugieren que el aporte de los accionistas es una fuente de financiación del capital de trabajo y los activos fijos más importante que la deuda, contrario a lo sugerido por el “Pecking Order”.

El artículo es un primer paso para entender cómo se financian en Colombia las necesidades de inversión. Se documenta aquí un importante y significativo uso de los incrementos de capital social como fuente de financiación tanto de largo como de corto plazo. El cual explica que puede deberse al tipo de muestra que incluye preponderantemente empresas fuera de bolsa, en las cuales la cercanía entre accionistas y administración es menor, reduciéndose la asimetría de información. El efecto de las variables que aproximan la asimetría sobre el incremento de capital social así parece confirmarlo. En términos de 1 peso de financiamiento externo en capital de trabajo la empresa colombiana promedio, lo consigue con 33 centavos de capital social, 28 centavos de deuda de corto plazo, 20 centavos de

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

reducción de efectivo y 18 centavos de deuda de largo plazo. En el caso de la inversión en activos fijos la proporción de capital social es cercana a los 50 centavos, mientras que la deuda de corto plazo aporta 24 y la de largo plazo 22 centavos. En el caso en que los propietarios de las empresas tengan restricciones personales para proveer los fondos que las empresas requieren, estas enfrentan restricciones al crecimiento. Una política más agresiva de financiamiento por instituciones financieras podría reducir esta dependencia y tener efectos positivos para las empresas colombianas.

Martínez et al. (2013) en un estudio realizado a la empresa Colvanes S.A. mencionan las alternativas de financiación a través de Emisión de Deuda y la Deuda Tradicional se convierten en valiosas herramientas al momento de maximizar el valor de la compañía optimizando su estructura de capital y determinando aquella que mejores resultados genere frente a la valoración integral de la misma.

En primera instancia, se determina que el costo de la deuda a través de la emisión de bonos es menor y genera a su vez un mayor valor de la empresa; así mismo los flujos de caja son más amplios y cubren a satisfacción todas las necesidades de la compañía.

Algo muy importante de resaltar y que fue definitivo en la determinación del rumbo del proyecto, fue la identificación de una estructura de capital concentrada en un 99% en su patrimonio. De acuerdo con los datos obtenidos en el análisis en los cuales se evidencia que el costo del patrimonio es más alto que el costo de la deuda, se estarían generando costos para la compañía que podrían fácilmente ser disminuidos a través del incremento de la participación de los niveles de deuda o la reducción en los niveles de patrimonio generando una política de distribución de utilidades de acuerdo con las capacidades de la compañía y necesidades de los socios.

La operación de la empresa tiene un alto grado de relación con el comportamiento general de la economía a través de las cifras de crecimiento del Producto Interno Bruto, por lo cual se prevé un buen comportamiento futuro y un panorama de oportunidades que la empresa podría aprovechar al máximo, continuando así con su expansión y crecimiento.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

7.5.5.- México.

Núñez & Onetto (2012) sobre el mercado mexicano de deuda corporativa mencionan que tiene un tamaño muy reducido en comparación con el gubernamental y el mercado accionario, aproximadamente un 16% en ambos casos. La dimensión se reduce aún más al omitir el papel de las empresas paraestatales, bancos de desarrollo y organismos descentralizados que en México se consideran parte del segmento corporativo y constituyen los principales emisores.

Desde 1994 se ha generado una curva de bonos gubernamentales más completa, con diversas alternativas de plazo tanto a tasa nominal como a tasa real. Este fenómeno se ha trasladado a los papeles corporativos, siendo las acciones la opción más utilizada a partir de 2001.

Velázquez (2004) en su estudio de análisis de los determinantes del endeudamiento de las empresas permite decir que el medio ambiente económico puede presentar características favorables al endeudamiento, por lo que en una coyuntura de alta inflación, las empresas pueden beneficiarse al mismo tiempo de un tratamiento fiscal favorable de los intereses de la deuda. La perspectiva de una progresión de la rentabilidad de las inversiones constituye también un factor de endeudamiento. Cuando la relación establecida por la “q” de Tobin, que es la relación por cociente entre el valor de mercado de la empresa y el coste de reemplazo de sus activos, es positiva, las empresas encuentran ventajoso el invertir y en consecuencia, el recurrir al endeudamiento para financiar esa inversión. Por otro lado, el análisis teórico de Modligiani & Miller concluyó con la inexistencia de un nivel de endeudamiento óptimo, es decir, con la imposibilidad de las empresas de reducir su costo de capital mediante cambios en su estructura financiera. Sin embargo, este resultado fue obtenido a partir de hipótesis simplificadoras que impiden tomar en cuenta los comportamientos financieros observados en la realidad. Finalmente, los conceptos de costos de agencia y de costos de transacción son el resultado de una nueva concepción de la firma, que se deriva de la voluntad de profundizar el conocimiento del funcionamiento interno de la empresa.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

El uso apropiado del endeudamiento es una vía para conseguir mejorar la rentabilidad sobre los recursos propios de la empresa y, en consecuencia, generar valor para el accionista. Como en tantas otras actividades, la clave está en gestionar con acierto la cantidad de deuda asumida, para lo que es esencial mantener una actitud proactiva que se base en el conocimiento del negocio y en las perspectivas sobre su evolución futura. Para lograr esta adecuada gestión todo equipo directivo debe analizar y tomar decisiones sobre aspectos tales como: coste real de la deuda, naturaleza del tipo de interés, sea esto fijo o variable, naturaleza del endeudamiento en moneda nacional o divisa y actitud ante el riesgo, y tener muy clara la diferencia que existe entre la especulación y la gestión empresarial.

7.5.6.- Latinoamérica.

Maquieira y Chang (2001) en su investigación sobre los determinantes de la estructura de endeudamiento de empresas latinoamericanas que han emitido ADRs, tema que no ha sido cubierto por las investigaciones previas. Para ello se utilizó una muestra de 32 compañías latinoamericanas que emitieron ADRs en la bolsa de valores de Nueva York (NYSE), en el período 1990-1994. Aplicando el modelo propuesto por Rajan y Zingales (1995) para explicar los determinantes de la estructura de endeudamiento a nivel internacional, para el período 1994 a 1996 los resultados señalan que existen tres variables comunes entre empresas norteamericanas y los emisores de [1]ADRs que explican la estructura de endeudamiento. Se observa una relación inversa entre oportunidades de crecimiento y nivel de endeudamiento. Además, al igual que en muchos estudios empíricos del área, la variable tamaño está positivamente asociada con el apalancamiento financiero y la rentabilidad está negativamente relacionada con el nivel de endeudamiento

La hipótesis central de esta investigación es ratificada en tres de las cuatro variables que incorpora el modelo:

[1]ADRs es un instrumento financiero que autoriza a los inversionistas estadounidenses a negociar acciones de compañías extranjeras sin necesidad de comprar y vender en una bolsa exterior.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

a) la razón valor de mercado a valor libro de las acciones está inversamente relacionada con el apalancamiento financiero, coincidiendo con los planteamientos teóricos.

b) logaritmo de las ventas, que es el indicador de tamaño y que también ratifica lo sugerido anteriormente, en el sentido que el tamaño de las empresas es una proxy de la información que los inversionistas pueden obtener de esta.

c) rentabilidad, que en atención a las posiciones teóricas contrarias que señala la investigación previa, entregó resultados coincidentes con las afirmaciones de Myers y Majluf (1984), quienes predicen una relación negativa, porque las firmas preferirán financiar con fondos internos en vez de deuda.

El caso del signo inverso de la variable activos tangibles en comparación con la evidencia norteamericana se entiende como la mayor aplicación que las empresas emisoras de ADRs le dan a estos fondos para el aprovechamiento de sus oportunidades de crecimiento.

Pozzo (2010) en su estudio con estimaciones econométricas arrojaron como principal resultado que la estructura de capital de las empresas no sólo depende de las características particulares de las mismas, las cuales no afectan de igual manera a empresas de diferentes países, sino que el nivel de volatilidad macroeconómica, el nivel de desarrollo de los mercados financieros locales y la calidad institucional de los países tienen una influencia significativa sobre la decisión de financiamiento corporativo. Así, si las economías tuvieran una mayor estabilidad económica y mercados financieros más desarrollados, las firmas se volverían menos dependientes de sus fondos propios, los cuales pueden llegar a ser muy volátiles dependiendo del desempeño del negocio y de la economía. Por el lado de las instituciones, si éstas tuvieran una mejor calidad, adicionalmente al hecho de ayudar al crecimiento económico, beneficiaría a las firmas a través de mayores recursos disponibles dado que los inversores, estarían más dispuestos a prestar en un ambiente donde se defiendan sus derechos y se cumplan las leyes. Se observa que en los países bajo análisis tiene una gran importancia la problemática de la asimetría informativa y el riesgo moral en el comportamiento de las firmas.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Mongrut, Fuenzalida, Pezo y Teply (2010 Julio-Diciembre) A partir de un estudio de panel se rechaza la hipótesis de la jerarquización financiera, es decir, esta no explica la política de endeudamiento de las empresas latinoamericanas. Por el contrario, los hallazgos indican que estas empresas prefieren contraer deuda y gozar de los beneficios y costos que esto acarrea, en lugar de financiarse con los fondos generados. Así, se concluye que, al parecer, para el período de estudio las empresas latinoamericanas se comportan más según el modelo de apalancamiento objetivo en sus estructuras de capital que con el modelo de jerarquización financiera. A pesar de esta conclusión, los resultados también muestran diferencias importantes entre empresas de diferentes países. Tales diferencias se refieren a que otros factores adicionales al beneficio y costo del financiamiento son incorporados a las probables diferencias en las velocidades de ajuste al óptimo apalancamiento o simplemente a que ninguno de los dos modelos explica el comportamiento de las empresas respecto a sus estructuras de capital. En el caso mexicano y en el caso peruano es posible que otros factores afecten los montos contraídos de deuda por parte de las empresas. Ello nos haría pensar en un modelo híbrido, donde la adquisición de deuda no obedece necesariamente a un modelo de apalancamiento objetivo, sino a un modelo que también incluye una ventana de oportunidad en la adquisición de deuda. En el caso de Brasil, la situación es muy diferente, ya que los resultados rechazan la teoría del apalancamiento, lo cual implica que es necesario elaborar una teoría mejor que se aplique a la realidad de ese país.

8.- Tipo de investigación

Nuestra investigación será del tipo Explicativo, dado a que está dirigido a responder a las causas del endeudamiento de las empresas chilenas del sector retail. Su interés se centra en explicar por qué ocurre un fenómeno y en qué condiciones se da éste, o por qué dos o más variables están relacionadas. Se orienta a la identificación y análisis de la causa.

Consiste en elaborar un modelo para explicar el por qué y explicar un fenómeno, en que condicionen ocurren y llegar al conocimiento de las causas.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Entre sus característica están que es un estudio más estructurado puesto que engloba a los otros tipos de investigación y le proporcionan un sentido de entendimiento al fenómeno a que hacen referencia. Además la explicación es siempre una deducción de una teoría, se ocupa de establecer causas y determina efectos.

En los estudios explicativos se va más allá de la descripción de conceptos o fenómenos, o del establecimiento de relación entre conceptos, están dirigidos a responder las causas de los eventos físicos o sociales.

9.- Hipótesis de la Investigación.

- La Política de Endeudamiento de las empresas Chilenas del sector retail se basan en la Teoría de Jerarquización Financiera.

10.- Diseño de la investigación

Nuestro proyecto corresponde a un estudio no-experimental, principalmente porque en nuestra investigación no manipularemos variables, pues simplemente recolectaremos datos que se dan en un contexto natural y que ya existen en un momento del tiempo.

Se observaran los fenómenos tal y como se dan en su contexto natural, para después analizarlos.

Además será un estudio en un rango de tiempo determinado, donde las variables que trabajaremos ya han ocurrido y solo analizaremos cada una de ellas y en su conjunto, pues no tendremos control directo sobre dichas variables.

Dado que nuestra investigación se hará con números de momentos determinados en el tiempo para la recolección de datos, la investigación será de diseño no-experimental transversal, pues es un estudio que recolecta datos en un periodo específico.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

11.- Selección de la Muestra

Nuestra investigación tiene la particularidad de que la muestra será de gran tamaño, debido a que trabajaremos con datos de panel, por lo cual a mayor número de datos que conformen nuestra muestra más verídica llegara a ser nuestra investigación.

El tipo de muestreo de dicha investigación será probabilístico, debido principalmente a que todos los elementos de nuestra población tienen la misma probabilidad de ser seleccionados, además requiere en gran medida de una

representatividad de elementos de una población, la que está sujeta a una cuidadosa y controlada elección de sujetos con ciertas características, por lo cual nuestra muestra será del tipo de muestreo por conveniencia, pues tomaremos los elementos que serán más adecuados a nuestra investigación, es decir, aquellos países que cumplan con las características que nos permitirán realizar el análisis sobre la Política de Endeudamiento en el sector retail chileno, que en este caso son las empresas del sector retail que poseen deuda.

Esta selección de la muestra, no tiene por finalidad manipular los resultados de la investigación, si no que los datos serán utilizados en su contexto natural para el análisis y posterior contribución al sector.

En esta investigación nuestro universo o población serán todas aquellas empresas chilenas pertenecientes al sector retail y que además cumplan con la condición de tener deuda, de la cual se seleccionará una muestra de gran tamaño que reflejará una muestra representativa del sector que vamos a analizar.

11.1- Recolección de datos

La técnica de recolección de datos que utilizaremos en nuestra investigación será el registro, pues consiste en recoger información sobre determinadas datos que ya han sido registrados anteriormente y que se encuentra disponibles en base de datos. Estos registros

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

estarán conformados por los Estados Financieros de las empresas del sector retail que presenten deuda que presentan información pública y además que estén enlistadas en la Bolsa de Comercio de Santiago.

La información extraída de las compañías chilenas corresponde al tratamiento de datos individuales aplicados a los años 2010 – 2014, por lo tanto la naturaleza de los datos es de corte transversal.

Del total de las empresas que componen el sector retail solo se han seleccionado aquellas que su rubro es la venta al detalle, excluyendo las farmacias.

Nuestro instrumento para la recolección de los datos será la Economática disponible en nuestra Universidad, la cual será nuestra principal fuente y herramienta para recolección de datos, la que nos facilitará y agilizará en gran forma el proceso de la información.

A siguiente tabla muestra las empresas del sector retail a las que aplicaremos este estudio.

Tabla 2: Empresas en Estudio

Empresas en Estudio	
1	Falabella
2	Cencosud
3	Parauco
4	Ripley
5	Forus
6	Hites
7	Nueva Polar

Fuente: Elaboración Propia

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

12.- Sector Retail Chile.

La palabra “Retail” se define como “Comercialización al por menor” o “Venta al detalle”. Aunque usualmente se utiliza para referirse al rubro de supermercados y tiendas por departamentos, en estricto rigor, los negocios tipo retail abarcan desde el almacén de nuestro barrio o el quiosco de la esquina hasta las grandes multitiendas e hipermercados.

El sector retail cubre un gran abanico de necesidades de las personas, tales como la alimentación, vestuario y calzado, equipamiento para el hogar, remedios y artículos de cuidado personal e incluso accesorios básicos para automóviles**.**

La industria del retail en Chile ha mostrado un gran dinamismo durante los últimos años. De hecho, las empresas nacionales más importantes se han instalado en otros países de la región, principalmente Argentina, Perú y Colombia.

Chile se ha caracterizado en los últimos años por evidenciar un gran potencial para el desarrollo de la industria del comercio detallista o retail. En el año 2014 el país lideró por primera y única vez el estudio de la consultora internacional A.T. Kearney, que desde 2002 clasifica a los 30 países en desarrollo con mayor potencial para el retail, ya sean supermercados, multitiendas o tiendas de especialidad.

También este sector se caracteriza por la gran empleabilidad que presenta en el país, ya que de los casi 6,4 millones de personas empleadas en el país, según la encuesta de empleo del INE y de Casen, cerca de 1,2 millones son empleadas en el sector comercio, es decir, un 19 % del total del país, considerando tanto los grandes grupos económicos del retail, como el resto del comercio: mediano y pequeño, donde ambos concentran casi un 75 por ciento de los empleos totales del sector retail.

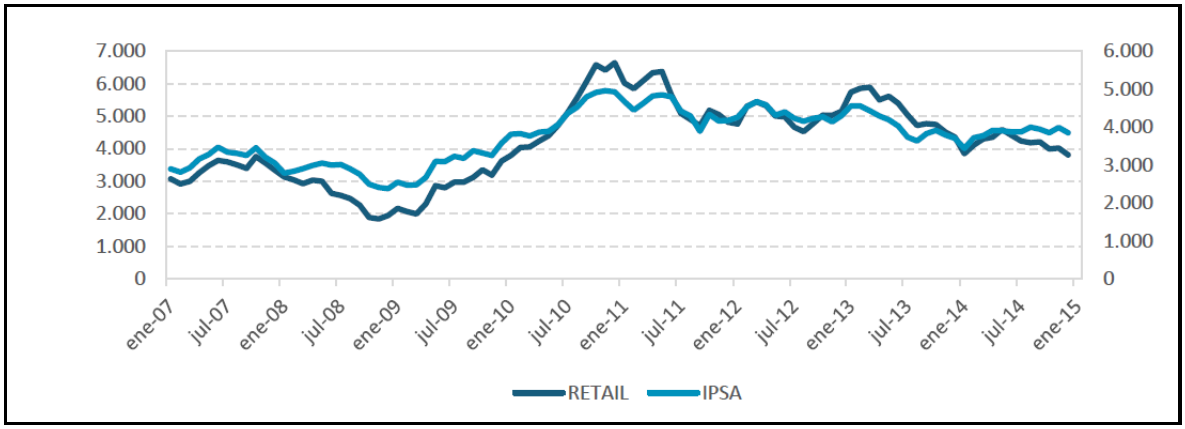
Sin embargo, la desaceleración de la economía que comenzó a principios de 2014 y continuó en 2015, afectó negativamente las ventas al por menor, esto fue producto de que los precios de los bienes importados aumentó debido a una tasa de cambio del dólar estadounidense, que alcanzó un máximo histórico, lo que provocó que los consumidores se

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

vuelvan más conservadores con respecto a los gastos, especialmente en los bienes no esenciales y de mayor precio. Si bien el comercio minorista registró un crecimiento sano del valor actual en el año 2015, el rendimiento fue más lento que la tasa compuesta anual del periodo de revisión.

El sector retail en Chile, actualmente está compuesto por 7 empresas cuya capitalización bursátil equivale a USD27.256 MM y representa un 11,56% de la capitalización del mercado.

Figura 3: Rendimiento Histórico Retail



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

12.1.1.- Falabella

Según informe de Economía y Negocios, Sociedad Anónima Comercial Industrial Falabella, es un holding chileno dedicado al negocio del retail en América Latina. La compañía opera a través de varias áreas de negocio como tiendas por departamento, cadenas de especialidad, mejoramiento del hogar y construcción a través de Sodimac, supermercado Tottus y centros comerciales en Mall Plaza y Aventura Plaza. También está presente en el sector de servicios financieros y bancarios a través de Banco Falabella y Promotora CMR Falabella.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Esta compañía tiene presencia en Chile, Argentina, Perú y Colombia, y próximamente en Brasil, con más de 280 tiendas, incluidos los locales en centros comerciales y cuenta con más de 65.000 colaboradores.

En 2011, las ventas consolidadas de Falabella sumaron USD 9.992 millones y las ganancias netas fueron de USD 815 millones.

En 1996, Falabella se transformó en sociedad anónima abierta y comenzó la transacción de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. La compañía está controlada por las familias Solari, Cúneo y Del Río que, a través de diversas sociedades, controlan el 83,47% de las acciones en que se divide el capital social. El porcentaje restante se encuentra atomizado, de manera que al cierre del ejercicio de 2011, ningún accionista tenía más de un 1,5% de las acciones de la compañía.

La primera tienda de la compañía se abrió en Santiago en 1889: la sastrería de Salvatore Falabella. Posteriormente, se vincula al negocio Alberto Solari y la tienda se fortalece introduciendo productos relacionados con el vestuario y el hogar, convirtiéndose en una tienda por departamentos y ampliando su cobertura con nuevos puntos de venta. En los años ´60, Falabella inicia su expansión en Santiago y en otras regiones de Chile. En los años ´80, para responder a la demanda de los clientes de un sistema de pago más cómodo y flexible, la compañía lanza su propia tarjeta de crédito, CMR Falabella, actualmente se contabilizan 5,5 millones de tarjetas emitidas en América Latina. En los años ´90, la compañía emprende la internacionalización extendiendo su operación en Argentina y Perú, además, añade a sus servicios Viajes y Seguros Falabella.

La fusión con Sodimac e ingreso en la propiedad de la familia Del Rio en 2003, le permitió entrar en el mercado colombiano. Tras el plan de inversiones para el periodo 2010-2014, que implicaba una inversión en activo fijo de las empresas del grupo por USD 2.572 millones, en enero de 2012 se actualizó el plan para el trienio 2013-2015. Este plan considera un Capex de USD 3.341 millones y la apertura de 204 tiendas nuevas y 16 centros comerciales.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

12.1.2.- Cencosud.

Según informe de Economía y Negocios, Cencosud es una de las firmas de retail más grandes de América Latina. Este minorista chileno sigue una estrategia multi formato y multi marca que le permite ofrecer a su público negocios como supermercados, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, centros comerciales y servicios financieros. Tiene presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia, además de una oficina comercial en China. Su presidente es Horst Paulmann Kemna, líder de la familia controladora. La compañía tiene más de 300 establecimientos en Argentina, más de 250 en Chile, más de 150 en Brasil, más de 70 en Perú y 4 en Colombia.

El número de empleados de la compañía superaba, a diciembre de 2011, los 130.000. En concreto, los negocios de la compañía son operador con las siguientes marcas: Jumbo, Santa Isabel, Disco, Vea, GBarbosa, Prezunic, Bretas, Perini, Wong y Metro, en supermercados; Alto Las Condes, Florida Center, Portal La Dehesa, Portal Nuñoa, Portal Temuco, Portal La Reina, Unicenter, Lomas Center y Portal Rosario, en centros comerciales; Paris y Johnson, en tiendas por departamento; y Easy y Blaisten, en mejoramiento del hogar.

Cencosud debutó en bolsa el 7 de mayo de 2004, con una colocación de 315 millones de acciones que representa un 20,32% de su propiedad, por las cuales recaudó unos USD 332,18 millones. En junio de 2012 realizó un aumento de capital con una recaudación final de USD 1.250 millones, que supuso un 97,92% de suscripción y confirmó la confianza en la compañía. En el marco de esta operación de ampliación de capital, Cencosud inició la transacción de títulos en el mercado estadounidense bajo la forma de ADR como CNCO.

12.1.3.- Parque Arauco.

Según informe de Economía y Negocios, Parque Arauco es una empresa inmobiliaria chilena ligada a la familia Said, pionera en la explotación de centros comerciales, abierta en bolsa desde 1995. La principal fuente de ingresos para la compañía es por concepto de arrendamiento de sus espacios comerciales, aplicando un sistema de fijación del arriendo para cada local que contempla el pago de aquel valor que sea mayor entre un determinado monto

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

fijo y un determinado porcentaje de las ventas netas del local. Otras dos fuentes de ingresos corresponden a los pagos que cada arrendatario hace por concepto de Gastos Comunes y Contribuciones de Bienes Raíces y por concepto de Contribución al Fondo de Promoción y Administración.

El primer centro comercial de la marca se fundó en 1982, Parque Arauco Kennedy, en Las Condes (Santiago) y en 1997 se incorporó a la propiedad de Mall Marina Arauco, con una participación del 33%. La fase de mayor expansión con apertura o participación en otros centros llegaría a mitad de la década de los 2000 en Mall Center de Curicó (2006); asociación con Grupo Weise para adquirir el 45% del Shopping Mega Plaza en Perú (2006); toma de control de Plaza El Roble en Chillán (2007); adquisición y ampliación de Paseo Arauco Estación (2008); apertura de Arauco Express Pajaritos (2008); y apertura de Arauco San Antonio (2009). Al 31 de julio de 2012, Parque Arauco cuenta con un total de 13 centros comerciales: 8 en Chile, 4 en Perú y 1 en Colombia, Parque Arboleda, inaugurado en 2010. En 2010, la firma decidió desinvertir en dos activos que no formaban parte de su negocio principal: las dos torres de oficinas de Parque Arauco Kennedy y la participación en Alto Palermo con un retail con el que llevaba asociado desde 1994 en Argentina, con la intención de reforzar la estrategia de expansión y regionalización enfocando los esfuerzos hacia Perú, Colombia y Chile.

12.1.4.- Ripley.

Según informe de Economía y Negocios, Ripley Corp es una de las mayores compañías del sector retail en América Latina, con presencia en Chile, Perú y Colombia. El negocio principal es la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar, incluyendo en su catálogo proveedores globales de gran alcance. Fundada en 1964, con una primera tienda en la calle Huérfanos, Santiago, actualmente administra más de setenta locales en Chile, Perú y Colombia, con una superficie de venta total de más de 466 mil metros cuadrados. Además, está presente en el negocio financiero, que administra por medio de filiales bancarias, tanto en Chile como en Perú, y por medio de una compañía de financiamiento en Colombia.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Los principales productos ofrecidos por estas filiales son la Tarjeta Ripley, con más de 1,7 millones de tarjetas con saldo en Chile, Perú y Colombia, créditos de consumo y corretaje de seguros, Ripley Corp participa también en la propiedad de centros comerciales, a través de diferentes jointventures con operadores de malls en Chile y Perú.

Los ingresos consolidados de Ripley Corp en 2013 totalizaron $1.374.318 millones y el Ebitda $103.495 millones. De acuerdo al informe anual de la compañía al cierre de 2013, las utilidades alcanzaron los $43.886 millones. La familia Calderón Volochinsky posee aproximadamente el 53% de las acciones de Ripley Corp directa o indirectamente. Ripley debutó en bolsa el 14 de julio de 2005, con una colocación de 270 millones de acciones, que representa el 15,00% de la propiedad, por las cuales recaudó USD 218,39 millones.

12.1.5.- Forus.

Según informe de Economía y Negocios, Forus Sociedad Anónima es una cadena chilena de retail especializada en calzado, vestuario y accesorios, controlada por el empresario Alfonso Swett. Opera 143 tiendas propias en Chile, 8 en Uruguay y 2 en Perú, en las cuales comercializa marcas como HushPuppies, HushPuppiesKids, Nine West, Rockford, Cat, Calpany, WomenSecret, Merrel, Columbia, Sebago, Brooks, Shoe Express, Funsport, Dhouse, Norseg y Azaléia. Debutó en la bolsa chilena el 14 de diciembre de 2006, con una colocación de 51.693.800 acciones correspondiente al 20% de la propiedad a $ 455 c/u, por las cuales recaudó $23.520.679.000.

12.1.6.- Hites.

Según informe de Economía y Negocios, Empresas Hites S.A. es una cadena chilena de tiendas por departamento que comercializa productos para el hogar, además de vestuario, calzado y complementos. El negocio está enfocado a la satisfacción de necesidades del segmento socioeconómico C3-D.

Fundada en 1940 por los hermanos Isaac y Álex Hites, se constituyó como sociedad anónima cerrada en el año 2000. La firma desarrolla sus actividades comerciales en 14 puntos

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

de venta, tanto en Santiago como en regiones, con una superficie total que supera los 86.000 metros cuadrados. A finales de los años ´80 adoptó el concepto de multitienda y en los 90 entró en el negocio de los servicios financieros impulsando la venta a crédito en sus establecimientos a través de la tarjeta Super Crédito Hites.

Debutó en la bolsa chilena el 3 de diciembre de 2009, con la colocación de 104.204.716 acciones correspondiente al 29,52% de la propiedad a un valor unitario de$206, recaudando un total de $21.466.171.496

12.1.7.- Nueva Polar.

Según informe de Economía y Negocios, La Polar S.A. es la firma chilena controladora de la cadena de tiendas de retail La Polar, con presencia en Chile y Colombia. Fundada en 1920 como sastrería en el centro de Santiago, actualmente su actividad principal es la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de tiendas por departamento con cobertura nacional. Además, la compañía ofrece la prestación de servicios financieros mediante la emisión y administración de tarjetas de crédito para compras financiadas en tiendas La Polar y comercios asociados y la intermediación de pólizas de seguros para sus clientes, su orientación comercial está dirigida a consumidores de los segmentos C2-C3-D.

A junio de 2012, La Polar contaba con 42 tiendas en Chile y 4 en Colombia, con una plantilla total de más de 7.000 colaboradores. La Polar fue constituida como sociedad anónima cerrada bajo la razón social de Comercial Siglo XXI S.A. en 1998.

En 2003, la empresa inicia la transacción de sus acciones en la Bolsa de Santiago. El capital societario se divide en 248.617.523 acciones. Al cierre del ejercicio de 2011, los 12 principales accionistas controlaban un 65,73% de la propiedad: Banchile (17,49%), Celfin Capital (7,74%), Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes (6,23%); Corpseguros (5%); Corpvida (5%); LarrainVial (4,59%); Santander (3,40%) y Santander por cuenta de inversores extranjeros (3,17%); AFP Provida (2,99%); AFP Habitat (2.81%) y Valores Security (2,79%). Los ingresos de la compañía totalizaron en 2011 en $457.401,5 millones,

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

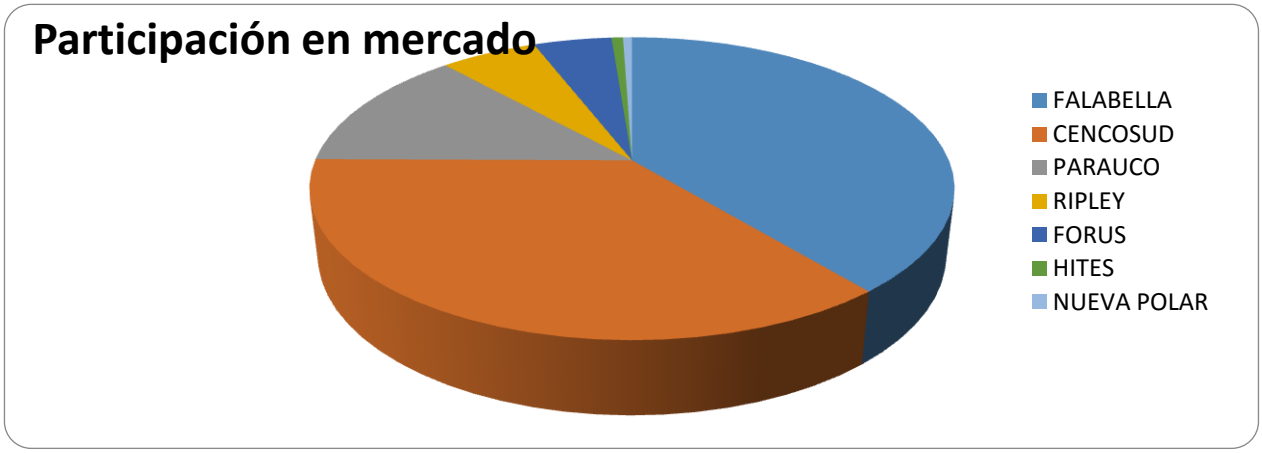
un 15,3% menos que en 2010, en medio del escándalo de las millonarias repactaciones unilaterales de créditos a 999 mil clientes, hecho que acarreó multas y la salida de sus principales ejecutivos.

Tabla 3: Participación en el Mercado.

Empresa	Participación en mercado
FALABELLA	38,95%
CENCOSUD	36,18%
PARAUCO	13,15%
RIPLEY	5,80%
FORUS	4,69%
HITES	0,69%
NUEVA POLAR	0,54%

Fuente: Elaboración Propia

Figura 4: Participación de Mercado



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

13.- Tratamiento de los datos.

Los datos necesarios para la realización del estudio se obtienen desde los estados financieros de los años 2010 - 2014 publicados por las empresas en estudio. Dichos registros contables son visados por la Superintendencia de Valores y Seguros, por lo tanto es una garantía de que los balances poseen validez y confiabilidad.

Asimismo, los estados financieros exhiben amplia información contable de las empresas, razón por la cual es necesario definir las cuentas de interés para los objetivos del estudio. Es por esto que se extrajo los datos específicos que permitirán construir el modelo utilizado. En particular, las cuentas que presentan interés metodológico son enumeradas a continuación:

- Activo Corriente (o circulante)
- Activos Fijos (Propiedades, plantas y equipos)
- Activos Totales
- Amortización
- Beneficios Netos
- Cantidad de Acciones
- Depreciación
- Deuda a Largo Plazo (Pasivo financiero no corriente)
- Deuda Total (Pasivo financiero)
- Dividendos en Efectivo
- EBITDA
- Ingresos por Actividades Ordinarias (Ventas)
- Partidas Extraordinarias
- Pasivo Circulante (o corriente)

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

- Pasivos Totales
- Precio Acciones[2]

Una vez filtrados los estados financieros de las compañías de estudio, es posible proceder con la construcción de las variables que explicarán el modelo, proceso que se detallará más adelante.

14.- Metodología.

La teoría predice cómo debería comportarse el endeudamiento de las empresas ante la variación de diversos factores financieros que inciden en la estructura de capital. A saber, las hipótesis tradicionales expuestas por el peckingordermodel son las siguientes:

Rentabilidad: relación inversa

Las empresas más rentables con oportunidades de inversión limitadas, mantienen bajos niveles de endeudamiento, no porque sea su objetivo, sino porque no lo necesitan. Por el contrario, las empresas menos rentables se endeudan más porque sus oportunidades de inversión superan los fondos generados internamente.

Tamaño de la Empresa: relación directa

Las empresas grandes enfrentan un menor problema de selección adversa y pueden emitir financiamiento externo de un modo más sencillo que las empresas más pequeñas. Similares argumentos se entregan para la antigüedad de la empresa.

Oportunidades de Crecimiento: relación negativa

Es importante diferenciar el crecimiento concreto de las empresas, con las oportunidades de crecimiento que éstas presentan. Las oportunidades de crecimiento están relacionadas con la perspectiva futura de la empresa, en este caso, la deuda podría limitar la

[2]Precio de la acción al cierre del ejercicio contable, 31 diciembre 2014.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

habilidad de la empresa para aprovechar esas oportunidades. Es decir, mientras mayores oportunidades de crecimiento existan, mayores incentivos a evitar el sobre endeudamiento existirán para la empresa, pues un alto nivel de deuda traspasará la creación de valor de los nuevos proyectos hacia los acreedores, tal cual plantea el problema de subinversión.

Tangibilidad de los Activos: relación indeterminada

Empresas con mayor cantidad de activos tangibles, reducen los problemas debidos a la información asimétrica y, por tanto, reducen los costos asociados a la emisión de capital, prediciendo una relación negativa con el endeudamiento. Sin embargo, la tangibilidad de los activos puede ser ofrecida como colateral, favoreciendo la emisión de deuda. Luego, es posible predecir una relación positiva con el endeudamiento.

La siguiente tabla resume lo anteriormente expuesto:

Tabla 4: Relaciones entre Deuda y Variables Financieras según el modelo de Jerarquía Financiera.

Variable Financiera	Relación con la Deuda	
Rentabilidad	-	Negativa
Tamaño	+	Directa
Oportunidades de Crecimiento	-	Negativa
Tangibilidad Activos	+ / -	Ambigua

Fuente: Elaboración Propia

La metodología que se aplicará para obtener los resultados buscados en esta investigación, la cual tiene por objetivo verificar si el comportamiento financiero de las empresas se explica bajo el modelo del peckingorder, consistirá en utilizar el modelo de Rajan

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

& Zingales. Dicho modelo nos permitirá analizar si las variables descritas anteriormente son significativas a la hora de explicar la estructura financiera de las empresas.

La regresión se basa en el modelo propuesto por Rajan & Zingales (1995), donde se utiliza un conjunto de información aportada por diferentes variables para explicar el endeudamiento operativo. Se busca evaluar la teoría de la jerarquía financiera mediante el estudio de los efectos individuales de dichas variables en el estudio de financiamiento contrastando los resultados con los pronósticos teóricos.

15.- Modelo de regresión

El modelo de regresión utilizado es el siguiente:

$$D = \alpha + \beta_1(TANG) + \beta_2(OPCR) + \beta_3(TAMA) + \beta_4(RENT) + \varepsilon$$

Donde,

- D : Deuda
- $\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Coeficientes estadísticos
- $(TANG)$: Tangibilidad de los Activos
- $(OPCR)$: Oportunidades de Crecimiento
- $(TAMA)$: Tamaño
- $(RENT)$: Rentabilidad

Las variables anteriores se definen matemáticamente de la siguiente manera:

- $TANG = \dfrac{Activo\ Fijo}{Total\ Activos}$

$$OPCR = Market\ to\ Book = \frac{Valor\ Mercado}{Valor\ Libro} = \frac{(N° Acciones \cdot Precio)}{(Activos - Pasivos)} \cdot \frac{1}{Total\ Activos}$$

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

- $TAMA = \ln(Ventas)$

- $RENT = \dfrac{EBITDA}{Total\ Activos}$

En este caso, se busca comprobar los pronósticos teóricos derivados del modelo de pecking order para cada una de las variables y así verificar el cumplimiento de la teoría.

En cuanto a la tangibilidad de los activos, se espera una relación positiva con el nivel de endeudamiento financiero, pues los activos fijos pueden ser usados como una garantía colateral, favoreciendo, de este modo la emisión de deuda[3]. Debido a lo anterior, se predice $\beta_1 > 0$.

Por otro lado, para estimar las oportunidades de crecimiento se utiliza como proxy el "market to book", pues este indicador financiero representa la existencia de oportunidades rentables de crecimiento incorporadas por el mercado. Se espera una relación negativa, pues un nivel alto de deuda podría limitar la captura de estas oportunidades, generándose un incentivo a controlar deuda, es decir, $\beta_2 < 0$.

Con respecto al variable tamaño de la empresa, el valor es estimado mediante el volumen de ventas. Ha dicho valor, se aplica logaritmo natural para corregir la alta varianza que presentan los datos, lo que podría afectar la regresión. A su vez, las empresas grandes son usualmente más heterogéneas, tienen mejor reputación en mercados de deuda y se enfrentan a menores costos de información cuando solicitan endeudarse. De este modo, se predice que las empresas tienen más deuda en sus estructuras de capital, es decir, $\beta_3 > 0$.

Por último, para calcular la rentabilidad se utiliza como proxy el EBITDA, ya que captura los resultados puros del núcleo del negocio. En este caso se espera una relación

[3]Un enfoque alternativo es el propuesto por Harris &Raviv (1991), donde plantean que las empresas con bajo activo tangible tendrán mayores problemas de información asimétrica, por lo tanto, tenderán a acumular mayor deuda en el tiempo. Sin embargo, en la investigación se decide utilizar el enfoque convencional, siguiendo la línea de la literatura empírica.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

negativa con el endeudamiento, pues las empresas más rentables deberían generar flujos internos suficientes para financiarse. Es decir, $\beta_4 < 0$.

15.1.- Metodología Econométrica

Una vez construidas las variables de los modelos, el siguiente paso es realizar un análisis de regresión múltiple aplicando técnicas econométricas que se adecúen a los datos. En particular, se empleará la metodología de mínimos cuadrados ordinarios. Además, con el objetivo de comprobar la robustez de los resultados, se aplicarán diferentes pruebas estadísticas para validar los supuestos detrás de la regresión múltiple, como también verificar la significancia estadística del análisis multivariante.

En cada una de las regresiones realizadas en la investigación se comprueba que la regresión sea significativa y que los modelos cumplan con los supuestos de normalidad, homocedasticidad, ausencia de autocorrelación y ausencia de multicolinealidad que exige un correcto análisis de regresión múltiple. A continuación se detallan los procedimientos para validar la robustez de la regresión y en la sección Anexo 2 se dispone de un ejemplo del procedimiento llevado a cabo.

15.2.- Bondad de Ajuste

En primer lugar, para determinar si la regresión es significativa se estudiará la prueba F, en la cual la hipótesis nula plantea que ningún coeficiente explica la varianza de la variable dependiente, en nuestro caso, la variación de deuda (ΔD) o la deuda (D) según el modelo. Esto es:

H_0: $\beta 1 = \beta 2 = ... = \beta k = 0$; $\forall k$

H_1: Algún $\beta k \neq 0$

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

El objetivo es poseer evidencia suficiente para rechazar la hipótesis nula, es decir, concluir que al menos un coeficiente explica significativamente a la variable dependiente, a un nivel $\alpha = 0{,}05$. Lo anterior, se determina gracias al estadístico F.

15.3.- Supuesto de Normalidad

Una de las hipótesis básicas sobre las que se apoyan las buenas propiedades de los procedimientos de estimación es la distribución normal de las variables, razón por la que los estadísticos de normalidad de una serie son comúnmente utilizados en el contexto de la validación de un modelo general de regresión.

Para comprobar el supuesto, se analiza el histograma gráficamente y se observa los valores tanto de la curtosis, como del sesgo. Para corroborar la normalidad, se estudia el test estadístico de Shapiro- Wilk, el cual se considera uno de los test más potentes para el contraste de normalidad, sobre todo para muestras pequeñas ($n<30$), donde la hipótesis nula plantea que los errores se distribuyen normalmente, por tanto, se busca no rechazar dicha hipótesis.

H_0: $\varepsilon_t \sim$ Normal

H_1: ε_t No ~ Normal

Tabla 5: Normalidad

Shapiro-Wilk W test for normal data

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
e	7	0.95165	0.635	-0.658	0.74465

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Siendo la hipótesis nula que la población está distribuida normalmente, si el p-valor es menor al estadístico, entonces la hipótesis nula es rechazada. Si el p-valor es mayor al estadístico, no se rechaza la hipótesis.

Por lo tanto se concluye que con un p-valor mayor al estadístico, nuestros datos siguen una distribución normal.

16.- Principales Resultados y Discusión.

En esta etapa se presentarán los resultados obtenidos a través del modelo detallado anteriormente, trabajando para todos los resultados con un nivel de significancia de α= 0,05

16.1.- Estadística Descriptiva.

Tabla 6: Estadística descriptiva

. xtsum d tang opcr tama rent

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations	
d	overall	958278.3	1037855	3219	3538632	N =	35
	between		1001568	5129.2	2396031	n =	7
	within		438201.4	-44397.69	2100879	T =	5
tang	overall	156899	84848.88	2006	308178	N =	35
	between		85451.31	2676	293019.2	n =	7
	within		27503.74	81491.43	227847.8	T =	5
opcr	overall	2277078	1654872	-1478869	6307317	N =	35
	between		1486124	1030456	4844744	n =	7
	within		888744.6	-232247.6	3739651	T =	5
tama	overall	2324878	3333217	73155	1.07e+07	N =	35
	between		3452468	98641.4	8793011	n =	7
	within		770128.2	-273418.7	4242895	T =	5
rent	overall	1.58e+07	3.19e+07	-121044	1.12e+08	N =	35
	between		2.58e+07	78122.8	6.18e+07	n =	7
	within		2.08e+07	-2.77e+07	8.39e+07	T =	5

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

En la tabla anterior podemos ver un total de 35 datos, correspondientes a 7 empresas en un periodo de 5 años.

Para el conjunto de datos se presenta una media de 958278.3 con una desviación típica de 1037855, mientras que entre las empresas es de 1001568, yal interior de las empresas, es decir, la evolución en el tiempo presenta una desviación típica de 438201.4 y así sucesivamente con el resto de las variables Tangibilidad, Oportunidad de crecimiento, Tamaño y Rentabilidad. Por lo tanto podemos decir que se presenta una mayor desviación entre las empresas que al interior de ellas en el tiempo.

16.2.- Correlación.

Tabla 7: Correlación

. correlate d tang opcr tama rent
(obs=35)

	d	tang	opcr	tama	rent
d	1.0000				
tang	0.5587	1.0000			
opcr	-0.0278	0.1697	1.0000		
tama	0.8743	0.6694	0.0664	1.0000	
rent	-0.3534	-0.5454	-0.1418	-0.3297	1.0000

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Podemos observar que la variable deuda se relaciona positivamente con las variables Tangibilidad y Tamaño. Inversamente a las variables Oportunidad de crecimiento y Rentabilidad que se relacionan negativamente con el endeudamiento, lo cual es coherente con lo que se plantea en la teoría financiera.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

16.3.- Análisis de signo y magnitud de los parámetros.

β1 (Tangibilidad): **0,55**

El signo positivo de este coeficiente evidencia una relación directa entre la cantidad de deuda de las empresas del sector retail, pues los activos fijos pueden ser usados como una garantía colateral, favoreciendo, de este modo la emisión de deuda. Esto es coherente con la intuición financiera, ya que cuanto mayor sea la tangibilidad de los activos, mayor será la cantidad de financiamiento que debe recaudarse externamente. En cuanto a la magnitud del coeficiente podemos mencionar que se encuentra en segundo lugar en cuanto a relevancia en nuestro modelo, lo que también es coherente con lo que refleja la realidad financiera de las empresas del sector retail.

β2 (Oportunidad de crecimiento): **-0,027**

De acuerdo con la oportunidad de crecimiento, podemos decir que se encuentra acorde a la intuición financiera, en lo que refiere su relación, puesto que existe una relación inversa entre la deuda y la existencia de oportunidades rentables de crecimiento incorporadas por el mercado, pues un nivel alto de deuda podría limitar la captura de estas oportunidades, generándose un incentivo a controlar deuda. Así también en cuantía, lo que refleja que la magnitud de la oportunidad de crecimiento va acorde a la intuición financiera, ya que la oportunidad de crecimiento ante la deuda corresponde al coeficiente más relevante desde el punto de vista del mercado.

β3 (Tamaño): **0,87**

El coeficiente nos arroja que el tamaño posee una relación con la deuda coherente con la teoría financiera, la cual expresa que a mayor tamaño las empresas tendrán mejor reputación en los mercados de deuda y enfrentaran menores costos de información al momento de endeudarse.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

β4 (Rentabilidad): **-0,35**

El coeficiente de rentabilidad refleja una relación negativa con la deuda de las empresas, este coeficiente es coherente con la teoría financiera, puesto que las empresas más rentables deberían generar flujos suficientes para financiarse.

16.4.- Significancia de los parámetros

Al analizar la significancia de los parámetros que explican el modelo bajo el modelo de Mínimos Cuadrados Ordinarios, tomando en cuenta las unidades de análisis, es decir las empresas pertenecientes al sector retail y el tiempo correspondiente al periodo 2010-2014.

Lo que se busca es que los β sean significativos en el modelo, lo cual será evaluado a través del valor arrojado en el t.

16.4.1.- Test de significancia individual

Tangibilidad

Tabla 8: Tangibilidad

```
. regress d tang

      Source |       SS       df       MS              Number of obs =      35
-------------+------------------------------           F(  1,    33) =   14.98
       Model |  1.1433e+13     1  1.1433e+13           Prob > F      =  0.0005
    Residual |  2.5190e+13    33  7.6332e+11           R-squared     =  0.3122
-------------+------------------------------           Adj R-squared =  0.2913
       Total |  3.6623e+13    34  1.0771e+12           Root MSE      =  8.7e+05

------------------------------------------------------------------------------
           d |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        tang |   6.834349   1.765912     3.87   0.000     3.241574    10.42712
       _cons |  -114024.4   313969.7    -0.36   0.719    -752800.6    524751.9
------------------------------------------------------------------------------
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Al evaluar la t calculada, el modelo nos arroja una t de 3,87 para la variable tangibilidad, es decir, la variable tangibilidad es estadísticamente significativa para explicar la variable dependiente que es la Deuda de las empresas.

Oportunidad de Crecimiento.

Tabla 9: Oportunidad de Crecimiento

```
. regress d opcr

      Source |       SS       df       MS              Number of obs =      35
-------------+------------------------------           F(  1,    33) =    0.03
       Model |  2.8325e+10     1  2.8325e+10           Prob > F      =  0.8740
    Residual |  3.6595e+13    33  1.1089e+12           R-squared     =  0.0008
-------------+------------------------------           Adj R-squared = -0.0295
       Total |  3.6623e+13    34  1.0771e+12           Root MSE      =  1.1e+06

------------------------------------------------------------------------------
           d |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        opcr |  -.0174413   .1091308    -0.16   0.874    -.2394695    .2045869
       _cons |   997993.6   305672.1     3.26   0.003     376098.9     1619888
------------------------------------------------------------------------------
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Deuda y Oportunidad de crecimiento presentan un t calculada de -0,16, en la cual se puede observar que la variable Oportunidad de crecimiento no es estadísticamente significativa para explicar el endeudamiento de las empresas.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Tamaño.

Tabla 10: Tamaño

```
. regress d tama

      Source |       SS       df       MS              Number of obs =      35
-------------+------------------------------           F(  1,    33) =  107.08
       Model |  2.7995e+13     1  2.7995e+13           Prob > F      =  0.0000
    Residual |  8.6275e+12    33  2.6144e+11           R-squared     =  0.7644
-------------+------------------------------           Adj R-squared =  0.7573
       Total |  3.6623e+13    34  1.0771e+12           Root MSE      =  5.1e+05

------------------------------------------------------------------------------
           d |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        tama |   .2722323   .0263077    10.35   0.000     .2187089    .3257558
       _cons |   325371.4   105879.8     3.07   0.004     109957.4    540785.5
------------------------------------------------------------------------------
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Deuda y la variable Tamaño presentan un t calculada de 10,35 por lo tanto obtenemos que el Tamaño es estadísticamente significativa para explicar la variable dependiente Deuda.

Rentabilidad.

Tabla 11: Rentabilidad

```
. regress d rent

      Source |       SS       df       MS              Number of obs =      35
-------------+------------------------------           F(  1,    33) =    4.71
       Model |  4.5736e+12     1  4.5736e+12           Prob > F      =  0.0373
    Residual |  3.2049e+13    33  9.7119e+11           R-squared     =  0.1249
-------------+------------------------------           Adj R-squared =  0.0984
       Total |  3.6623e+13    34  1.0771e+12           Root MSE      =  9.9e+05

------------------------------------------------------------------------------
           d |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        rent |   -.011487   .0052934    -2.17   0.037    -.0222565   -.0007176
       _cons |    1139470   186332.4     6.12   0.000     760373.4     1518566
------------------------------------------------------------------------------
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Deuda y Rentabilidad se relacionan negativamente con un coeficiente de bajo valor, debido a que la t calculada de -2,17 no es significativa, podemos concluir que la variable Rentabilidad no es estadísticamente significativa para explicar el endeudamiento.

16.4.2- Test de Hausman

Para decidir cuál es el estimador estático más adecuado para nuestro modelo emplearemos el Test de Hausman. Este test compara los β obtenidos por medio del estimador de efectos fijos y efectos aleatorios, identificando si las diferencias entre ellos son o no significativas.

Efectos Fijos.

Primero se debe estimar por el método menos eficiente pero consistente, donde la matriz de pesos debe ser homocedástica.

Tabla 12: Efectos Fijos

```
. xtreg d tang opcr tama rent, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        35
Group variable: empresa                         Number of groups   =         7

R-sq:  within  = 0.6513                         Obs per group: min =         5
       between = 0.7555                                        avg =       5.0
       overall = 0.6988                                        max =         5

                                                F(4,24)            =     11.21
corr(u_i, Xb)  = -0.9111                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
           d |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        tang |   6.827219   1.990562     3.43   0.002     2.718901    10.93554
        opcr |   .0721962   .0706755     1.02   0.317    -.0736709    .2180634
        tama |   .4533694   .0780905     5.81   0.000     .2921985    .6145403
        rent |  -.0018898   .0026785    -0.71   0.487    -.0074179    .0036382
       _cons |   -1301521   472848.8    -2.75   0.011     -2277433     -325609
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1310529.8
     sigma_e |  307969.26
         rho |  .94766688   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(6, 24) =    10.00               Prob > F = 0.0000

. estimates store fixed
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

De la salida anterior es importante destacar que el test Fde los efectos individuales permite rechazar la hipótesis nula de que los efectos individuales son iguales a 0 (Prob>F=0,000), justificando de esta forma un análisis que considere los efectos individuales.

Efectos Aleatorios.

Estimar por el método eficiente y consistente, donde la matriz de pesos debe ser homocedástica.

Tabla 13: Efectos Aleatorios

```
. xtreg d tang opcr tama rent, re

Random-effects GLS regression                   Number of obs      =        35
Group variable: empresa                         Number of groups   =         7

R-sq:  within  = 0.5660                         Obs per group: min =         5
       between = 0.8119                                        avg =       5.0
       overall = 0.7522                                        max =         5

                                                Wald chi2(4)       =     49.02
corr(u_i, X)   = 0 (assumed)                    Prob > chi2        =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
           d |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        tang |   2.146165   1.733272     1.24   0.216    -1.250987    5.543316
        opcr |  -.0433499   .0625472    -0.69   0.488    -.1659403    .0792404
        tama |    .272911   .0493269     5.53   0.000     .1762319      .36959
        rent |   .0000461   .0028642     0.02   0.987    -.0055677    .0056599
       _cons |   85046.22   334739.2     0.25   0.799    -571030.6    741123.1
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  344422.12
     sigma_e |  307969.26
         rho |  .55570184   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------

. estimates store random
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Al realizar la prueba de efectos aleatorios, vemos que Rho indica la proporción de los efectos conjuntos que provienen de los efectos individuales. En la tabla anterior se observa que un 55% del error compuesto del modelo se debe a los efectos individuales.

Test Hausman.

Este test calcula su estadístico a partir de las diferencias entre los β ponderados por la varianza.

Criterio de rechazo

Si la Prob>chi2 es mayor a 0.05 rechazo Ho, es decir, no hay correlación entre los efectos individuales y las variables explicativas, lo que indica que el estimador aleatorio debe ser utilizado. En caso contrario, Prob>chi2 es menor a 0.05, emplearíamos el estimador de efectos fijos.

Tabla 14: Test de Hausman

```
. hausman fixed random

                 ---- Coefficients ----
             |      (b)          (B)            (b-B)     sqrt(diag(V_b-V_B))
             |     fixed        random       Difference          S.E.
-------------+----------------------------------------------------------------
        tang |    6.827219     2.146165        4.681054        .9788276
        opcr |    .0721962    -.0433499        .1155462         .032907
        tama |    .4533694      .272911        .1804584        .0605391
        rent |   -.0018898     .0000461        -.001936               .
------------------------------------------------------------------------------
                           b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
            B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

    Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

                  chi2(4) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                          =       12.10
                Prob>chi2 =      0.0166
                (V_b-V_B is not positive definite)
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

La salida anterior corresponde al Test de Hausman, el que determina un chi2 de 12,10 y una probabilidad igual a 0,0166, este valor es menor a 0,05, lo que nos lleva a rechazar la hipótesis nula es decir debemos seleccionar el estimador para efectos fijos.

Calcular el estimador efectos fijos con la opción vce (robust)

Poniendo el comando vce(robust) la estimación se realiza considerando la heterocedasticidad de la muestra. Ambas opciones son consistentes, pero la opción vce(robust) evita el sesgo y la ineficiencia de los β. El motivo de que no se realice directamente para calcular el Test de Hausman es porque este estadístico no se puede calcular con esta opción.

Tabla 15: Robust

```
. xtreg d tang opcr tama rent, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        35
Group variable: empresa                         Number of groups   =         7

R-sq:  within  = 0.6513                         Obs per group: min =         5
       between = 0.7555                                        avg =       5.0
       overall = 0.6988                                        max =         5

                                                F(4,6)             =     31.33
corr(u_i, Xb)  = -0.9111                        Prob > F           =    0.0004

                                 (Std. Err. adjusted for 7 clusters in empresa)
------------------------------------------------------------------------------
             |               Robust
           d |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        tang |   6.827219   2.905318     2.35   0.057    -.2818381    13.93628
        opcr |   .0721962   .0344413     2.10   0.081    -.0120786     .156471
        tama |   .4533694    .042845    10.58   0.000     .3485314    .5582074
        rent |  -.0018898   .0008934    -2.12   0.079    -.0040758    .0002961
       _cons |   -1301521   462249.9    -2.82   0.031     -2432606   -170436.2
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1310529.8
     sigma_e |  307969.26
         rho |  .94766688   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

La estimación anterior se ha realizado con una muestra de 35 observaciones y 7 empresas, incorporando la opción vce(robust). La probabilidad del test de significancia conjunta (F) del modelo es 0,0004, lo que indica que los regresores en su conjunto explican la variable dependiente.

En este modelo las variable tangibilidad y tamaño afectan significativamente la variable dependiente, es decir, sus β son significativos, mientras que variable oportunidad de crecimiento y rentabilidad no son significativas en este modelo

Datos de panel estáticos

A continuación se presentan una serie de pruebas que es recomendable realizar para detectar si existe heterocedasticidad y auto correlación en el modelo.

Prueba autocorrelación de Wooldridge.

La hipótesis nula indica que no hay auto correlación de primer orden, si se rechaza esto quiere decir que $F<0.0000$, esto indica que hay un problema de autocorrelación que es necesario corregir.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Tabla 16: Test de Wooldridge

```
. xtserial d tang opcr tama rent, output

Linear regression                                      Number of obs =      28
                                                       F(  4,     6) =   14.29
                                                       Prob > F      =  0.0032
                                                       R-squared     =  0.2791
                                                       Root MSE      =  4.7e+05

                                 (Std. Err. adjusted for 7 clusters in empresa)
------------------------------------------------------------------------------
             |               Robust
         D.d |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        tang |
         D1. |   7.324916   4.852772     1.51   0.182    -4.549389    19.19922
             |
        opcr |
         D1. |   .0655182   .0451739     1.45   0.197    -.0450184    .1760547
             |
        tama |
         D1. |   .3902623   .0712357     5.48   0.002     .2159548    .5645698
             |
        rent |
         D1. |  -.0023616   .0011959    -1.97   0.096    -.0052879    .0005646
------------------------------------------------------------------------------

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,        6) =      0.004
           Prob > F =      0.9517
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

En nuestro caso F>0,0000 por lo cual no se rechaza H0, es decir, no hay autocorrelación de primer orden.

Test de heterocedasticidad de Wald

Este test permite comprobar la heterocedasticidad del modelo, Si rechazamos H0 indica que hay heterocedasticidad.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Tabla 17: Test de Wald

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        35
Group variable: empresa                         Number of groups   =         7

R-sq:  within  = 0.6513                         Obs per group: min =         5
       between = 0.7555                                        avg =       5.0
       overall = 0.6988                                        max =         5

                                                F(4,24)            =     11.21
corr(u_i, Xb)  = -0.9111                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
           d |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        tang |   6.827219   1.990562     3.43   0.002     2.718901    10.93554
        opcr |   .0721962   .0706755     1.02   0.317    -.0736709    .2180634
        tama |   .4533694   .0780905     5.81   0.000     .2921985    .6145403
        rent |  -.0018898   .0026785    -0.71   0.487    -.0074179    .0036382
       _cons |   -1301521   472848.8    -2.75   0.011     -2277433     -325609
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1310529.8
     sigma_e |  307969.26
         rho |  .94766688   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(6, 24) =    10.00               Prob > F = 0.0000

. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (7)  =     7926.48
Prob>chi2 =      0.0000
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Al realizar el test de Wald podemos observar que debido a que el p-valor de 0.0000 es menor a 0,05 se rechaza la hipótesis nula.

Si rechazamos H0 indica que hay heterocedasticidad. Para solucionar este problema podemos corregirlo por la autocorrelación.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Corrección de Heterocedasticidad

Tabla 18: Corrección de Heterocedasticidad

```
. xtpcse d tang opcr tama rent, het c(ar1)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the rang
> e [-1,1])

Prais-Winsten regression, heteroskedastic panels corrected stand
> ard errors

Group variable:   empresa                       Number of obs
>    =        35
Time variable:    periodo                       Number of groups
>    =         7
Panels:           heteroskedastic (balanced)    Obs per group: m
> in
>    =         5
Autocorrelation:  common AR(1)                                  a
> vg                                                                =         5
                                                              max =         5
Estimated covariances      =         7          R-squared         =    0.5846
Estimated autocorrelations =         1          Wald chi2(4)      =     49.93
Estimated coefficients     =         5          Prob > chi2       =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
             |           Het-corrected
           d |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        tang |   1.108371   1.884024     0.59   0.556    -2.584248     4.80099
        opcr |  -.0308182   .0374789    -0.82   0.411    -.1042754    .0426391
        tama |   .2602516    .053686     4.85   0.000      .155029    .3654743
        rent |  -.0009537   .0019094    -0.50   0.617    -.0046961    .0027887
       _cons |     274408   329087.8     0.83   0.404    -370592.2    919408.1
-------------+----------------------------------------------------------------
         rho |    .598555
------------------------------------------------------------------------------
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Al realizar la corrección de heterocedasticidad, podemos ver que los coeficientes tienen los signos esperados y también que son estadísticamente significativos. Lo anterior nos muestra el modelo de acumulación de reservas óptimo para datos de panel, el valor p de la variable constante sigue teniendo una t poco significativa, aunque mejoro con respecto a la regresión de efectos fijos.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Test de Breusch y Pagan.

Tabla 19: Test de Breusch y Pagan

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        d[empresa,t] = Xb + u[empresa] + e[empresa,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                ---------+-----------------------------
                       d |   1.08e+12        1037855
                       e |   9.48e+10       307969.3
                       u |   1.19e+11       344422.1

        Test:   Var(u) = 0
                             chibar2(01) =     7.46
                          Prob > chibar2 =   0.0031
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Este test indica si los efectos estáticos se prefieren al pool de datos, mediante la comparación de los efectos aleatorios con el pool de datos y es aplicado después de los efectos aleatorios.

En la tabla anterior podemos observar que el p- valor de 0,0031 es bajo, por lo que rechazamos H0, esto es $P<0.05$ indica que los datos de panel estáticos son preferentes al pool de datos.

Efectos Temporales.

Es posible utilizar variables dicotómicas de tiempo para que capturen los efectos comunes a todos los individuos durante un periodo de tiempo.

Para probar la significancia conjunta de las variables dicotómicas temporales se utiliza el testparm, el cual arroja el siguiente resultado.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Tabla 20: Efectos Temporales

```
. xi: xtreg d tang opcr tama rent i.periodo, fe
i.periodo         _Iperiodo_2010-2014 (naturally coded; _Iperiodo_2010 omitted)

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        35
Group variable: empresa                         Number of groups   =         7

R-sq:  within  = 0.6716                         Obs per group: min =         5
       between = 0.7637                                        avg =       5.0
       overall = 0.7060                                        max =         5

                                                F(8,20)            =      5.11
corr(u_i, Xb)  = -0.9218                        Prob > F           =    0.0014

------------------------------------------------------------------------------
           d |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        tang |   6.737067    2.23662     3.01   0.007     2.071559    11.40257
        opcr |   .0586977   .1047946     0.56   0.582    -.1599001    .2772955
        tama |   .4800884   .0975351     4.92   0.000     .2766339     .683543
        rent |  -.0023684   .0031641    -0.75   0.463    -.0089686    .0042319
_Iperiodo_2011 |  -124694.6   213905.4    -0.58   0.566    -570893.3    321504.2
_Iperiodo_2012 |  -116072.7   194386.4    -0.60   0.557    -521555.6    289410.1
_Iperiodo_2013 |    -215786   214224.5    -1.01   0.326    -662650.5    231078.5
_Iperiodo_2014 |  -103175.1   261666.9    -0.39   0.698    -649002.7    442652.5
       _cons |  -1199264   598298.9    -2.00   0.059     -2447293    48765.82
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1383216.5
     sigma_e |  327409.11
         rho |  .94694504   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(6, 20) =     8.66              Prob > F = 0.0001
```

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

La probabilidad es menor a 0.05, por lo tanto podemos afirmar que las variables dicotómicas temporales son conjuntamente significativas y pertenecen al modelo.

17.- Respecto de la existencia de otras problemáticas econométricas

El desarrollo de este modelo aplicado a un sector carente de estudios previos en esta área, implica problemáticas que no han sido abordadas en su totalidad, algunas de las problemáticas son las siguientes:

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

17.1.- Simultaneidad

Se provoca cuando una o más variables explicativas en el modelo econométrico están determinadas conjuntamente con la variable dependiente. Creemos que en nuestro modelo no presentamos simultaneidad, esto debido a que las variables independientes que representan este modelo no están determinadas por la deuda o viceversa.

17.2.- Variables Omitidas

Cuando se omite alguna de las variables incluidas en el modelo original, la estimación del vector de parámetros vía Mínimos Cuadrados Ordinarios generará parámetros sesgados. Además de esto, si la variable omitida está relacionada con otra variable independiente del modelo, se produce el problema de Endogeneidad. Para comprobar la existencia de esta problemática, analizaremos según el método de intuición y sentido común.

Es nuestro modelo empírico, esta problemática se encuentra latente debido a la incapacidad de obtener el 100% de los datos reales de la mega variable llamada condiciones de la Industria, la cual en la teoría presenta una relación indeterminada, pues esta variable sólo podría servir para generar un proxy del déficit financiero de la empresa en cuestión.

Al igual que la variable anterior, hemos decidió omitir la variable riesgo, pues no contamos con la información para el análisis en el modelo. Además las empresas cuyo riesgo se mide por la volatilidad de su valoración. La inclusión de esta variable afectaría de manera positiva el endeudamiento, pues se exponen a mayores problemas de selección adversa, lo que provoca que el endeudamiento sea más caro.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

17.3.-Endogeneidad

La endogeneidad es la violación del supuesto que implica que todas las variables explicativas incluidas en el modelo, son las que realmente lo determinan.

Para determinar que las variables utilizadas son exógenas, realizamos la regresión de Variables Instrumentales, la cual arrojo los siguientes resultados:

Tabla 21: Regresión Variables Instrumental

Instrumental variables (2SLS) regression

Source	SS	df	MS
Model	27.1543658	5	5.43087316
Residual	.845634184	1	.845634184
Total	28	6	4.66666667

Number of obs =	7
F(5, 1) =	6.42
Prob > F =	0.2906
R-squared =	0.9698
Adj R-squared =	0.8188
Root MSE =	.91958

var1	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
d	4.79e-09	3.45e-09	1.39	0.398	-3.91e-08	4.86e-08
tang	5.83e-06	9.13e-06	0.64	0.638	-.0001101	.0001218
opcr	9.72e-08	4.98e-07	0.20	0.877	-6.23e-06	6.43e-06
tama	-9.87e-07	3.39e-07	-2.91	0.211	-5.29e-06	3.32e-06
rent	3.19e-08	2.89e-08	1.10	0.469	-3.36e-07	3.99e-07
_cons	20.84632	7.216179	2.89	0.212	-70.84393	112.5366

(no endogenous regressors)

Fuente: Stata; Data Analysis and Statistical Software.

Según lo representado en el cuadro de Regresión Variables Instrumentales, y teniendo un coeficiente R^2: 81,88% podemos asegurar que los regresores expresados por el modelo, no son endógenos.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

18.- Conclusiones

En cuanto a las variables que conforman el modelo que aplicamos al sector retail en Chile, podemos decir que son variables que cumplen con la relación de acuerdo a la teoría financiera del pecking order model. Es decir, la tangibilidad presenta una relación directa con el nivel de endeudamiento, el cual se explica con que a mayor cantidad de activos fijos las empresas pueden utilizarlos como garantía colateral. Además la tangibilidad de los activos representará un respaldo a la hora de endeudarse.

También podemos mencionar el caso de las empresas de internet que no poseen activos tangibles, donde el capital riesgo es la fuente de financiación más corriente en éste sector empresarial, aunque lo cierto es que por tratarse de empresas que generalmente son nuevas o cuentan con pocos años de existencia, unido al hecho de que los intangibles constituyen la principal fuente de valor, con lo que se produce una evidente insuficiencia de la información contable al no reflejar ésta el verdadero valor de la empresa, es por lo que solicitar financiamiento resulta en algunos casos una tarea complicada para sus gestores, que se ven obligados a justificar el éxito futuro de sus proyectos basándose por lo general en expectativas. Por otra parte, deben conseguir que sus argumentos sean tan sólidos como para eliminar el temor inevitable de los financiadores, y convencerlos de que no existe sombra de peligro de una gestión desleal con los intereses de los accionistas.

La variable tamaño presenta una relación positiva con el nivel de endeudamiento y es acorde a la teoría financiera, puesto que el tamaño es una de las variables que a mayor magnitud facilitará el proceso de endeudamiento o viceversa.

Según nuestros resultados la rentabilidad tiene una relación inversa con el nivel de endeudamiento, lo que es coherente a lo predicho en la teoría de jerarquía financiera, ya que las empresas más rentables son autosuficientes para financiar sus proyectos, es decir, aquellas empresas que generen mayores flujos de caja internos, recurren con menor grado al financiamiento externo.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Al observar la magnitud de los coeficientes, se advierte que el tamaño es la variable de mayor influencia en el modelo, seguido por la tangibilidad. No es así el caso de las oportunidades de crecimiento y rentabilidad, con un valor de magnitud bastante inferior. Es decir, el sector Retail adquiere como característica de mayor importancia el tamaño y la tangibilidad al momento de determinar el nivel de endeudamiento de las empresas.

Al observar la significancia a nivel individual, esta muestra que la tangibilidad y tamaño son variables significativas individualmente para explicar el nivel de endeudamiento de las empresas del sector retail chileno, es decir, si una empresa requiere de financiamiento, evaluara en primer lugar estas dos variables para decidir en qué proporción procederá a endeudarse.

Estos resultados indican que a nivel corporativo del sector retail chileno, durante el periodo de análisis, se demuestra que el modelo de jerarquía financiera se cumple según la teoría. Esto puede explicarse por la preferencia de las empresas por hacer uso del beneficio tributario de poseer deuda y además para disminuir los riesgos de quiebra en caso que el negocio no obtenga los resultados esperados, ya que los accionistas pierden menos al financiarse con deuda.

Los resultados del análisis del modelo de regresión indican que el tamaño y tangibilidad de los activos es el principal factor que determina el nivel de deuda de las empresas y no así las oportunidades de crecimiento a la hora de endeudarse, ya que esto es un reflejo de la posición financiera precavida que adoptaron las empresas durante el periodo de análisis.

Estos resultados se explican debido a la presencia de incentivos a emitir deuda dada las mejores condiciones de tasas, y por otro lado existe una importante razón estructural en el comportamiento detectado por las empresas, pues las condiciones del mercado chileno de alta concentración y la emisión de capital con derechos de suscripción preferente, eliminan ciertos problemas que incentivan la emisión de deuda.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

Por tanto, se concluye que el sector comercial chileno durante el periodo de evaluación sigue el comportamiento predicho por la teoría de la jerarquía financiera.

Finalmente recomendamos que en un futuro se realice un nuevo estudio de este sector, pues en el último tiempo ha presentado un periodo de gran crecimiento, tomando en cuenta las nuevas tendencias de las empresas de retail para endeudarse en el exterior, considerando de esta forma nuevas variables, como por ejemplo, el efecto del riesgo cambiario en el nivel de endeudamiento de estas empresas, es decir, si sucede lo anterior las empresas estarían endeudándose en dólares y generando ingresos en pesos.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

19.- Bibliografía

- Alarcón, Pais y Carreño (2005) Análisis de la estructura de financiamiento en Chile. Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial, Mención en Administración, Universidad de Chile, ciudad de Santiago, Chile.

- Alonso y Alonso (2002): Estructura de propiedad y resultados en la gran empresa española. Evidencia empírica en el contexto de una relación endógena. Documentos de trabajo "Nuevas tendencias en dirección de empresas" DT 08/02, Universidad de Valladolid.

- Aparicio, J., Y Marqués, J., 2005. Diagnóstico y especificación de modelos de panel en Stata 8. División de Estudios Políticos CIDE.

- Azofra, Saona y Vallelado (2004): Estructura de propiedad y oportunidades de crecimiento como determinantes del endeudamiento de las empresas chilenas. Revista Abante, Vol. 7, Nº 2, pp. 105-145.

- Baker, M. y Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. Journal of Finance, 57 (1), 1 – 32.

- Benavides Julian. Berggrun Luis y Chavez Juan Manuel (2010). La financiación empresarial en Colombia, la mezcla de endeudamiento y patrimonio. Capítulo Suroccidente de ASCOLFA.

- Brealey Richard A, M. S. (2006). Principios de Finanzas Corporativas. España: Mc Graw Hill.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

- Cáceres, O; garcía, M; Jordán, L; Maroto, R; Verona, C. (2002) “Factores explicativos del nivel de endeudamiento de las empresas españolas: un análisis con datos de panel” Economía Mexicana. Nueva Época, vol. XII, núm. 1, primer semestre, 2003, pp. 39-63 Centro de Investigación y Docencia Económicas, A.C. Distrito Federal, México.

- Chang, J., &Maquieira, C. (2001). Determinantes de la estructura de endeudamiento de empresas latinoamericanas emisoras de ADRs.

- De Medeiros, O; Daher,C. (2004). “Prueba de la teoría de jerarquía Financiera en las empresas brasileñas”. Artículo en SSRN, revista electrónica.

- Economía y Negocios Online. (2016). Mercados/ Sector Acciones. Recuperado de: http://www.economiaynegocios.cl/mercados/index.asp

- Espinoza, Christian. (2009) Estructura de propiedad y desempeño en empresas chilenas. Tesis para optar a grado de doctor. Universidad del CEMA, Argentina.

- Fama, E. and French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividend and debt. Review of Financial Studies (15), 1-37.

- Fernández, M., de Rojas Conde, M., y Zuliani, G. (2004). Contrastación de la Teoría del Pecking Order: El Caso de las Empresas Españolas. Universidad de Valladolid, págs. 1-26.

- Frank, M. Z. y Goyal, V. K. (2007). Trade off and Pecking Order Theories of Debt. Obtenido desde: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=670543.

- Jensen M., Meckling W. (1976): Teoria de la Empresa: La Gerencia, costos de agencia y estructura de la propiedad. En la naturaleza económica de la empresa, Madrid, Ed. Alianza editorial.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

- Maquieira, C. y Espinoza, C. (2006): Relación entre valor de la empresa, diversificación y gobierno corporativo. Documento de Trabajo.

- Maquieira, C. y Fuentes, O (1997). "Política de dividendos en Chile, 1993 y 1994", Estudios de Administración.

- Martínez L. Cindy J, Cepeda C. Jenny C, García D. Carlos M. (2013) Emisión de deuda Vs financiamiento tradicional como fuentes de capital de trabajo: Caso Colvanes S.A. (ENVÍA). Contexto, Vol. (2), 119-140.

- Myers S.; Majluf N (1984). Corporate financing decisions when firms have investment information that investors do not have. Journal of financial economics 13, pp 187-221

- Mongrut, S., Fuenzalida, D., Pezo, G., & Teply, Z. (2010). Explorando teorías de estructura de capital en Latinoamérica. Cuadernos de Administración 23(41), 163-184.

- Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic Review (68), 261-297.

- Maquieira V Carlos., Olavarrieta S. and Zutta G Pablo. El Trimestre Económico Vol. 74, No. 293(1) (Enero-Marzo de 2007), pp. 161-193

- Núñez, G., & Onetto, A. (2012). Estudios de Administración. Gobernanza Corporativa en Brasil, Colombia y México. CEPAL – Colección Documentos de proyectos.

- Pozzo, H. D. (2010). Análisis de la estructura de capital de las firmas y sus determinantes en América Latina. Memoria para optar al título de Maestría en Economía, Universidad Nacional de la Plata, cuidad de la Plata, Argentina.

Universidad del Bío-Bío. Sistema de Bibliotecas - Chile

- Rajan, R. G. y Zingales, L. (1995), "¿Qué sabemos acerca de la estructura de capital? Algunas pruebas de los datos a nivel internacional ", Revista de Economía, Vol. 50, núm. 5, p. 1421-1460.

- Ross, S., Westerfield, R & Jaffe, J. (2006) Finanzas Corporativas. (7 Ed.) México: Mc Graw Hill.

- San Martín, Pablo. (2012). Laselección de inversiones y Fuentes de financiación en la práctica. El caso de la empresa española. Memoria para optar a grado de doctor. Universidad de Valladolid.

- Shyam – Sunder, L. y Myers, S. C. (1999). Testing static Trade-off against pecking order models of capital structure, 51, 219 – 244.

- Verona, M. C., Jordán, L., Maroto, O., Cáceres, R. M., & García, Y. (2003). Factores explicativos del nivel de endeudamiento de las empresas españolas: un análisis con datos de panel. *Economía Mexicana, Nueva Época*, *12*(1).

- Velázquez Vadillo, Fernando (2004) .Elementos explicativos del endeudamiento de las empresas Análisis Económico, vol. XIX, núm. 40, pp. 215-244 Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco Distrito Federal, México