



**UNIVERSIDAD DE VALPARAÍSO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
AUDITORÍA**

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS CENCOSUD S.A Y FALABELLA S.A

**ALUMNA: KARINA MERCEDES FIGUEROA TORRES
PROFESOR GUÍA: BRUNO BERNAL CRUZ**

**TESIS DE GRADO PARA OPTAR AL TÍTULO DE CONTADOR PÚBLICO AUDITOR
LICENCIADO EN SISTEMAS DE INFORMACIÓN Y CONTROL DE GESTIÓN**

**Valparaíso, Diciembre 2015
Chile**

Agradecimientos

La vida se encuentra plagada de desafíos, y uno de ellos es la universidad. Tras verme dentro de ella, me he dado cuenta que más allá de ser un reto, es una base no solo para mi entendimiento en el campo, sino para lo que concierne a la vida y mi futuro.

Primeramente me gustaría agradecerle a Dios por bendecirme para llegar hasta donde he llegado, por los triunfos y momentos difíciles que me han enseñado a valorarlo cada día más. A mis padres que me han dado la existencia; y en ella la capacidad por superarme y desear lo mejor en cada paso por este camino difícil y arduo de la vida. Gracias por su apoyo incondicional, por cuidar de mi hijo para seguir estudiando y lograr hacer realidad este sueño tan anhelado. A mi compañero de vida y amigos presentes, quienes sin esperar nada a cambio compartieron sus conocimientos, alegrías y tristezas. Y a todas aquellas personas que durante estos cinco años estuvieron a mi lado apoyándome.

De forma muy especial también a mis queridos profesores que me brindaron y transmitieron sus conocimientos para el desarrollo de mi formación profesional. A mi profesor guía por darme la oportunidad de recurrir a su capacidad y sabiduría, así como también por su paciencia en el proceso y culminación de mi tesis.

Karina Figueroa Torres

ÍNDICE

	Págs.
RESUMEN	6
INTRODUCCIÓN	8
CAPÍTULO I. GENERALIDADES DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	9
1.1 Planteamiento del problema de investigación.....	9
1.2 Preguntas de Investigación.....	10
1.3 Objetivos de Investigación.....	10
1.3.1 Objetivos Generales.....	10
1.3.2 Objetivos Específicos.....	10
1.4 Justificación y alcance de la investigación.....	11
CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO	12
2.1 Introducción al concepto de estructura de capital.....	13
2.2 Relevancia de la estructura de capital.....	14
2.3 Evolución conceptual de la estructura de capital.....	16
2.4 Teoría clásica de la estructura de capital.....	18
2.4.1 Tesis Tradicional.....	19
2.4.2 Tesis de Irrelevancia.....	20
2.4.3 Cuadro comparativo: Tesis Tradicional y Tesis de Irrelevancia.....	23
2.4.4 Modigliani y Miller con impuestos corporativos (1963).....	25
2.5 Teorías Modernas de la estructura de capital.....	26

2.5.1 ROSS (2000): La teoría del equilibrio estático de la estructura de capital.....	27
2.5.2 JENSEN Y MECKLING (1976): La teoría de la agencia.....	29
2.5.3 Las teorías de la asimetría de información.....	31
2.5.3.1 ROSS (1977): La teoría de señales.....	31
2.5.3.2 MYERS Y MAJLUF (1984): La teoría del orden jerárquico.....	32
2.5.4 Resumen de las teorías modernas.....	34
2.6 Factores determinantes del endeudamiento.....	35
CAPÍTULO III. ANTECEDENTES DE LAS EMPRESAS.....	36
3.1 Empresa Cencosud S.A.....	36
3.1.1 Antecedentes.....	36
3.1.2 Misión.....	37
3.1.3 Actividad a la que se dedica.....	38
3.2 Empresa Falabella S.A.....	39
3.2.1 Antecedentes.....	39
3.2.2 Visión.....	40
3.2.2 Misión.....	40
3.2.3 Actividad a la que se dedica.....	41
CAPÍTULO IV. METODOLOGÍA.....	43
4.1 Propuesta metodológica.....	43
4.2 Diseño de la propuesta metodológica de valoración de las empresas.....	43
4.2.1 Actividades investigativas.....	44

CAPÍTULO V. DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN.....	51
5.1 Análisis de Resultados.....	51
5.2 Discusión de Resultados.....	56
5.3 Conclusiones.....	67
BIBLIOGRAFÍA.....	70
ANEXOS.....	74

RESUMEN

La presente tesis tiene la finalidad de estudiar el comportamiento de la estructura de financiamiento de los retailers más grandes de Chile y Latinoamérica, determinando cuáles son las variables que condicionan la estructura de capital de éstas.

La investigación se basa en el análisis de las empresas Cencosud S.A y Falabella S.A., del sector financiero. Los datos utilizados son anuales y corresponden al período que abarca desde el 31 de diciembre 2012 hasta el 31 de diciembre de 2014, se aplicaron herramientas econométricas apoyados en la teoría financiera y en estudios anteriores que se han tomado como referencias bibliográficas. El estudio posee un enfoque cuantitativo con un alcance descriptivo.

Una vez concluida la investigación se logra apreciar una relación directa entre las oportunidades del crecimiento y el apalancamiento de las empresas en el corto plazo, explicado básicamente por las características del sistema financiero; existen menores restricciones en el acceso a endeudamiento para las empresas que cuentan con una estructura de propiedad concentrada en capitales propios y la rentabilidad tendría una relación inversa con la estructura de endeudamiento la mayoría de las veces. Por otra parte, la Tangibilidad y el Tamaño son variables significativas para la toma de decisiones sobre la estructura de endeudamiento.

Palabras Claves: Estructura de capital, costo de capital, valor de la empresa, estructura óptima, mercados perfectos, mercados imperfectos, endeudamiento e inversión.

ABSTRACT

This thesis aims to study the behavior of the financial structure of the largest retailers in Chile and Latin America, by identifying the variables that determine the capital structure of these are.

The research is based on analysis of companies and Falabella SA Cencosud SA, the financial sector. The data used are annual and are for the period from December 31 2012 to December 31, 2014, econometric tools supported in financial theory and previous studies that have been taken as references were applied. The study has a quantitative approach with a descriptive scope.

Once the investigation can appreciate a direct relationship between growth opportunities and leverage of the companies in the short term, basically explained by the characteristics of the financial system; there are fewer restrictions on access to borrowing for companies with an ownership structure concentrated on own capital and profitability have an inverse relationship with the structure of debt most of the time. Moreover, the tangibility and size are significant for decision-making on debt structure variables.

Key Words: Capital structure, cost of capital, enterprise value, optimal structure, perfect markets, imperfect markets, debt and investment.

INTRODUCCIÓN

El debate sobre la existencia de una estructura óptima de capital surgió desde principios de la década de los cincuenta, con la tesis tradicional de relevancia sobre la estructura financiera que defendía la idea de una combinación óptima entre capital propio y deuda, permitiendo minimizar el costo de capital y maximizar el valor de la empresa. Poco tiempo después surgió la tesis de irrelevancia sobre el valor de la firma propuesta por Modigliani y Miller (1958), en donde enuncian que en mercados perfectos las decisiones de estructura financiera no afectan el valor de la empresa. Estas dos tesis basan sus supuestos en mercados de capitales perfectos y a su vez resultan contradictorias en sus resultados. En 1963 dichos autores publicaron otro artículo en donde incluían en su modelo inicial los impuestos de sociedades, planteando que las empresas debían endeudarse al máximo para aprovechar la ventaja fiscal de la deuda.

Posteriormente aparece otra suposición correspondiente a los mercados imperfectos de los cuales surgen tres teorías principales como son, la teoría de irrelevancia de Miller, la teoría del equilibrio estático y la jerarquía de preferencias, las cuales buscan tener en cuenta algunas deficiencias del mercado como los impuestos a los que están sometidos los inversionistas. En este caso hablamos del impuesto de renta, ya sea en forma de renta de acciones (dividendos y ganancias de capital) o de intereses, los costos de dificultades financieras, los costos de agencia y lo que se refiere a información asimétrica (Rivera, 2002).

No cabe duda que los múltiples estudios hechos desde la década de los sesenta, hasta hoy, han brindado grandes aportes al tema de la estructura óptima de capital, pero de la misma forma debe reconocerse que ninguna de dichas investigaciones ha podido proporcionar conclusiones certeras que permitan fijar límites acerca de cómo las empresas deben fijar sus estructuras financieras y cuáles deben ser sus niveles de endeudamiento adecuados. De aquí emana la principal motivación para el presente estudio que analiza las decisiones sobre estructura de capital de las empresas Cencosud S.A y Falabella S.A.

CAPÍTULO I. GENERALIDADES DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

En la actualidad las empresas se encuentran frente a uno de los obstáculos más importantes en el desarrollo empresarial, en donde la elección entre las diversas fuentes de financiamiento es una de las decisiones más importantes dentro de una compañía. Todas las empresas requieren de recursos financieros, ya sea para la instalación de un negocio nuevo, la ampliación de la capacidad de una planta existente, la modernización de las instalaciones de producción, y así como también para el inicio de nuevos proyectos que impliquen inversión.

De este modo, para llevar a cabo una inversión se requieren recursos financieros, los cuales tienen un costo que debieran ser compensados por la inversión a financiar; en principio, un financiamiento será conveniente cuando su costo porcentual sea igual o menor que el retorno o rentabilidad de la inversión. Entre las alternativas de financiamiento, se tienen la deuda y el capital propio. La deuda proviene de los acreedores, quienes exigen un rendimiento por su dinero, lo que constituye una obligación financiera para la empresa que se financia con deuda. En cambio, el capital propio es el aporte de los inversionistas, quienes, según el tipo de sociedad que constituyan, son los accionistas o socios de la empresa. Poseen una expectativa de ganancia por destinar sus fondos al financiamiento del negocio; no obstante, son conscientes que la retribución financiera que van a recibir depende de los resultados de la empresa, por lo tanto es un capital de riesgo cuya remuneración a percibir es mediante el pago de dividendos.

El propósito de esta investigación es el de analizar la estructura de endeudamiento de las empresas del retail Cencosud S.A y Falabella S.A, indagando cuáles son sus principales fuentes de financiamiento y los factores que han influido en su estructura financiera, situándolas dentro de las empresas de más rápido crecimiento sustentable en el tiempo.

1.2 PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

- 1- ¿Cómo se diseña la estructura de capital óptima?
- 2- ¿Cuáles son los factores determinantes de una combinación de deuda y patrimonio que maximizan el valor de la empresa?
- 3- ¿Cuáles son las características de la estructura de financiamiento de las empresas Cencosud S.A y Falabella S.A?

1.3 OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN

1.3.1 Objetivo General: Comprender el modelo y los criterios de decisión en los cuales se basan las empresas Cencosud S.A y Falabella S.A, para determinar su estructura de capital óptima.

1.3.2 Objetivos Específicos:

- Distinguir los factores fundamentales que influyen sobre las decisiones de la estructura de capital de las empresas.
- Determinar herramientas que ayuden al análisis financiero para constatar la situación económica de la empresa.
- Determinar las fuentes de financiamiento y los criterios utilizados para determinar la estructura de capital de las empresas Cencosud S.A y Falabella S.A.

1.4 JUSTIFICACIÓN Y ALCANCE DE LA INVESTIGACIÓN

En la actualidad uno de los temas de mayor discusión es la posibilidad de implementar en la práctica la estructura óptima de financiamiento. Es decir, qué porcentaje de deuda en calidad de préstamo y recursos propios o capital, es el óptimo o el más adecuado para el negocio.

La teoría de Modigliani-Miller ha sido precursora de la teoría de la estructura de capital, los cuales afirman que el valor de una empresa no se ve afectado por la forma en que es financiada en ausencia de impuestos, costos de quiebra y asimetrías en la información de los agentes. En contraste a los estudios realizados por los autores mencionados se han desarrollado diversas teorías como determinantes de la estructura de capital óptima, las cuales se describen en el marco teórico.

Ahora bien, considerando que el administrador financiero en la estructura de capital aborda elementos tales como, la planeación, obtención y distribución de los recursos financieros para los proyectos de inversión, con el objeto de hacer crecer el valor de la firma. Esta investigación justifica su cimiento en la reflexión acerca de los elementos que determinan la estructura de capital de las empresas Cencosud S.A y Falabella S.A, puesto que las teorías han aportado para la realización de investigaciones posteriores y han beneficiado a las organizaciones proporcionándoles información relevante sobre la existencia de factores cambiantes tales como las ventas, la tasa de crecimiento, expectativas de la empresa, rentabilidad, entre otros, que influyen de manera significativa en el éxito de las empresas.

MARCO TEÓRICO

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

En la presente investigación analizaremos diversas teorías y juicios de reconocidos autores estudiosos de economía y ciencias afines que nos presentarán diferentes criterios que se deberán considerar al buscar una estructura óptima de capital de una empresa.

2.1 INTRODUCCIÓN AL CONCEPTO DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Las empresas, independientemente de la actividad a la que se dediquen no son autosuficientes por si solas, hablando en términos financieros. Por tanto, las decisiones financieras y la estructura de capital de las empresas es uno de los problemas principales tanto de las finanzas modernas como del enfoque tradicional de las compañías.

Rivera (Rivera, 2006) define la estructura de capital de una empresa como *“la combinación de recursos financieros que utiliza la organización para llevar a cabo su objeto social”*. Además de señalar la diferencia entre la estructura financiera y la estructura de capital.

De lo anterior, podemos inferir que la estructura de capital es la forma o composición de la financiación a largo plazo, de los activos de la empresa, distinguiendo esencialmente entre recursos ajenos y recursos propios. La literatura, a su vez, distingue entre estructura de capital y estructura financiera; la primera hace referencia a la combinación de las fuentes financieras a largo plazo, y la segunda, representa la combinación de todas las fuentes de la empresa, cualquiera sea su plazo o vencimiento. En el presente trabajo se va a utilizar indistintamente ambos términos, refiriéndose de forma general al conjunto de recursos financieros obtenidos por la empresa.

Las decisiones sobre la estructura de capital tienen una gran importancia en la gestión empresarial, de ellas dependen en gran medida la viabilidad y rentabilidad de los negocios. Una de las interrogantes claves en finanzas es, comprobar la existencia de una estructura de capital

óptima que maximice el valor de la empresa para sus propietarios, y analice la naturaleza de los factores explicativos de la estructura de capital.

2.2 RELEVANCIA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

El valor de una empresa se puede definir como el precio total de la organización, incluyendo el precio de sus bienes, derechos y obligaciones integrantes de su patrimonio, así como también las expectativas acerca de los beneficios que se espera que la empresa genere en el futuro para sus inversionistas, accionistas y acreedores. En este sentido, el valor de los activos de la empresa debe coincidir con el valor de mercado de sus recursos propios más el de sus deudas.

$$V = E + D$$

E, representa el valor de mercado de los recursos propios y D, el valor de las deudas (recursos ajenos). Por tanto, V es el valor de mercado de la empresa.

Se debe señalar que el valor de los activos no se define como la suma del valor de los recursos propios más el de las deudas, sino que el valor de mercado de la empresa solo depende de los flujos de caja que genere, derivándose a partir de éste los valores de los recursos propios y de las deudas.

Es importante saber si la combinación entre los recursos propios y la deuda son relevantes, es decir, si produce algún tipo de alteración real en el valor de la empresa y en los beneficios de los accionistas. Por ende, debemos plantearnos las siguientes preguntas:

- ¿La forma en qué se financia una empresa afecta a su valor de mercado?

- Y si la respuesta a la pregunta anterior es positiva ¿cuál es la combinación óptima de deudas y recursos propios que maximiza el valor de la empresa?

El objetivo de maximizar el valor de mercado de la empresa supone encontrar la combinación de recursos propios y deuda que minimice el costo de capital promedio ponderado de la empresa (CCPP).

El costo de capital promedio ponderado se obtiene a través de la combinación de los costos individuales de cada fuente financiera, ya sea a largo, medio o corto plazo con sus respectivas ponderaciones. El costo promedio ponderado de la empresa sería formulado a través de la siguiente expresión:

$$K_o = K'_i * (D/V) + K_e * (E/V)$$

Donde K'_i es el costo de la deuda y K_e el costo de las acciones, respectivamente.

Como se observa en la expresión anterior, el costo de capital dependerá de las ponderaciones de ambas fuentes financieras, donde K_o tomará distintos valores según las variaciones de las ponderaciones de las acciones y de la deuda. Por lo que conviene plantearse la siguiente pregunta: ¿Existen ponderaciones que minimicen el valor del costo de capital promedio ponderado?, porque de existir dichas ponderaciones se estará ante una combinación de fuentes financieras, tal que al minimizar el costo de capital de la empresa se estará, al mismo tiempo, maximizando el valor de mercado de la misma, que como se sabe, éste es uno de los principales objetivos de la dirección de una empresa.

2.3 EVOLUCIÓN CONCEPTUAL DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Una de las dificultades que más ha preocupado a los expertos en finanzas en los últimos años, ha sido la existencia de una estructura de capital óptima. El tema se torna relevante, si es que a partir de una decisión de financiación acertada puede crearse un mayor valor para la empresa, y de ser así, poder determinar cuál sería la estructura de capital que le convendría a cada una.

En el proceso de evolución conceptual de la estructura de capital se identifican dos grandes escenarios: el primero corresponde a la teoría clásica y el segundo se basa en las teorías modernas sobre estructura de capital.

En el primer escenario se enseñan las primeras teorías sobre las decisiones de financiación, conocidas como teorías clásicas desarrolladas en mercados perfectos. La más antigua de ellas es la tesis tradicional y posteriormente surge la tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller (Modigliani y Miller, 1958). Ambas presentan posturas contrarias al efecto del endeudamiento sobre el costo de capital y valor de la empresa.

El segundo escenario, correspondiente a las teorías modernas de la estructura de capital, se desarrolla en el contexto de mercados imperfectos y reúne tres grandes enfoques teóricos. El primer enfoque es la teoría del equilibrio estático, que pretende involucrar las ventajas que genera la deuda y los costos de un incremento de la misma. Hay que señalar que Modigliani y Miller (1963) introdujeron a su modelo inicial el ahorro fiscal que genera la deuda, donde lo ideal sería el máximo endeudamiento. El segundo y tercer enfoque de las teorías modernas son la teoría de agencia y la teoría de asimetría de información, las cuales pretenden recopilar, respectivamente, los conflictos entre administradores, accionistas y acreedores, y las asimetrías de información entre usuarios internos y externos de la empresa.

Los primeros planteamientos teóricos sobre la estructura de capital se centraron en determinar si existen relaciones funcionales entre el ratio de endeudamiento con respecto al costo de capital

promedio ponderado y sobre el valor de la empresa. Estos se desarrollaron en mercados perfectos, llegando a conclusiones contradictorias. No obstante la tesis de Modigliani y Miller sirvió de referencia para posteriores investigaciones dando cabida a alguna imperfección o situación real del mercado.

En la actualidad, existe un consenso de que el valor de las empresas puede variar a través del endeudamiento por el efecto fiscal y otras imperfecciones del mercado, como los costos de insolvencia financiera, los costos de agencia y la asimetría de información. En diversos casos logrando determinar una estructura de capital óptima que compensa los costos con los beneficios.

2.4 TEORÍA CLÁSICA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

La teoría de la estructura de capital establece una relación entre la estructura de capital de la empresa, el precio de las acciones y su costo de capital, proporcionando el conocimiento de los beneficios, así como también los costos que trae el endeudamiento, lo cual ayuda a los administradores financieros a escoger la estructura de capital óptima para la empresa.

Los enfoques presentados sobre la estructura de capital poseen sus propias hipótesis, aunque todos ellos dirigen sus demostraciones en ambientes que de una u otra forma se aproximan a posiciones de mercados perfectos.

A continuación, se muestran algunas de las condiciones existentes en el mercado de capitales que les han hecho merecer la clasificación de mercados de capitales perfectos e imperfectos.

➤ Características de mercados perfectos e imperfectos

Hipótesis de mercados perfectos	Hipótesis de mercados imperfectos
<ol style="list-style-type: none"> 1. Los mercados de capitales operan sin costo. 2. El impuesto sobre la renta de personas naturales es neutral. 3. Los mercados son competitivos. 4. El acceso a los mercados es idéntico para todos los participantes de los mismos. 5. Las expectativas son homogéneas. 6. La información no tiene costo. 7. No existen costos de quiebra. 8. Es posible la venta del derecho a las deducciones o desgravaciones fiscales. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Costos de transacción para el inversor. 2. Limitaciones al endeudamiento personal. 3. Diferente estructura impositiva de las personas físicas. 4. Acceso a la información con costo. 5. Costos de emisión. 6. Costos de dificultades financieras. 7. Costos de agencia. 8. Indivisibilidad de activos. 9. Mercados limitados.

Fuente: Elaboración propia con base en Rivera (2002).

Dentro del grupo de los mercados perfectos se pueden dar dos teorías que conforman la teoría clásica de la estructura de capital. La principal es la tesis tradicional y la que le secunda es la tesis de irrelevancia, las dos, con posturas contrarias acerca del impacto del endeudamiento sobre el costo de capital y el valor de la empresa.

2.4.1 Tesis Tradicional

El denominado enfoque tradicional recoge y resume la postura mantenida por los expertos financieros respecto a la política de endeudamiento de la empresa hasta antes de 1958, fecha en que se publica el primer trabajo de Franco Modigliani y Merton H. Miller¹. Estos autores fueron los primeros en desarrollar un análisis teórico de la estructura financiera de las empresas cuyo objetivo principal era estudiar los efectos sobre el valor de las mismas.

Según la tesis tradicional, la financiación con deuda tiene un menor costo que la que proviene de aumentar el capital, ya que los aportadores de recursos asumen menos riesgo cuando suscriben deuda y por ello exigen una menor rentabilidad.

La llamada posición tradicional parte del supuesto de que un uso moderado de la deuda aumenta el valor de la empresa, dado que dicha financiación tiene menor costo que los recursos propios, disminuyendo así el costo de capital y, por tanto, maximizando la riqueza de los accionistas. Pero, al aumentar el valor de la deuda, se produce una evolución creciente tanto del costo de la deuda como de los recursos propios, provocado por el aumento del riesgo de insolvencia financiera, ya que tanto los acreedores como accionistas exigirán mayores rendimientos por sus inversiones. Esos rendimientos superiores exigidos hacen que aumente el costo de capital, disminuyendo por tanto el valor de la empresa.

¹ Franco Modigliani y Merton Miller. Ambos premios Nobel de Economía 1986 – 1990

Esto determina que el costo de capital sea inicialmente decreciente por el efecto inicial de la deuda, para posteriormente crecer como consecuencia del aumento del riesgo financiero provocado por el aumento del endeudamiento. Es decir, el costo de capital de la empresa aumentará existiendo un punto óptimo que minimice los costos, pudiendo tratarse de un rango de valores.

De esta forma, la teoría tradicional postula que existe una estructura de capital óptima, y que el administrador financiero debe buscar la combinación adecuada entre deuda y capital que haga mínimo el costo del capital de la empresa y que maximice el valor de la misma.

Sin embargo, la teoría tradicional no aporta ningún razonamiento sobre cómo acercarse al óptimo de la estructura de capital, por lo que es muy difícil para los administradores financieros establecer los costos y beneficios del endeudamiento y, por tanto, de averiguar cuál es esa combinación óptima de la estructura de capital. La mayoría de los expertos consideran que tal estructura existe para cada empresa, pero que varía con el tiempo según va cambiando la naturaleza de éstas y los mercados de capitales. Cabe señalar, que si la estructura no es la apropiada puede representar una restricción a las decisiones de inversión y al crecimiento de la empresa.

2.4.2 Tesis de Irrelevancia

El camino investigativo de la estructura de capital se inició con el trabajo de Franco Modigliani y Merton Miller, en su artículo titulado “The cost of capital, Corporation Finance and the theory of investment”, publicado en 1958. En él, los autores plantean que, en mercados de capitales perfectos (sin impuestos, costes de transacción y otras imperfecciones del mercado) el costo del capital medio ponderado y el valor de la empresa son totalmente independientes de la composición de la estructura de capital, por ende, las decisiones de estructura financiera eran irrelevantes.

El fundamento de esta teoría se desarrolla en base a tres proposiciones básicas referidas a la

valoración de los títulos de empresas con diferente estructura de capital:

- **Proposición 1:** Afirman que los costos de capitales y el valor de mercado de la empresa son totalmente independientes del grado de leverage (D/S), procedencia de los recursos de la firma. Este valor de mercado depende de la capacidad generadora de rentas de los activos poseídos.

El texto original establecía literalmente:

"El valor de mercado de cualquier empresa es independiente de su estructura de capital y se da mediante la capitalización de su rendimiento esperado en la tasa de p para la clase de riesgo"
(Modigliani y Miller, 1958; 268)

Esta afirmación implica que los flujos de caja son independientes de la combinación de recursos ajenos y propios utilizados por la empresa. Entonces se puede afirmar que los BAII se descontarán a una tasa de interés igual a K_0 dando como resultado el valor de la empresa (V):

$$V = S + D = \text{BAII}/K_0$$

Siendo: V : Valor de la empresa

S : Patrimonio Neto

D : Pasivo de la Empresa

BAII: Beneficio Antes de Impuestos e Intereses

K_0 : Rentabilidad económica o rentabilidad de los activos

- **Proposición 2:** Más centrada en la tasa de retorno de los accionistas para compañías que recurren a la financiación ajena y derivada de la Proposición I. El costo de capital propio depende del grado de endeudamiento donde K_o y K_i son constantes:

$$K_e = K_o + (K_o - K_i) * D/S$$

Siendo: K_e : La rentabilidad financiera, de los recursos propios o de los accionistas

K_i : Coste medio ponderado de los recursos ajenos a largo y corto plazo

Respecto a esta proposición, Modigliani y Miller (MM, 1958; 271) establece:

"El rendimiento esperado de una parte de la acción es igual al k_o adecuada tasa de capitalización (K_o) para un flujo de capital puro en la clase, más una prima relacionada con el riesgo financiero igual a la relación deuda-capital el diferencial entre los k_o (K_o) y R (K_i)"

Matemáticamente, hay que tener en cuenta que la tasa de retorno es dada por:

$$K_e = BAI - K_i * DS$$

- **Proposición 3:** Las decisiones de inversión han de tomarse de manera independiente a las decisiones de financiación. Así, un proyecto de inversión puede ser bueno o malo, pero siempre independiente de la estructura de capital de la empresa.

La hipótesis central de este enfoque es que la tasa de descuento que utilizan los acreedores (k_i)

permanece constante aunque se incremente el nivel de endeudamiento. Sin embargo, el rendimiento exigido a los recursos propios (k_e) aumenta de forma lineal con el endeudamiento, ya que los accionistas requieren un mayor rendimiento para comprar acciones de empresas que están más endeudadas, con el objeto de compensar el mayor riesgo asumido. En este supuesto, el costo medio de capital será constante para cualquier nivel de endeudamiento. Con ello se consigue que las posibles economías cosechadas por la empresa al operar con fondos con costos inferiores, se anulen totalmente al tener que emplearlas en satisfacer las demandas de los accionistas.

Estos autores argumentan que el valor de la empresa sólo dependerá de la capacidad generadora de renta de sus activos, sin importar en absoluto la procedencia, ni la composición de los recursos financieros que los han financiado. Sin embargo, en la medida en que existan imperfecciones en el mercado de capitales, los cambios en la estructura de capital de una empresa pueden afectar el tamaño de ésta. Es decir, la valuación de la organización y el costo de capital pueden cambiar con los cambios en su estructura de capital. Una de las imperfecciones más importantes es la presencia de impuestos.

Como conclusión podemos decir que para la tesis de irrelevancia no existe ninguna estructura de capital óptima, debido a que su composición no afecta para nada al valor de la empresa.

2.4.3 Cuadro comparativo: Tesis Tradicional y Tesis de Irrelevancia

En el siguiente cuadro, se recogen las principales características de las dos tesis que componen la teoría clásica de la estructura de capital, donde se pone de manifiesto que ambas presentan posturas contrarias al efecto del endeudamiento sobre el costo medio ponderado de capital y el valor de la empresa.

TEORÍA CLÁSICA

Recursos ajenos v/s Recursos propios

TESIS TRADICIONAL

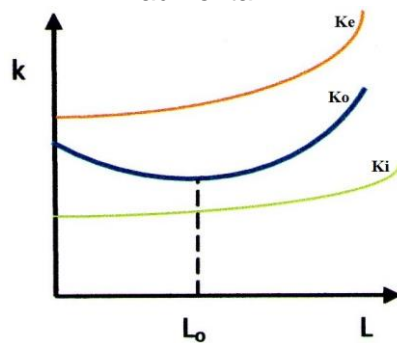
Existe una estructura óptima que maximiza el valor de la empresa

TESIS DE IRRELEVANCIA

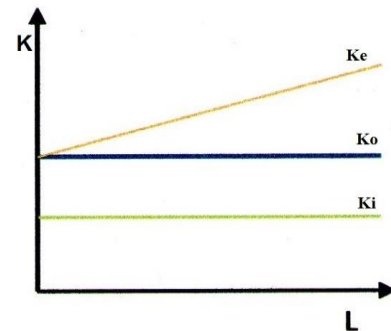
El valor de la empresa depende de la capacidad de generar rentas y no de la estructura de capital

$Ko = Ki * D/V + Ke * E/V$

Decrece hasta un cierto nivel, y después aumenta



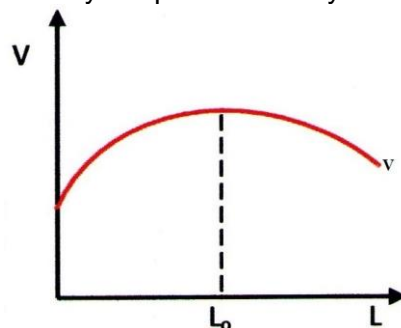
$Ko = BaII/V = \text{Constante}$



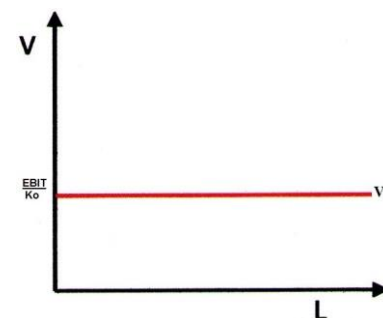
- Donde:
- L: Nivel de endeudamiento
 - Lo: Nivel de endeudamiento óptimo
 - K: Costo de la financiación
 - Ko: Costo medio ponderado de capital
 - Ke: Costo de los recursos propios
 - Ki: Costo de los recursos ajenos
 - E: Valor de mercado de acciones en circulación
 - D: Valor de mercado de la deuda
 - V: Valor de la empresa
 - BaII: Beneficio Antes de Impuestos e Intereses

$V = BaII/Ko$ $V = f(L)$

Aumenta hasta cierto nivel de deuda y después disminuye



$V = BaII/Ko$



Fuente: Elaboración Propia.

2.4.4 Modigliani y Miller con impuestos corporativos (Miller, Modigliani, 1963)

Los primeros autores conocidos que tuvieron en cuenta el efecto de los impuestos en la estructura de capital de la empresa fueron Modigliani y Miller (1963), lo que de paso sirvió para que corrigieran su tesis de irrelevancia de la estructura de capital en relación con el valor de la empresa, al reconsiderar las grandes ventajas fiscales de la deuda que habían sido desestimadas en su versión original de 1958.

En una segunda etapa, Modigliani y Miller (de aquí en adelante MM) toman en consideración la existencia de un impuesto sobre el ingreso de las empresas, así como la posibilidad de deducir los gastos financieros del endeudamiento de la base impositiva. La toma en cuenta de la asimetría del tratamiento fiscal de la deuda y de los capitales propios, no permite mantener la validez del teorema de MM.

En efecto, en un sistema fiscal que permite deducir los intereses de la deuda y que somete al impuesto a los beneficios distribuidos, se puede también, en el marco del teorema de MM, establecer una estructura óptima del capital. El rendimiento del conjunto de los capitales invertidos, se acrecienta con el aumento del endeudamiento.

Este segundo análisis conduce a la conclusión de que la totalidad del financiamiento externo de las empresas debería efectuarse mediante el endeudamiento. Sin embargo, si hay costos de quiebra, estos pueden disminuir la utilización del endeudamiento.

2.5 TEORÍAS MODERNAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Las modernas teorías sobre la estructura de capital se han centrado en mostrar bajo qué condiciones la decisión de financiación es relevante y puede, por ello, ayudar a crear o destruir el valor de una empresa. En este sentido, dichas teorías suponen una serie de imperfecciones en el mercado que afecta de forma diferente al valor de éstas, por lo que uno de los debates más importantes a resolver ha sido la existencia de una estructura financiera óptima que suponga alcanzar un valor máximo de mercado para la empresa. Las deficiencias del mercado que tratan este conjunto de teorías hacen referencia a la ventaja fiscal que genera la deuda, la irrelevancia del ahorro fiscal al introducir los impuestos personales, los costos de insolvencia financiera, los conflictos que surgen entre administradores, propietarios, y por la lógica económica financiera de la información.

Cuando las hipótesis de mercados de capitales perfectos son relajadas, entonces, la teoría de la estructura de capital gira en torno a dos supuestos:

El primero de ellos, es que en mercados de capitales imperfectos, las decisiones de financiación pueden afectar al valor de la empresa y, por tanto, puede existir una estructura de capital óptima. El segundo supuesto es que las imperfecciones del mercado pueden dar lugar a importantes interacciones entre las decisiones de inversión y financiación.

Las imperfecciones vienen recogidas en los tres grandes enfoques que componen este segundo bloque de teorías. Los tres grandes enfoques son: La teoría del equilibrio estático de la estructura de capital (teoría del trade-off), el efecto de los costos de agencia, y por último, la asimetría de información.

2.5.1 ROSS (Ross, McGraw-Hill, 2000): La teoría del equilibrio estático de la estructura de capital².

Según la teoría del equilibrio estático, la estructura financiera de una firma está ligada a las ventajas fiscales de la deuda y al riesgo financiero que asume, de ésta forma, a medida que se aumenta el nivel de la deuda se incrementan los beneficios impositivos, pero así mismo también se aumenta la obligación de pago de la deuda y las dificultades financieras. Cuando aumenta la deuda, los acreedores conscientes de la existencia de un mayor riesgo de impago exigen mayores tasas de interés y de igual forma los accionistas deben asumir mayor riesgo financiero y por tanto se incrementan sus expectativas, en su conjunto éstas situaciones hacen que se incremente el costo de capital y que se disminuya el valor de la empresa en el mercado. Logrando concluir que existe un punto óptimo de endeudamiento, es decir, una compensación entre los impuestos de sociedades y los costos de insolvencia, en donde el costo de capital es mínimo y el valor de la empresa es máximo.

La teoría argumenta que en algún instante el costo esperado de la insolvencia puede superar la posible ventaja fiscal del endeudamiento, momento en el que se optará por financiarse con recursos propios en lugar de deuda, al ser el costo real de la deuda superior al de las acciones. Por tanto, el administrador financiero tendrá como objetivo mantener un coeficiente de endeudamiento óptimo que compensen las ventajas fiscales con la probabilidad de insolvencia.

En base a este supuesto, se espera que las empresas con mayor rentabilidad tengan mayor nivel de endeudamiento debido a que generan mayores beneficios factibles de ser deducidos, presentando un menor riesgo de quiebra y un menor costo de agencia derivados del problema de subinversión. Si se considera que las empresas de pequeño tamaño son las que representan generalmente, menor rentabilidad, es de esperar un menor nivel de endeudamiento para las mismas. En cuanto a la variable de crecimiento u oportunidades de inversión según el tamaño, las empresas con mayor crecimiento o elevadas proporciones de activos intangibles deberían tener un

² También denominada teoría del Trade Off o del Intercambio

menor volumen de endeudamiento³, y por ende, un mayor grado de realización de proyectos de inversión de elevado riesgo. La mayor flexibilidad de estas empresas les permite cambiar sus proyectos con mayor facilidad y con ello el riesgo de los mismos.

<u>Teoría del Trade Off</u>	
<i>Ventajas Impositivas V/S Costos de Insolvencia</i>	
BENEFICIO FISCAL	COSTOS DE INSOLVENCIA
El valor de la empresa aumenta en la medida que lo hace la deuda, consecuencia del ahorro fiscal de los intereses.	El valor de la empresa disminuye a medida que aumenta la deuda, como consecuencia de la probabilidad de incurrir en los costos de insolvencia financiera.
<i>La teoría del Trade-Off plantea, que la estructura óptima se alcanza con aquel nivel de endeudamiento, que minimiza al mismo tiempo el valor de los pagos impositivos esperados y el valor presente de los costos de insolvencia financiera proyectados.</i>	

³ Aunque las teorías de la estructura financiera que se van a desarrollar analizan asimismo otras decisiones financieras, como la política de dividendos y su influencia sobre el valor empresarial, dichos análisis no van a ser considerados por ser el objeto de este estudio los factores determinantes de la estructura de capital y las decisiones financieras sobre endeudamiento e inversión empresarial

2.5.2 JENSEN Y MECKLING (Jensen, M.C., y Meckling, W.H, 1976): La teoría de la agencia.

Esta teoría considera, que la estructura de capital de la empresa se constituye por un conjunto de contratos que se establecen entre la organización y los proveedores de recursos financieros. Las relaciones contractuales que se establecen entre los accionistas, acreedores y directivos se interpretan como relaciones de agencia y, la separación entre propiedad y control como una manifestación del problema principal-agente.

La divergencia entre los diferentes intereses de los administradores y accionistas y entre accionistas y acreedores da lugar a los denominados costos de agencia.

Jensen y Meckling (1976) son los pioneros de la teoría de agencia, la cual en primer lugar plantea el conflicto entre administradores (agente) y accionistas (principales), donde los mencionados agentes pueden estar tentados a actuar en su propio interés en lugar de hacerlo en el de los accionistas. Las actuaciones de los administradores para maximizar sus utilidades podrían ser aumentar su prestigio, así como la realización de inversiones poco rentables o de bajo riesgo debido a la mayor aversión al riesgo de éstos, en lugar de actuar para la creación de valor de los accionistas. Este conflicto da lugar, por un lado, a los costos de supervisión, que son los costos asociados a la vigilancia del desempeño de los agentes de la organización que surgen de la imposición de cláusulas de los contratos de agencia. Y por otro lado, da lugar a los costos de fianza que son aquellos que consisten en el establecimiento de garantías, por las que de forma voluntaria los administradores se obligan a tener un comportamiento en sintonía con los intereses de los accionistas, lo cual evita posibles ineficiencias contractuales no previstas inicialmente. También puede contribuir a la consecución de estos objetivos el endeudamiento de la empresa hasta un cierto nivel. Así, la decisión de aumentar el nivel de deuda reduce los problemas de agencia entre propiedad y dirección, ya que somete a la empresa a la supervisión de los mercados financieros y reduce los recursos de libre disposición a favor de la dirección, distribuyendo parte de los flujos de caja libres a los prestamistas.

De esta manera, la estructura de capital adoptada por la empresa se muestra como mecanismo útil para atenuar los conflictos de agencia entre accionistas y administradores, derivados de la facultad de estos últimos para tomar decisiones y de la dificultad de los accionistas para controlarlas en un entorno de información asimétrica.

Asimismo plantea que existiría el conflicto entre accionistas y acreedores generado por la divergencia de intereses que existe entre ambos, donde los acreedores no disponen de información completa sobre las características de los proyectos y de las decisiones futuras de los prestatarios. Estas diferencias pueden producirse por el posible oportunismo de los prestatarios en perjuicio de los intereses de los acreedores, como por ejemplo, la obtención de financiación a través de deuda con igual o superior grado de prelación en el cobro o la realización de inversiones por encima de lo considerado óptimo ya que los accionistas tienen incentivos en invertir en proyectos de elevado riesgo. Donde, si los rendimientos de la inversión son mayores al valor de la deuda, los accionistas lograrán la mayor parte de los beneficios. En cambio, si la inversión no es buena, los acreedores se enfrentaran a las consecuencias en su totalidad debido a la responsabilidad limitada que tienen los accionistas. De esta forma, los acreedores intentarán anticipar las potenciales pérdidas imponiendo altos costos a la financiación, exigirán garantías superiores y fijarán cláusulas contractuales relativas al activo empresarial y a la política de inversiones.

En cualquier caso, el resultado de lo anterior es una nueva limitación del tamaño de la deuda, bien porque los acreedores se nieguen a dar más préstamos o porque el costo marginal de endeudarse con recursos ajenos sea excesivo para la empresa.

La Teoría de la Agencia

Considerando la teoría del trade-off, los efectos positivos y negativos de la teoría de la agencia por sí solos provocan una pérdida de valor en la empresa.

En cambio analizando el efecto de la teoría de la agencia junto con la compensación de los beneficios y los costos de la deuda se afirma que existe una estructura óptima de capital que maximiza el valor de mercado de la empresa.

3.5.3 Las teorías de la asimetría de información⁴.

Existen otras imperfecciones de mercado que pueden afectar a la determinación de la estructura de capital de la empresa y al valor de la misma. No todos los agentes económicos tienen acceso a la misma información de todas las variables económicas debido, principalmente, al costo y la desigualdad en el acceso a la información por parte de los participantes en el mercado. Esta imperfección del mercado ha sido objeto de estudio basándose en la teoría de la asimetría de la información, la cual se encuentra compuesta por dos modelos; el enfoque de señales y la teoría del orden de jerarquía, los cuales se asientan en la idea, que los agentes que actúan desde dentro de la empresa poseen mayor información sobre las rentabilidades esperadas y las oportunidades de inversión que los que actúan desde fuera, y que existe un orden a la hora de elegir las fuentes de financiación.

2.5.3.1 ROSS (Ross, 1977): La teoría de señales.

Según la teoría de señales⁵, la estructura de capital transmite información al mercado acerca de las expectativas, riesgo y generación de flujos de caja de la empresa, reduciendo de esta manera la asimetría informativa entre los agentes que actúan dentro de la empresa, que son los que disponen de mayor información, y los que actúan desde fuera, que son la parte menos informada.

En un primer enfoque, desarrollado originalmente por Ross, la deuda es considerada como un medio para señalar la confianza de la empresa a los inversionistas. El fundamento de esto es que el aumento del endeudamiento implica mayores posibilidades de insolvencia financiera, y el interés de la dirección por evitar estas situaciones de insolvencia, implica que los accionistas interpreten los aumentos del nivel de deuda como una señal de que el riesgo de fracaso financiero

⁴ Esta diferenciación entre dos teorías principales sobre la estructura financiera fue propuesta por el propio Myers en su trabajo de 1984

⁵ Las decisiones financieras más relevantes que han sido propuestas como mecanismos de transmisión de información son el nivel de endeudamiento (Ross, 1977) y la emisión de capital (Myers y Majluf, 1984)

de la empresa no es relevante, ya que en caso de que se produjesen problemas de insolvencia, los administradores se verían penalizados⁶, o en caso de que sucediera lo contrario obtendrían un gran incentivo. Además, otra señal positiva, dada la alta aversión al riesgo por parte de los administradores, sería un incremento de estos en el capital, demostrando una conducta de confianza en la inversión que estos controlan, lo cual quedaría reflejado en el valor de la empresa.

Por otro lado, la teoría argumenta que la estructura de capital se determina de tal manera que, atenúa las distorsiones que las asimetrías de información causan en las decisiones de inversión. Los inversionistas interpretan las ampliaciones de capital como una señal negativa, donde consideran que las acciones se encuentran sobrevaloradas en el mercado. Por tal circunstancia es importante mitigar la asimetría informativa entre inversionistas y administradores, porque de lo contrario, la decisión de ampliar capital generará un efecto negativo en el valor de la empresa.

2.5.3.2 MYERS Y MAJLUF (Stewart Myers y Nicholas Majluf, 1984): La teoría del orden jerárquico o de preferencias.

La teoría sobre jerarquización de la estructura de capital (Pecking order) se encuentra entre las más influyentes a la hora de explicar la decisión de financiación respecto al apalancamiento corporativo. Esta teoría descansa en la existencia de información asimétrica (con respecto a oportunidades de inversión y activos actualmente obtenidos) entre las empresas y los mercados de capitales. Es decir, la información asimétrica entre los administradores y los inversionistas, ya que los primeros conocen mejor las perspectivas, riesgos y valores de sus empresas, obliga a los administradores a jerarquizar las fuentes a utilizar para financiar los proyectos. Según los postulados de esta teoría, los administradores manifiestan una mayor preferencia por los recursos generados internamente para financiar sus proyectos, puesto que no están influidas por la asimetría de información, carecen de costo explícito y permiten un mayor margen de discrecionalidad en cuanto a su utilización. En segundo orden, los administradores preferirán financiarse a través de la deuda y en última instancia emitiendo capital.

⁶ Se asume que los directivos se benefician si las acciones de la empresa están muy valoradas en el mercado pero son penalizados si la empresa entra en quiebra

En el caso de que los administradores necesiten captar recursos y, o bien, que las oportunidades de inversión sean rentables o que la autofinanciación sea insuficiente, optarán por la obtención de deuda y en último término por la ampliación de capital, dada la información negativa que transmite al mercado la financiación a través de ésta.

Los inversionistas prevén que si las expectativas sobre beneficios futuros fuesen altamente positivas, los administradores preferirían la deuda, que ocasiona gastos previamente acordados, compromisos que no pueden evadirse ni ser propuestos indistintamente de los resultados, en contraposición con el reparto de beneficios en forma de dividendos asociados a la financiación en forma de acciones. Esto no significa, que las empresas deban esforzarse por tener elevadas razones de deuda, sino que lo preferible es la captación de capital reinvertiendo los recursos generados que emitiendo acciones. Además, la deuda aunque tenga un efecto menos drástico que la ampliación de capital, también implica costos.

Hay que destacar que en el caso de las pequeñas y medianas empresas la existencia de un orden de jerarquía a la hora de seleccionar las fuentes de financiación, no se explica tanto por adoptar una estructura de capital óptima, sino por minimizar el intrusismo en el negocio. Donde, en primer lugar se optaría por financiarse con los recursos generados internamente. En segundo lugar, con préstamos a corto o largo plazo, según el nivel de restricciones al que se encuentren sometidas y en tercer lugar se plantearía la opción de compartir el control emitiendo nuevas acciones.

En el caso de las empresas de mayor tamaño se espera que tengan un mayor acceso a la financiación externa en los mercados financieros, por diferentes motivos. Para empezar, las empresas de mayor tamaño afrontan menores costos de transacción cuando emiten deuda, y de forma más destacada cuando es a largo plazo; secundariamente, sufren en menor medida los efectos de la asimetría de información, dado que generan y publican información para las entidades financieras e inversores en general y finalmente tienen mayor presencia en los mercados de productos y servicios, así como también en los propios mercados financieros.

2.5.4 Resumen de las teorías modernas.

El siguiente cuadro, ilustra un resumen de las incidencias de la deuda y otras variables en el valor de la empresa según las teorías modernas.

<u>Teorías Modernas</u>			
Incidencia en el valor de las empresas			
<u>Teoría</u>	<u>Variable</u>	<u>Efecto</u>	
Teoría del Trade-Off	Efecto Impositivo	+	
	Probabilidad de insolvencia	-	
Teoría de la Agencia	Administradores-Accionistas	Contratos costos	-
		Deuda	+
	Accionistas-Acreedores	Deuda	-
Asimetría de Información		Deuda	+
	T. Señales	Participación Directivos	+
		Ampliación Capital	-
		Autofinanciación	
	T. Orden Preferencia	Deuda	
	Ampliación de Capital		

Según la teoría del trade-off, el valor de las empresas aumenta en relación al endeudamiento, hasta un cierto nivel donde comienza a reducir su valor. Tomando únicamente los costos de agencia, estos provocan una disminución de valor en la empresa, aunque existe un nivel de deuda en el que los costos de agencia se hacen mínimos, el cual sería el punto óptimo. La teoría de señales, indica que hay que atenuar las asimetrías informativas, porque de lo contrario, la estructura de capital emite señales que afectará positiva o negativamente en el valor de las empresas. La teoría del orden de preferencia no determina que variables afecta de forma positiva o negativa en el valor de la empresa, si no que existe un orden a la hora de jerarquizar los recursos.

2.6 Factores determinantes del endeudamiento basados en las teorías financieras.

Los estudios empíricos, en su mayoría, han utilizado modelos econométricos donde las variables son los mencionados factores determinantes del endeudamiento. Estos factores permiten conocer aquellos elementos que hacen que una empresa tenga un determinado nivel de endeudamiento, o incluso, propician que una empresa recurra a un tipo de financiación u a otra. Como factores determinantes se incluyen en este estudio aquellos que se consideran, a priori, y que influyen de manera sustancial en la estructura de capital.

Los factores que han sido utilizados con mayor frecuencia⁷, de acuerdo a los principales estudios empíricos, son los relacionados con:

- La ventaja fiscal de la deuda o los escudos fiscales.
- La rentabilidad económica.
- Los escudos fiscales alternativos a la deuda.
- El crecimiento u oportunidades de inversión.
- La estructura del activo.
- El tamaño de la empresa.
- El riesgo de los resultados.
- La edad de la empresa.
- El sector industrial.
- El costo de financiación o tipo de interés de mercado.
- La emisión de nueva deuda u obtención de financiación.
- El entorno económico e institucional.

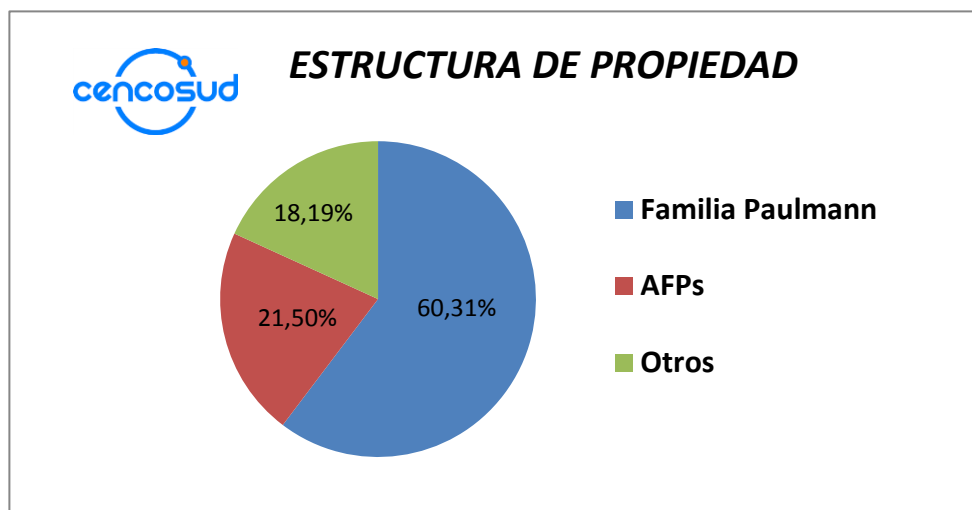
⁷ Otros factores, que no se incluyen en este estudio, han sido tratados con menor frecuencia, pero no por ello son menos importantes como el ciclo de vida de la empresa, el comportamiento de la gerencia, la forma jurídica, entre otros

CAPÍTULO III. ANTECEDENTES DE LAS EMPRESAS

3.1 EMPRESA CENCOSUD S.A

3.1.1 Antecedentes

Cencosud S.A. (Centros Comerciales Sudamericanos S.A.) es un consorcio empresarial chileno que opera en diversos países de América del Sur, principalmente en el rubro minorista. La empresa es controlada por la familia Paulmann, con un 60,31% de las acciones.

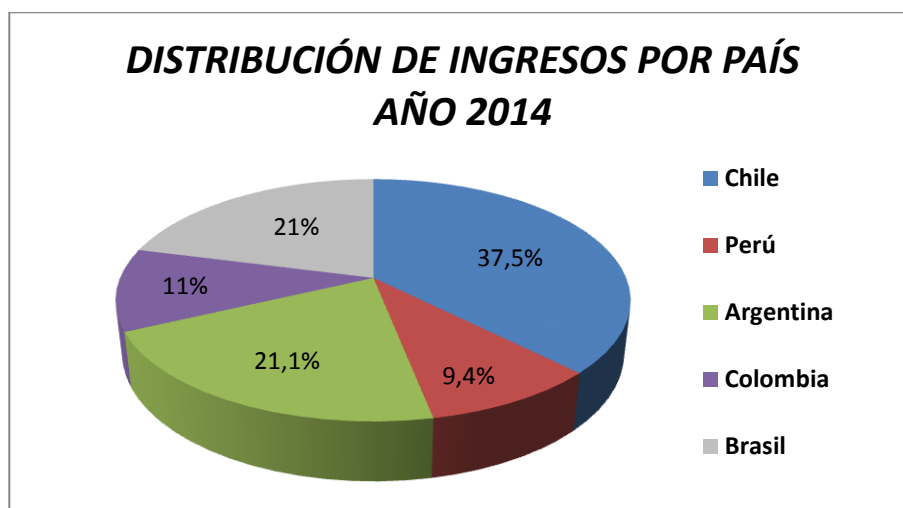


Fuente: Elaboración Propia.

La empresa se originó a través del autoservicio “Las Brisas” fundado por el inmigrante alemán Horst Paulmann en la ciudad de Temuco, en el sur de Chile. En 1978 inauguró “Jumbo”, el primer hipermercado del país, en el sector oriente de Santiago de Chile y tres años más tarde lo haría en Buenos Aires. En los años posteriores, amplió su línea de supermercados y centros comerciales hasta 2005 cuando adquirieron Almacenes París en Chile. De allí en adelante, Cencosud se expandió a Perú, Colombia y Brasil, convirtiéndose en una de las cadenas minoristas más grandes

de toda América Latina.

Al año 2014, los ingresos de Cencocud ascienden a \$19.855 millones, lo que ha mostrado un incremento promedio anual cercano al 14,4% de las ventas, concentrando sus principales activos en Chile con un 37,5% de sus ingresos, seguido de Argentina, Brasil, Colombia y Perú, respectivamente.



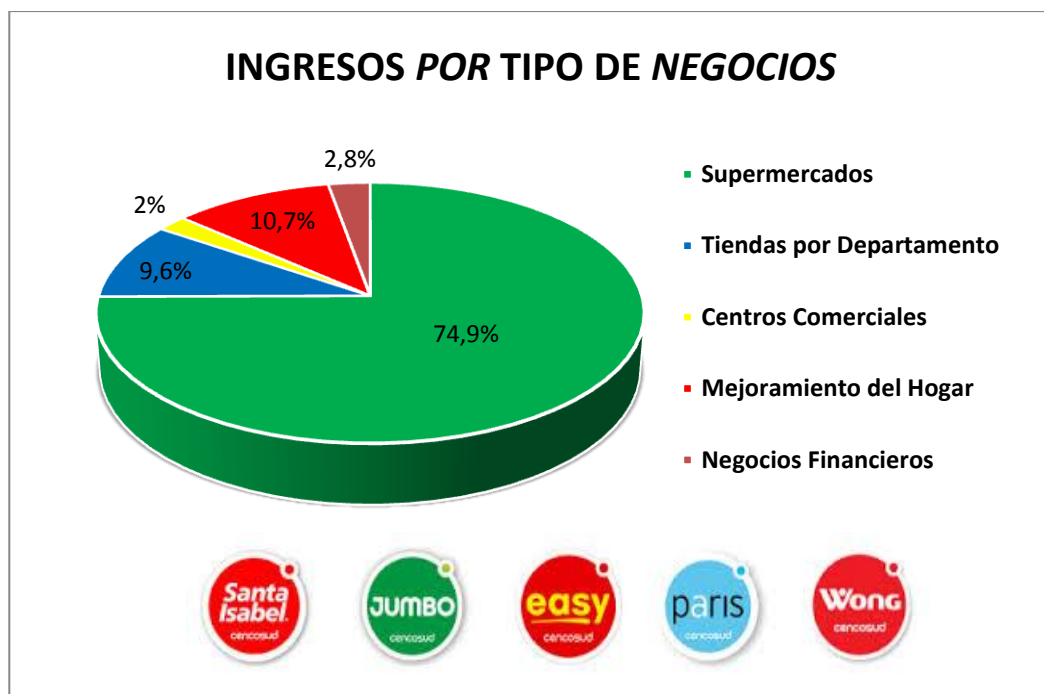
Fuente: Elaboración Propia.

3.1.2 Misión

Su misión consiste en trabajar, día a día, por llegar a ser el retailer más rentable y prestigioso de América Latina, en base a la excelencia en la calidad del servicio, el respeto a las comunidades con las que conviven y el compromiso de su equipo de colaboradores. Todo esto, a través de los pilares básicos de la compañía; visión, desafío, emprendimiento y perseverancia.

3.1.3 Actividad a la que se dedica

Las operaciones de la empresa Cencosud S.A se extienden a los negocios de supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros. Esto los ha convertido en la compañía de capitales latinoamericanos más diversificada del Cono Sur y con la mayor oferta de metros cuadrados. Adicionalmente, desarrollan otras líneas de negocio que complementan su operación central, como es el corretaje de seguros y centros de entretenimiento familiar. Todos ellos, cuentan con un gran reconocimiento y prestigio entre los consumidores, con firmas que destacan por su calidad, excelente nivel de servicio y satisfacción al cliente.



Fuente: Elaboración Propia.

3.2 EMPRESA FALABELLA S.A

3.2.1 Antecedentes

Falabella (S.A.C.I. Falabella) es un holding chileno, comercializador de productos con presencia en Chile, Argentina, Colombia, Perú y Brasil. Su origen se remonta a 1889, cuando nace como la primera gran sastrería en Chile bajo el mando de Salvatore Falabella. Posteriormente se incorpora Alberto Solari, quien le da un gran impulso a la tienda incorporando nuevos productos y locales de venta.

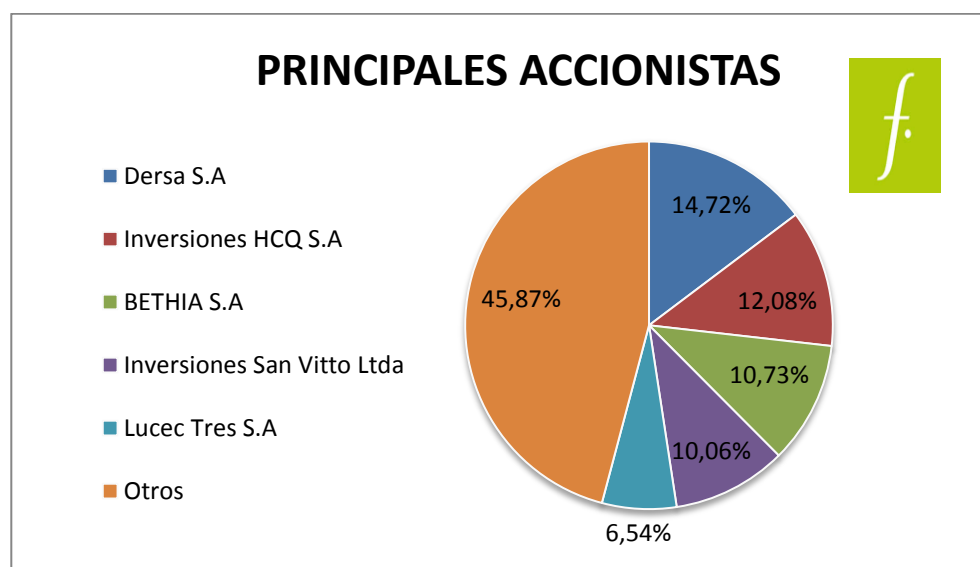
En la década de los 60, Falabella inicia su etapa de expansión tanto en Santiago de Chile como en otras regiones del país austral. Veinte años después y con el objetivo de satisfacer la creciente demanda de sus clientes por un sistema de pago más cómodo y flexible, la compañía incursiona en una nueva unidad de negocio, lanzando su propia tarjeta de crédito, CMR Falabella, la cual cuenta con 5.5 millones de tarjeta habientes en América Latina.

En la década de los 90, Falabella inicia su proceso de internacionalización, extendiendo su operación en Argentina y posteriormente en Perú. Así mismo, continúa ampliando su portafolio de servicios con la creación de Viajes y Seguros Falabella.

Su composición comercial era hasta hace poco enmarcada dentro de una sociedad anónima cerrada, hasta que en 1996 sale a bolsa, al iniciar la venta de sus acciones en las jornadas normales de transacciones en la Bolsa de Comercio de Santiago.

En el 2003 el grupo se fusiona con Sodimac S.A. lo que le permitió, años más tarde entrar a mercados tan importantes como el Colombiano.

Por más de 100 años, Falabella ha ofrecido productos de primera categoría ayudando a satisfacer las necesidades de sus clientes. Su compromiso de crecimiento a largo plazo ha estado acompañado de importantes inversiones en las áreas de distribución, sistemas de información, y en la creación de nuevos negocios y servicios complementarios.



Fuente: Elaboración Propia.

3.2.2 Visión

Contribuir al mejoramiento de la calidad de vida de sus clientes en cada una de las comunidades en las que se desarrollen.

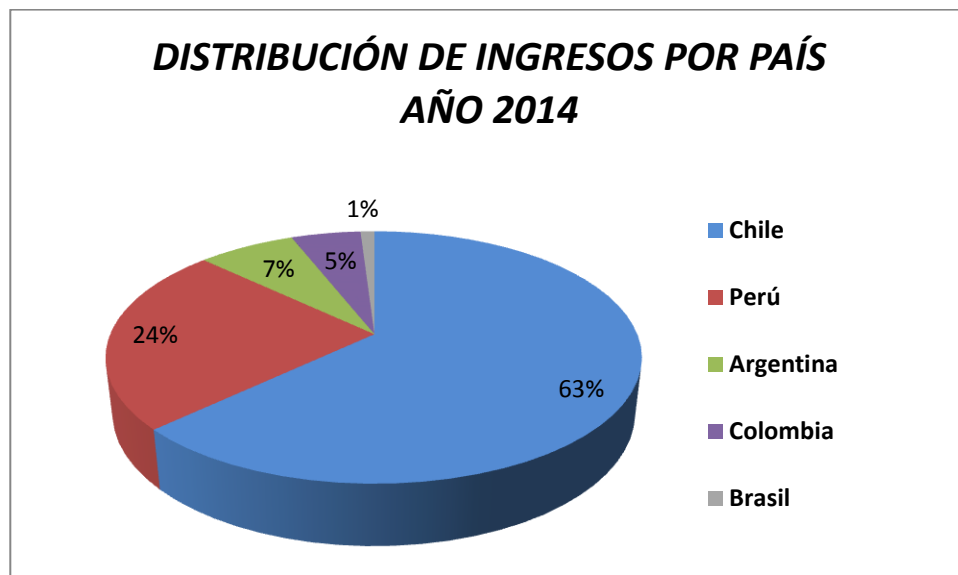
3.2.3 Misión

Generar una oferta innovadora de productos y servicios de buena calidad, a precios convenientes y con soluciones a la medida de cada mercado, para las personas y el hogar, a lo largo de su ciclo de vida, siendo líderes y con un desarrollo sostenible.

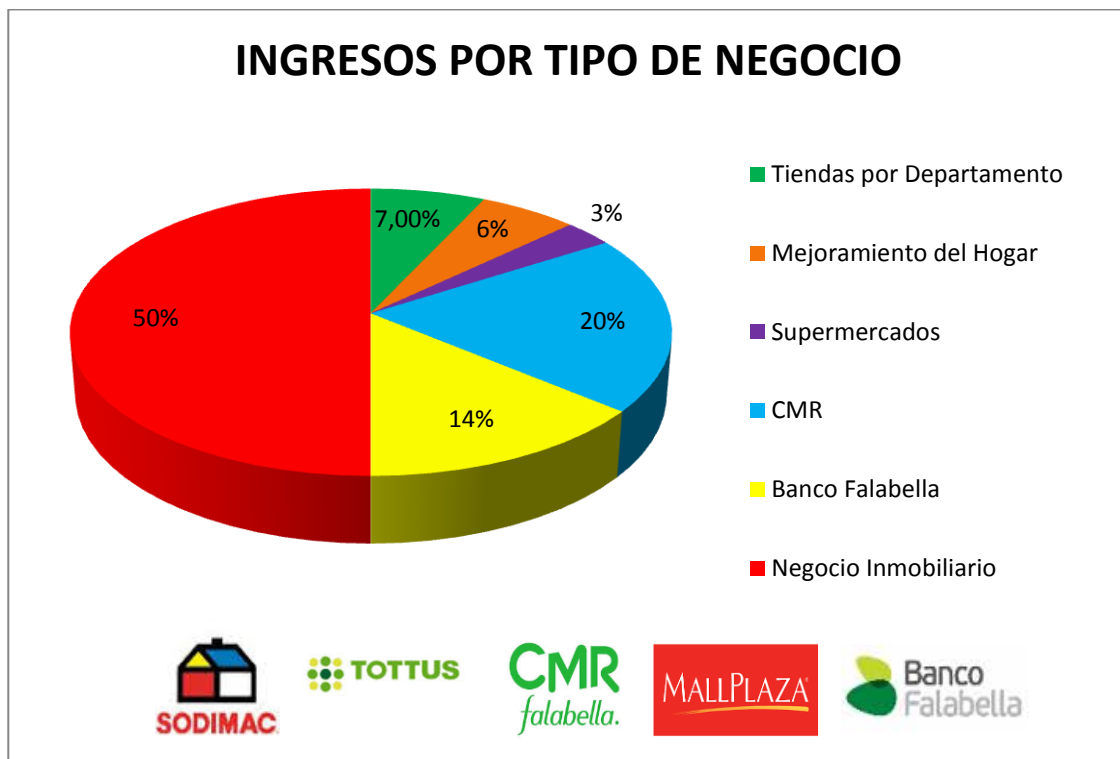
3.2.4 Actividad a la que se dedica

Falabella es una de las compañías más grandes y consolidadas de América Latina. Desarrolla su actividad comercial a través de varias áreas de negocio, siendo las principales, la tienda por departamentos, grandes superficies, mejoramiento y construcción del hogar, compañía de financiamiento comercial CMR, banco, viajes y seguros Falabella.

El éxito de la compañía se sustenta principalmente por el sector financiero, continuado por las tiendas por departamento y mejoramiento del hogar, adquiriendo alrededor de 440 tiendas y 38 centros comerciales con más de 65.000 colaboradores con presencia en Chile, Argentina, Perú, Brasil y Colombia.



Fuente: Elaboración Propia.



Fuente: Elaboración Propia.

CAPÍTULO IV. METODOLOGÍA

4.1 PROPUESTA METODOLÓGICA

El estudio sobre la estructura de capital de las empresas Cencosud S.A y Falabella S.A, a través de un análisis descriptivo, intenta explicar la combinación entre recursos propios y recursos proporcionados por terceros utilizados por éstas, para financiar sus proyectos de inversión.

La literatura empírica proporciona conflictivas evaluaciones acerca de cómo las empresas eligen la estructura de capital. Se dice que no existe una teoría universal sobre la elección de deuda y patrimonio, sin embargo, nuestro objetivo es tratar de determinar la combinación de deuda v/s patrimonio que maximice el valor de la empresa. Es por esto, que para determinar la estructura óptima de financiamiento de las compañías nos hemos enfocado en las teorías de la estructura de capital, con el objetivo de analizar cada una de ellas y establecer cuál de las teorías es la que más se asemeja a la realidad de las empresas.

4.2 DISEÑO DE LA PROPUESTA METODOLÓGICA DE VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS

Para la realización del presente estudio se utilizará el método cuantitativo con un enfoque descriptivo, el cual nos permitirá recoger, organizar, resumir, analizar y presentar, los resultados de las observaciones, obtenidas a través de las indagaciones acerca del comportamiento de la estructura de capital de las empresas Cencosud S.A y Falabella S.A., a partir del cálculo de diferentes indicadores para determinar su estructura de capital óptima.

4.2.1 Actividades Investigativas

Etapa 1: Recopilación de información

La recopilación de los datos se basará en:

- Estudios, investigaciones, actas y otros documentos presentados por las empresas.
- Lectura y análisis de revistas, periódicos y datos estadísticos.
- Revisión de información financiera y contable de las empresas.

Etapa 2: Sistematización de la información

La información será organizada según el Marco Teórico, a través de la redacción, cuadros comparativos, entre otros, abarcando los siguientes tópicos:

- Introducción al concepto de estructura de capital.
- Relevancia de la estructura de capital.
- Evolución conceptual de la estructura de capital.
- Teoría clásica de la estructura de capital.
- Teorías Modernas de la estructura de capital.

Etapa 3: Población / Muestra

Las entidades abarcadas en este estudio serán las dos más grandes cadenas de retail “Cencosud S.A y Falabella S.A”.

Etapa 4: Instrumentos en la recogida de datos

Para realizar tanto el análisis descriptivo, como el posterior análisis estadístico de determinadas variables, se efectuarán los siguientes instrumentos:

- 1- Análisis documental de los Estados Financieros de las empresas.
- 2- Cuadro comparativo de las estructuras de capital.
- 3- Cálculo de los distintos ratios económicos-financieros, que se consideran más significativos de cara a analizar la estabilidad, solvencia y rentabilidad de las firmas.

A continuación se definen cada uno de los ratios utilizados:

1. Ratio de liquidez, circulante o solvencia

- Razón corriente y Prueba ácida

Nos indica si una empresa es solvente en el corto plazo y, por tanto, si es capaz de hacer frente a los pagos que se derivan del ciclo de explotación.

Mantener un ratio de liquidez adecuado es una tarea diaria que las empresas deben realizar muy cuidadosamente. Cabe decir, que existen empresas que incluso con un ratio de liquidez elevado, presentan problemas a la hora de hacer frente a sus deudas de corto plazo debido a una mala gestión de los recursos de los que disponen. Por ello, es importante que la buena gestión esté presente en todo momento. El ratio de liquidez se define de la siguiente forma:

$$\text{Ratio de liquidez} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

$$\text{Prueba ácida} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo corriente}}$$

2. Ratios de solvencia, endeudamiento o apalancamiento

- Endeudamiento patrimonial

Es el coeficiente que muestra el grado de endeudamiento con relación al patrimonio. Este ratio evalúa el impacto del pasivo total sobre el patrimonio.

$$\text{Estructura de capital} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio}}$$

- Ratio de endeudamiento

Ofrece una visión sobre la composición del activo y sobre su distribución entre recursos ajenos y capital propio. Se considera una variable básica a la hora de determinar la estructura financiera óptima de una empresa. El valor de este ratio depende de la agresividad de la política financiera

que esté dispuesta a asumir la empresa, de las características del sector de que se trate y de la coyuntura económica nacional e internacional.

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$$

3. Ratios de Rentabilidad

- Margen de operación

El margen de operación mide la rentabilidad de la empresa como una parte de sus ventas totales, da una visión amplia del desempeño de la empresa, pero que no está exento de limitaciones. Cuanto más alto es el porcentaje de funcionamiento, más rentable será la empresa.

$$\text{Margen de operación} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Ingresos de explotación}}$$

- Margen de utilidad

Indica la cantidad de utilidad que se obtiene de las ventas después de descontar el costo de los bienes vendidos. Un margen de utilidad alto, significa que la empresa tiene un costo bajo de los bienes vendidos.

$$\text{Margen de utilidad} = \frac{\text{Utilidad del ejercicio}}{\text{Ingresos de explotación}}$$

- Rentabilidad sobre activos (ROA)

El ROA expresa la rentabilidad económica del negocio.

$$\text{Rentabilidad sobre activos} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Activos}}$$

- Rentabilidad del patrimonio (ROE)

Indica la rentabilidad de los capitales propios o de los accionistas, con independencia de que el beneficio empresarial se reparta en forma de dividendos o se acumule en la empresa en forma de reservas.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad del ejercicio}}{\text{Patrimonio}}$$

Etapa 5: Análisis de resultados

El análisis de datos consiste en examinar, categorizar, tabular y recombinar la evidencia para poder alcanzar las proposiciones de estudio. Los resultados pueden ser interpretados de diferentes maneras. En este caso, los resultados permiten una comparación entre los factores que han llevado a las empresas a obtener éxito en el mercado.

Para analizar la información recopilada se utilizará el Análisis de los Ratios de liquidez, endeudamiento y rentabilidad, de acuerdo a los siguientes esquemas:

RAZONES DE LIQUIDEZ Y ENDEUDAMIENTO ENTRE EL 31 DE DICIEMBRE DEL 2014 Y 2012			
ÍNDICES FINANCIEROS - LIQUIDEZ – LEVERAGE	2014	2013	2012
RAZÓN CORRIENTE			
PRUEBA ÁCIDA			
RAZÓN ENDEUDAMIENTO			
RAZÓN PASIVO/ACTIVO			
RAZÓN DEUDA DE CORTO PLAZO			

RAZONES DE RENTABILIDAD ENTRE EL 31 DE DICIEMBRE DEL 2014 Y 2012			
ÍNDICES FINANCIEROS - LIQUIDEZ – LEVERAGE	2014	2013	2012
MARGEN DE OPERACIÓN			
MARGEN DE UTILIDAD			
RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO (ROE)			
RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS (ROA)			

Etapa 6: Discusión de resultados

Se realizará un análisis comparativo entre los resultados obtenidos, a través de los instrumentos y de las teorías que sustentan la investigación, establecida en el Marco Teórico, enfocando nuestros análisis en los factores determinantes de una estructura de capital óptima.

Etapas 7: Elaboración de conclusiones

Las conclusiones finales serán elaboradas a partir de los resultados obtenidos, de su discusión, y de los objetivos de la investigación.

CAPÍTULO V. DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN**5.1 ANÁLISIS DE RESULTADOS**

EMPRESA CENCOSUD S.A				
Estructura de Capital al 31/12/2014				
Valores expresados en miles de pesos chilenos (M\$)				
Fuentes de Financiamiento	31/12/2014 (M\$)	%	31/12/2013 (M\$)	%
Pasivos No Corrientes				
Pasivos financieros	2.402.716.245	31,70	2.218.035.025	31,18
Cuentas comerciales por pagar	34.449.920	0,45	8.954.817	0,12
Otras provisiones	104.765.779	1,38	88.222.586	1,24
Pasivo por impuestos diferidos	674.881.877	8,91	471.481.007	6,63
Otros pasivos no financieros	69.433.310	0,92	65.474.690	0,92
Total Pasivos No Corrientes	3.286.247.131	43,36	2.852.168.125	40,09
Patrimonio				
Capital emitido	2.321.380.936	30,64	2.321.380.936	32,63
Ganancias (pérdidas) acumuladas	2.166.548.572	28,60	2.049.483.333	28,81
Prima de emisión	526.633.344	6,91	526.633.344	7,40
Otras reservas	(722.245.257)	(9,5)	(636.230.610)	(8,94)
Patrimonio De Los Propietarios	4.292.317.595	56,65	4.261.267.003	59,9
Participaciones no controladas	(831.784)	(0,01)	100.086	0,001
Patrimonio Total	4.291.485.811	56,64	4.261.367.089	59,91
Total Pasivos L/P y Patrimonio	7.577.732.942	100,00	7.113.535.214	100,00

EMPRESA S.A.C.I FALABELLA				
Estructura de Capital al 31/12/2014				
Valores expresados en miles de pesos chilenos (M\$)				
Fuentes de Financiamiento	31/12/2014 (M\$)	%	31/12/2013 (M\$)	%
Pasivos No Corrientes				
Pasivos financieros	2.319.046.766	24,78	1.722.765.537	21,19
Cuentas por pagar a relacionadas	-	-	340.547	0,00
Otras provisiones a largo plazo	14.898.205	0,16	4.839.707	0,06
Pasivo por impuestos diferidos	369.652.474	3,95	247.097.078	3,04
Otros pasivos no financieros	30.706.165	0,33	23.744.207	0,29
Provisiones por beneficio a empleados	19.717.004	0,21	14.934.866	0,18
Total Pasivos No Corrientes	2.754.020.614	29,43	2.013.721.942	24,76
Pasivos Negocio Bancarios				
Depósitos y otras obligaciones varias	1.917.748.796	20,50	1.718.399.565	21,13
Contratos de derivados financieros	8.637.377	0,09	4.486.973	0,06
Obligaciones con bancos	66.923.264	0,71	52.451.222	0,65
Instrumentos de deuda emitidos	240.739.591	2,57	277.114.232	3,41
Otras obligaciones financieras	175.729.113	1,88	188.589.350	0,23
Impuestos corrientes y diferidos	59.511	0,00	4.461.656	0,05
Provisiones	5.491.575	0,06	6.049.741	0,07
Otros pasivos	49.257.187	0,53	41.506.288	0,51
Total Pasivos Negocios Bancarios	2.464.586.414	26,34	2.293.059.027	28,20
Total Pasivos No Corrientes	5.218.607.028	55,77	4.306.780.969	52,96
Patrimonio				
Capital emitido	533.409.643	5,70	530.806.267	6,53
Ganancias (pérdidas) acumuladas	2.913.524.436	31,14	2.676.678.527	32,92
Prima de emisión	93.482.329	1,00	67.679.807	0,83
Acciones propias en cartera	(3.495.432)	(0,04)	-	-
Otras reservas	(92.000.283)	(0,98)	(123.136.318)	(1,51)
Patrimonio De Los Propietarios	3.444.920.693	36,82	3.152.028.283	38,76
Participaciones no controladas	693.344.727	7,41	672.617.382	8,27
Patrimonio Total	4.138.265.420	44,23	3.824.645.665	47,04
Total Pasivos L/P y Patrimonio	9.356.872.448	100,00	8.131.426.634	100,00

CENCOSDUD: RAZONES DE LIQUIDEZ Y ENDEUDAMIENTO ENTRE EL 31 DE DICIEMBRE DEL 2014 Y 2012			
ÍNDICES FINANCIEROS - LIQUIDEZ – LEVERAGE	2014	2013	2012
Razón corriente = $\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,96	0,82	0,70
Prueba ácida = $\frac{\text{Activo corriente} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,61	0,47	0,42
Estructura de capital = $\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio}}$	1,50	1,36	1,86
Razón endeudamiento = $\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$	0,60	0,58	0,65
Razón deuda de corto plazo = $\frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Deuda total}}$	0,49	0,51	0,52

La razón corriente en los períodos 2012 - 2013 de la Empresa Cencosud ha presentado un aumento de 0,12 veces, lo que se explica básicamente por el mayor incremento del activo circulante (0,41%) respecto del pasivo circulante (-4,77%). La Razón Ácida aumenta en 0,5 entre los periodos respectivos, debido a que el activo circulante libre de existencias se reduce en un -0,63% y el pasivo circulante ha disminuido en un -4,77%. En el año 2014 el índice de liquidez corriente fue de 0,96 veces, por lo que se explica un incremento del activo circulante (3,83%) y una reducción del pasivo circulante (0,04%). La Razón Ácida aumenta desde 0,47 en el año 2013 a 0,61 veces el año 2014 debido a la disminución del pasivo.

La razón de endeudamiento disminuyó desde 1,86 en diciembre del año 2012 a 1,36 en el mismo período del año 2013. Posteriormente incrementó en un 1,50 lo que se explica por un aumento del total de pasivos en un 2,28% y una disminución de -2,28% en el patrimonio (incluyendo el interés minoritario).

FALABELLA: RAZONES DE LIQUIDEZ Y ENDEUDAMIENTO ENTRE EL 31 DE DICIEMBRE DEL 2014 Y 2012			
ÍNDICES FINANCIEROS - LIQUIDEZ – LEVERAGE	2014	2013	2012
Razón corriente = $\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	1,44	1,53	1,51
Prueba ácida = $\frac{\text{Activo corriente} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,93	1,00	1,01
Estructura de capital = $\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio}}$	1,74	1,58	1,49
Razón de endeudamiento = $\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$	0,63	0,61	0,60
Razón deuda de corto plazo = $\frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Pasivo total}}$	0,27	0,29	0,29

La razón corriente para la empresa Falabella presentó un aumento de 0,02 entre el 2012 - 2013, debido al menor incremento del activo circulante en un 0,6% respecto del pasivo circulante 0,08%. La Razón Ácida a su vez disminuye desde 1,01 en el año 2012 a 1,00 veces el 2013 debido a que el activo circulante libre de existencias aumento en un 0,15% y el pasivo circulante en un 0,08%. En Diciembre 2014 el índice de liquidez corriente fue de 1,44 veces, por lo que se explica una reducción del activo circulante en un -1,89 y una menor disminución del pasivo circulante en un 0,18%. La Razón Ácida desciende desde un 1,00 en el año 2013 a 0,93 veces el 2014 debido a la disminución del pasivo.

La razón de endeudamiento aumentó desde 1,49 en diciembre del año 2012 a 1,58 en el mismo período del año 2013. Posteriormente aumentó en un 1,74 lo que se explica por un aumento del total de pasivos en un 2,17% y una disminución del patrimonio (-2,17).

CENCOSUD: RAZONES DE RENTABILIDAD ENTRE EL 31 DE DICIEMBRE DEL 2014 Y 2012				
ÍNDICES FINANCIEROS - LIQUIDEZ – LEVERAGE		2014	2013	2012
Margen de operación =	$\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Ingresos de explotación}}$	0,05	0,05	0,03
Margen de utilidad =	$\frac{\text{Utilidad del ejercicio}}{\text{Ingresos de explotación}}$	0,01	0,02	0,01
Rentabilidad de patrimonio (ROE) =	$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio}}$	0,02	0,01	0,01
Rentabilidad sobre la inversión (ROA) =	$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Total de activos}}$	0,01	0,01	0,05

El margen de utilidad experimentó un aumento de un 1% entre el año 2012 y 2013, disminuyendo en el mismo porcentaje durante el periodo siguiente.

La rentabilidad sobre el patrimonio en los periodos 2012 - 2013 se ha mantenido constante, incrementando posteriormente en un 2% en el año 2014.

FALABELLA: RAZONES DE RENTABILIDAD ENTRE EL 31 DE DICIEMBRE DEL 2014 Y 2012				
ÍNDICES FINANCIEROS - LIQUIDEZ – LEVERAGE		2014	2013	2012
Margen de operación =	$\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Ingresos de explotación}}$	0,01	0,01	0,01
Margen de utilidad =	$\frac{\text{Utilidad del ejercicio}}{\text{Ingresos de explotación}}$	0,07	0,08	0,07
Rentabilidad de patrimonio (ROE) =	$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio}}$	0,13	0,12	0,11
Rentabilidad sobre la inversión (ROA) =	$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Total de activos}}$	0,05	0,05	0,04

El margen de utilidad experimentó un aumento de un 1% entre el año 2012 y 2013, disminuyendo posteriormente en el mismo porcentaje durante el periodo siguiente.

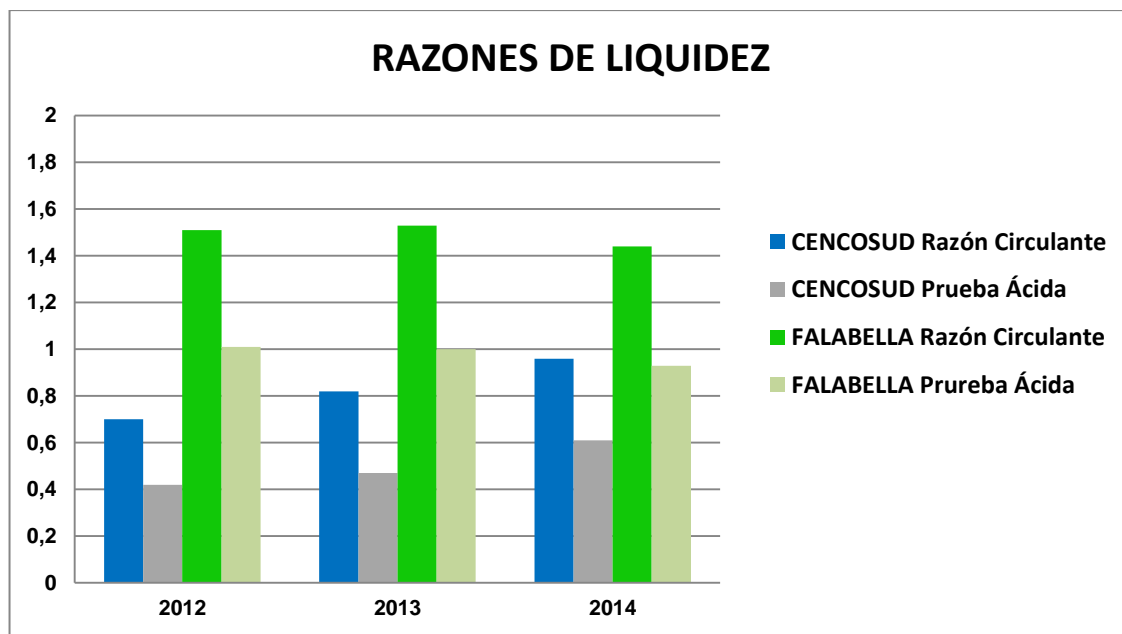
La rentabilidad sobre el patrimonio ha ido incrementando durante los años posteriores, alcanzando en el año 2014 un 13%.

5.2 DISCUSIÓN DE RESULTADOS

Las ratios financieras son herramientas que nos permiten comprender la situación financiera de la empresa. Evidentemente, dependiendo de cuál sea el sector en que se mueve la empresa y de las características inherentes del negocio, nos ayudará a realizar un análisis financiero preciso sobre la viabilidad, la rentabilidad, la liquidez y la solvencia, con el fin de mejorar la gestión de la empresa.

Al realizar el análisis comparativo de las empresas Cencosud y Falabella obtenemos los siguientes resultados:

- Ratios de liquidez

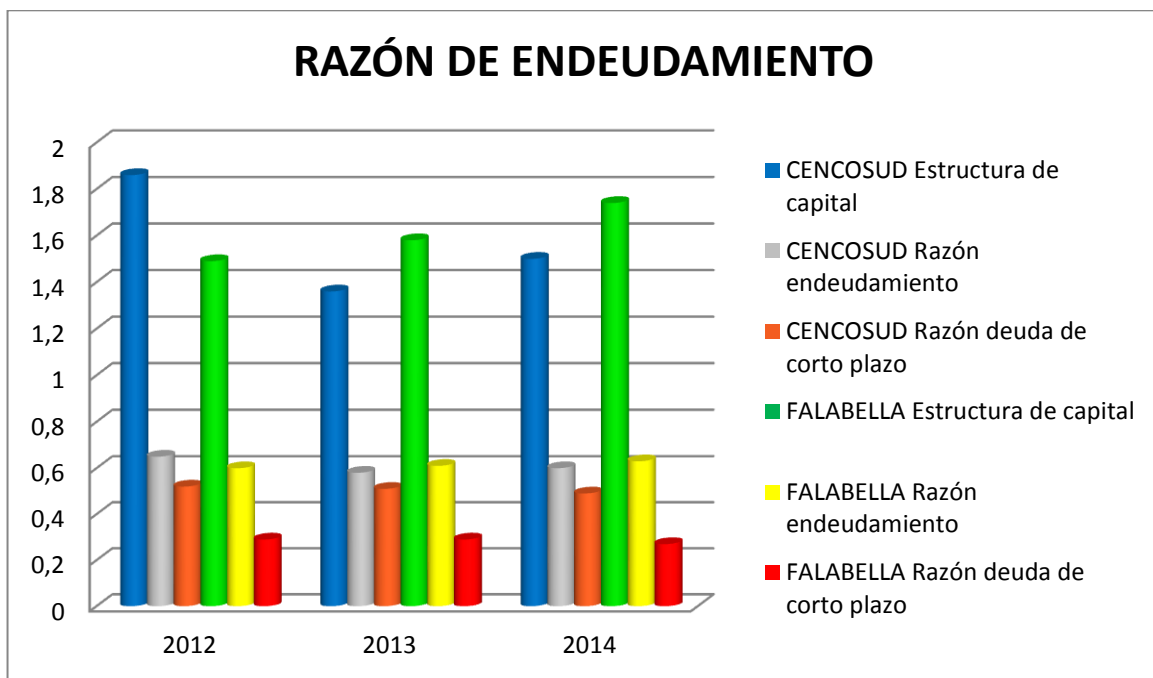


Elaboración Propia.

Al analizar la razón circulante de la empresa Cencosud notamos que todos los años es mayor a 0,70 veces, es decir, logra cubrir entre un 70% a un 96% de sus deudas, lo que puede conllevarla a una suspensión de sus pagos debiendo hacer frente a sus deudas de corto plazo teniendo que tomar parte del activo fijo. Muy por el contrario, al analizar la empresa Falabella durante el mismo periodo de tiempo, ésta presenta una razón circulante mayor a 1,4 veces, por lo que puede absorber entre un 144% a un 153% de sus deudas, lo que da señales al mercado de existencia de liquidez, por lo que la empresa puede invertir sus recursos de manera de darles un uso eficiente. Este indicador no muestra variaciones muy significativas respecto de un año a otro, denotando así cierta estabilidad para la empresa Falabella, no así para la empresa Cencosud que presenta variaciones más significativas.

Al momento de excluir los inventarios del análisis podemos constatar que en realidad la empresa Cencosud no posee suficiente liquidez para cumplir con sus obligaciones de pago, lo que evidencia que el inventario constituye un elemento de peso dentro de su activo circulante. Falabella, por su parte, sigue manteniendo un índice de liquidez favorable para dar cumplimiento a sus pasivos de corto plazo, y a su vez, realizar inversiones para obtener mayores rentabilidades.

- Ratios de endeudamientos



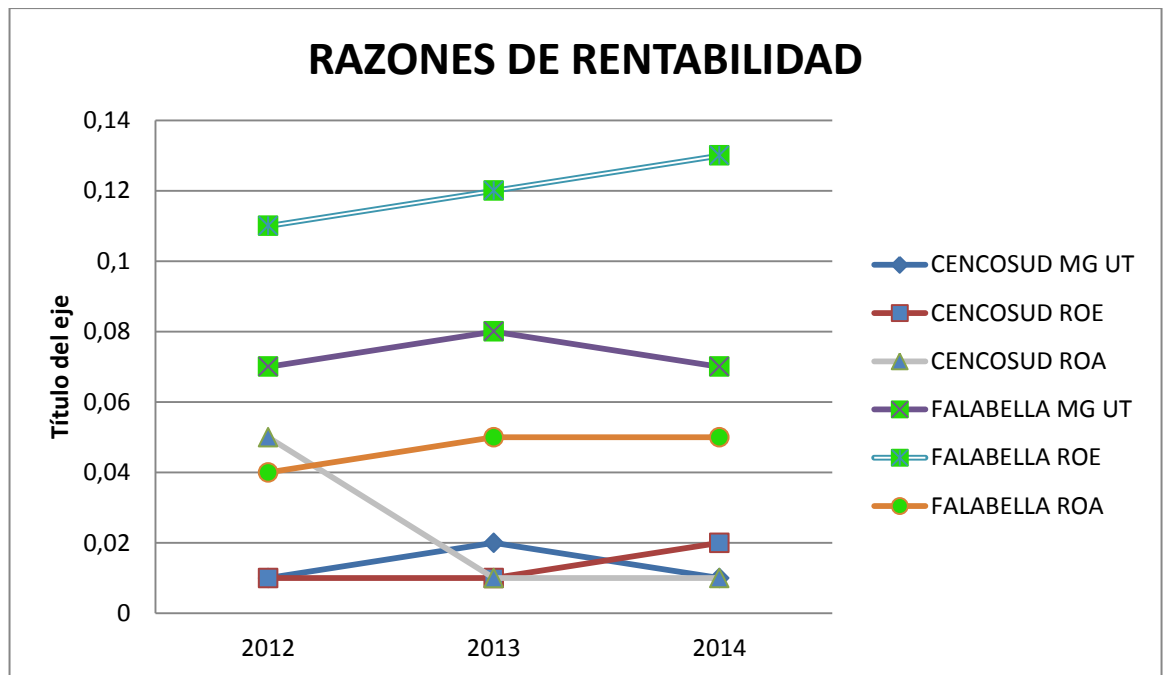
Elaboración Propia.

El análisis de este ratio es clave para nuestro estudio ya que es el objetivo de nuestro trabajo. En el caso de la empresa Cencosud la estructura de capital expresa un índice de 1,50, lo que refleja un mayor endeudamiento frente a los recursos propios, es decir, que por cada peso aportado por los dueños hay un 150% aportado por los acreedores. El leverage en el año 2014 es de un 0,60, lo que señala que el 60% de los activos totales se encuentran financiados por los acreedores, y de liquidarse estos activos al precio en libros quedaría un saldo de un 42% de su valor, después del pago de las obligaciones vigentes. La entidad presenta un equilibrio en cuanto a sus pasivos, los cuales se encuentran divididos en un 50% para pasivos de corto y largo plazo.

Falabella, por su parte, posee una estructura de capital superior en endeudamiento en comparación con Cencosud, alcanzando un índice en el año 2014 de 1,74. El endeudamiento refleja un 63% de deuda sobre los activos totales, lo cual nos indica que la empresa posee un alto

capital contribuido por terceros. Sin embargo, el 30% de sus pasivos son de corto plazo y un 70% corresponderían a deudas de largo plazo.

- Ratios de rentabilidad



Elaboración Propia

Las utilidades del holding Cencosud ascendieron a \$191.024 millones en el año 2014 disminuyendo en un 16,9% en comparación con el año 2013, ésta caída se debió principalmente al impacto en la devaluación del peso chileno con respecto al dólar, entre otros factores tales como el aumento de la inflación en Chile y el reconocimiento de impuestos diferidos en Colombia por \$39.609 millones. En cuanto a los ingresos, éstos crecieron en un 5,5% alcanzando los \$10.912.855 millones.

La rentabilidad sobre el patrimonio de igual manera se mantuvo constante en un 1%, creciendo posteriormente en el periodo siguiente (2%). Sin embargo la rentabilidad sobre la inversión se ve

fuertemente reducida en un 4%, obteniendo una rentabilidad baja sobre la inversión realizada durante el año 2013. Los resultados obtenidos en los últimos años, llevo a la empresa a tomar la decisión de reducir en un 41% su plan de inversión para el 2014 con respecto al año anterior, lo que buscaría disminuir su nivel de endeudamiento.

Falabella para el año 2014 experimentó un incremento en sus utilidades de un 4,7% anual. En este sentido, la ganancia neta del retailer ascendió a \$464.729 millones. Los ingresos por su parte crecieron en un 13,6% en relación con lo registrado en el año 2013 ascendiendo a un total de \$7.562.799 millones, lo que se explica debido a una mayor área de ventas por la incorporación de 31 nuevas tiendas en la región durante el año.

Los ingresos provenientes de operaciones fuera de Chile representan un 40% de los ingresos totales del grupo, reflejando la diversificación regional que ha estado impulsando la compañía.

Durante el período 2014 el índice del margen de utilidad se ha mantenido casi constante quedando en un 7%, lo que se explica principalmente por las disminuciones de provisiones y los aumentos en las importaciones, los que impactaron positivamente en el desempeño de la empresa. Por ende, la rentabilidad del patrimonio en el año 2013 va creciendo lentamente quedando en un índice positivo de un 13%. En relación con la rentabilidad de la inversión, ésta se ha mantenido con una variación poco significativa oscilando alrededor del 5% lo que implica un mayor rendimiento en las ventas y del dinero invertido.

❖ Comparación de las empresas analizadas

Desde el punto de vista comparativo se establecen las siguientes diferencias entre las empresas Cencosud y Falabella:

- En relación con los ingresos Falabella vende un 60% de lo que factura Cencosud, pero gana un 37% más, con respecto a éste.
- Mientras el grupo Cencosud se ha enfocado en crecer vía adquisiciones, Falabella ha apostado por consolidar sus operaciones.
- Ambos apuestan por distintos negocios. Cencosud se inclina al negocio de los supermercados, el que le aporta más del 70% de las ventas del conglomerado. Mientras que Falabella tiene sus ingresos más diversificados en multitiendas, tiendas para el mejoramiento del hogar, supermercados y centros comerciales. No obstante, en el mercado se destaca que el negocio de los supermercados, si bien es menos rentable, no se ve afectado ante crisis económicas, pues la gente no deja de comprar alimentos y artículos de higiene, a diferencia de los bienes durables como refrigeradores o televisores.
- En relación al crecimiento, en más de una ocasión Cencosud y Falabella se han disputado una empresa. La última jugada fue a favor de Cencosud, que se quedó con los activos de Carrefour en Colombia por nada menos que \$2.500 millones de dólares. Sin embargo, Falabella no ha estado de brazos cruzados. La compañía está evaluando crecer vía adquisiciones en Latinoamérica.
- En relación con la inversión, Falabella anunció una inversión agresiva de casi \$4.363 millones de dólares, para el periodo comprendido entre el 2015 y 2018, planeando casi

duplicar el número de tiendas en Chile, Perú y Colombia en los próximos años, sin aumentar su apalancamiento y apoyándose en su sólida generación de caja. Por su parte, Cencosud que ya ha invertido fortunas en comprar supermercados en Brasil, Perú y Colombia ha optado por reducir sus inversiones este año a \$545 millones de dólares con el propósito de disminuir sus niveles de endeudamiento.

- La trayectoria de la tasa de los bonos en dólares de Cencosud y Falabella se ha comportado en forma similar en los últimos años. Si bien durante un periodo el diferencial entre ambos mostró un aumento, se ha ido reversando desde comienzos del año 2014.
- Cencosud y Falabella se ubican en torno a 1 desviación estándar por debajo de sus medianas históricas. En este contexto, privilegiamos los títulos de Falabella dada una mejor perspectiva para sus resultados en el mediano plazo y la menor exposición a Argentina y Brasil que tiene u operación.

❖ **Factores que influyen sobre las decisiones de la estructura de capital de las empresas Cencosud S.A y Falabella S.A**

Con el estudio de los diversos factores determinantes en las decisiones de la estructura de capital de las empresas, se hace relevante mencionar los factores principales que intervienen en éstas.



- Estabilidad de las Ventas

Esta es una variable relevante a la hora de poder incurrir en deudas. En este caso ambas empresas presentan una estabilidad constante en sus ventas y en sus utilidades, lo que les permite asumir con mayor seguridad gastos fijos producto de inversiones a largo plazo.

- Estructura de activos

Para establecer la estructura óptima de capital de las empresas es trascendental conocer la estructura de inversión de éstas. En esta circunstancia, tanto Cencosud como Falabella ostentan una estructura de capital potenciada en sus activos, lo que en teoría, les sirve de garantía al momento de adquirir deudas en montos significativos y de largo plazo.

- Apalancamiento operativo

Se dice que una empresa tiene un alto grado de apalancamiento operativo cuando un alto porcentaje de los costos totales es fijo. En consecuencia, cuando una empresa tiene un bajo apalancamiento producto de un buen comportamiento en las ventas y una excelente estructura de costos, los negocios podrán extender su apalancamiento financiero con el fin de aumentar sus ventas y buscar un incremento en sus utilidades operacionales. Es importante manifestar que el apalancamiento operacional juega un papel relevante en el desarrollo económico de estas empresas, por ello, el administrador debe actuar en función de disminuir los costos fijos, lo cual redundará en beneficios económicos que al final del ejercicio se ven reflejados en el Estado de Resultados.

- Tasa de crecimiento

La tasa de crecimiento futuro de las ventas, es una medida en la cual las utilidades por acción de las empresas tienen la posibilidad de aumentar el apalancamiento. Por ende, estas empresas que poseen un sostenido incremento, producto principalmente del crecimiento orgánico y la mayor consolidación en sus operaciones, acuden la mayoría de las veces a fuentes externas de financiamiento. Puesto que el financiamiento a través de recursos propios de los inversionistas, es más costoso que el financiamiento a través de terceros. Los accionistas por su parte siempre buscarán tasas de rentabilidad superiores o iguales al costo de la financiación externa.

- Rentabilidad

Los negocios que generan altas tasas de rentabilidad producto del buen comportamiento de las

utilidades, pueden financiarse a través de su propia generación interna de recursos. Cuando esto sucede, las empresas reducen su nivel de endeudamiento gracias al comportamiento que sufre el patrimonio como consecuencia del incremento de las utilidades retenidas.

- Impuestos

Las leyes y regulaciones aplicables también pueden desempeñar un rol importante en las decisiones de la estructura de capital de estas compañías, dado que los pagos de deuda son deducibles de impuestos. Es decir, cuando la tasa de impuestos es alta conviene una estructura de capital donde predomine el financiamiento a través de entidades financieras debido al beneficio tributario que tienen los intereses.

- Actitudes de la gerencia

Las cualidades de la alta dirección juegan un rol importante al momento de definir la estructura de capital. Un modelo mental conservador, donde la aversión por el riesgo es alta, puede obligar a la empresa a optar por una estructura más patrimonial y en consecuencia, a presentar retornos bajos sobre su capital. En cambio, un modelo mental agresivo buscará financiarse preferiblemente a través de terceros buscando incrementar sus utilidades y por consiguiente, a presentar retornos muchos más atractivos. La metodología utilizada por Falabella muestra una política de financiamiento de inversión relativamente conservadora, como las evidenciadas históricamente, sin generar una presión adicional en sus indicadores financieros. Por otro lado, Cencosud ha experimentado políticas ofensivas mediante planes de inversión agresivos, los que han fortalecido sus operaciones adquiriendo un tamaño relevante a lo largo del tiempo.

- Condiciones de mercado

Los ciclos económicos negativos podrían eventualmente afectar con fuerza el sector retail, disminuyendo considerablemente el nivel de ventas en la industria y el acceso al crédito, derivado de un aumento en el riesgo. De esta manera, las futuras condiciones económicas pueden afectar el ingreso disponible, los niveles de empleo, las condiciones de competencia en la industria, las

tasas impositivas y las tasas de interés. Por lo tanto, las empresas tienden a evitar un alto ratio de deuda en un mercado complicado debiendo resguardar las medidas necesarias al respecto. A raíz de ello y anticipándose al deterioro de la actividad económica durante el año 2014, las compañías disminuyeron sus inventarios y se reenfocaron hacia categorías menos expuestas a la debilidad del consumo.

- Riesgo de negocio

Es el riesgo básico de las operaciones de una empresa sin tener en cuenta la deuda. Un mayor riesgo de negocio debe ser contrarrestado por un menor ratio de deuda en la estructura de capital, por lo que las empresas buscan evitar un nivel endeudamiento elevado que las exponga a una situación financiera crítica.

- Flexibilidad financiera

A menor proporción de deuda de una empresa, mayor flexibilidad en períodos económicos difíciles. La flexibilidad financiera es la capacidad de una empresa para obtener capital durante los períodos de crecimiento lento. En cuanto a este aspecto, Falabella y Cencosud disponen de una amplia flexibilidad financiera sustentada sobre la base de un amplio acceso al mercado financiero tanto nacional como internacional.

5.3 CONCLUSIONES

Una vez procesados, analizados y discutidos los datos obtenidos, y en función de los objetivos y teorías del presente trabajo, se ha llegado a las siguientes conclusiones:

El análisis de estados financieros es muy necesario para la toma de decisiones ya que le permite a la empresa saber su posición financiera. Las evidencias obtenidas nos indican que las características específicas de las empresas analizadas sobre la estructura de capital, no difieren de manera significativa.

Para algunas variables explicativas se encuentran relaciones que son elocuentes, como es el caso de la variable que mide el tamaño de la empresa, esta variable tiene una relación fuertemente positiva reafirmando la teoría del balance estático, que supone que las empresas más grandes como por ejemplo Cencosud y Falabella, tienen más posibilidades de acceder a fuentes de financiamiento externas. También se logra apreciar una relación directa entre las oportunidades de crecimiento y su nivel de apalancamiento, debido a que los incrementos en el apalancamiento traen como resultado un aumento en el rendimiento y en el riesgo, y viceversa, lo cual sustenta la hipótesis del orden de jerarquía. Para la variable que explica la tangibilidad de los activos, la relación con el nivel de apalancamiento resulta positiva, explicando que a medida que crecen los activos fijos las empresas tienden a acrecentar su nivel de endeudamiento.

Para niveles bajos de endeudamiento la probabilidad de insolvencia financiera es insignificante lo que hace que el valor actual de su costo sea muy pequeño y que sea ampliamente superado por las ventajas fiscales. No obstante, en algún momento la probabilidad de insolvencia puede comenzar a aumentar rápidamente con cada unidad de deuda adicional, provocando que los costos de deuda y de agencia reduzcan el valor de mercado de la empresa superando la propia ventaja fiscal.

De las diversas teorías financieras sobre la estructura de capital mencionadas en el marco teórico, concluimos que la teoría que más se aproxima a la operatividad de las empresas Cencosud y Falabella es la del equilibrio estático, ya que ésta reconoce la existencia de efectos beneficiosos y efectos perjudiciales de la utilización de la deuda, derivados de las imperfecciones del mercado financiero. La teoría sostiene que existe una combinación de deuda-capital óptima, maximizadora del valor de la empresa, la cual se genera una vez que se equilibran los beneficios y los costos de la deuda.

Teóricamente el costo de capital de la empresa está en función de la estructura de capital utilizado para la ejecución de las inversiones y del costo de las fuentes de financiamiento. En la medida que el costo neto de la deuda sea mayor que el costo de oportunidad del inversionista, la empresa deberá trabajar con una relación deuda/capital reducida, es decir, endeudarse lo menos posible. Esta reflexión es posible en el supuesto que los inversionistas dispongan de suficiente capital propio. De cierta manera, al financiar una empresa con una relación deuda/capital relativamente alta, los accionistas tienden a sacrificar sus dividendos en efectivo, capitalizando sus utilidades para permitir que el negocio acelere la amortización de su deuda, o se buscan otras opciones de financiamiento que permitan sustituir deuda cara por un financiamiento más económico. En el otro extremo se tiene que el costo neto de la deuda sea menor que el costo de oportunidad, naturalmente este es el caso más deseado. Aquí se debe tener cuidado con el ahorro fiscal, es posible que durante los primeros años el negocio genere utilidades reducidas, incluso pérdidas, de modo que el ahorro fiscal no sea tangible. En el caso de deudas relativamente bajas, no debe descuidarse las posibilidades del pago anticipado, especialmente cuando ésta se pacta en moneda extranjera o a tasa variable, ya que se podrían percibir cambios que podrían afectar los resultados futuros del negocio.

En cuanto a los factores que influyen sobre las decisiones de la estructura de capital, distinguimos los de mayor importancia entre los que destacan; el riesgo financiero de la empresa (el financiamiento por medio de deuda, incrementa el riesgo que corren los accionistas y por ende su rendimiento); la posición fiscal de la empresa (el interés es deducible, lo cual disminuye el costo efectivo de las deudas. Si tiene una tasa fiscal baja la deuda no será ventajosa); la flexibilidad financiera (o la capacidad de obtener capital en términos razonables) y las actitudes

conservadoras o agresivas de la administración.

En base a los antecedentes anteriormente expuestos y a la información recopilada durante la investigación, los criterios considerados para la decisión sobre la viabilidad de la inversión a financiar utilizados por las empresas se apoyan principalmente en dos razones; una de ellas es la comparación de la rentabilidad de la inversión con el costo de capital. Si la rentabilidad de la inversión resulta mayor que el costo de oportunidad de los inversionistas, significa que esta alternativa de inversión permite pagar la deuda según lo pactado y a su vez los inversionistas se verán complacidos con el retorno mínimo esperado sobre su capital. La segunda razón, es la comparación de la rentabilidad de la inversión con el costo de oportunidad de los inversionistas. Si la rentabilidad marginal de la inversión, luego de pagar la deuda, supera al costo de oportunidad, significa que el negocio satisface las expectativas mínimas exigidas por los inversionistas.

Al finalizar la reciente investigación se puede interpretar que el endeudamiento es un problema de flujo de efectivo y que el riesgo de endeudarse consiste en la habilidad que tenga la administración de la empresa para generar los fondos necesarios y suficientes para pagar las deudas a medida que se van venciendo.

BIBLIOGRAFÍA

- L. DUMRAUF, GUILLERMO. (2012): "Teoría de la estructura de capital" en Finanzas corporativas. Un enfoque latinoamericano. 2° Edición. Buenos Aires, Argentina. pp. 417-450.
- DURAND, DAVID (1959): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Comment", American Economic Review, vol. 49, n° 4, septiembre, pp. 639-655.
- MILLER, MERTON H. (1963): "The Corporate Income Tax and Corporate Financial Policies", en Stabilization Policies, The Commission on Money and Credit, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, pp. 381-470.
- MODIGLIANI, FRANCO Y MILLER, MERTON H. (1963): "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", American Economic Review, vol. 53, n° 3, junio, pp. 433-443.
- VAN HORNE, JAMES. (1997): "Administración Financiera". 10° Edición, México D.F. Prentice Hall Hispanoamericana, S.A., pp. 258-294.
- ROSS, STEPHEN A. (2009): "Finanzas corporativas". 8° Edición. México, McGraw-Hill.
- ROSS, STEPHEN A. (1977): The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. The Bell Journal of Economics. Vol. 8, No. 1, Spring, pp. 24-40
- GRINBLATT, MARK. (2003): "Mercados financieros y estrategia empresarial". 2° Edición. Madrid - España, McGraw-Hill.
- SUÁREZ SUÁREZ, A. (2003): "Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa". 20° Edición. Madrid – España.
- JENSEN, M.C., Y MECKLING, W.H., (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, agency cost and ownership structure", Journal of financial economics, Vol. 3, pp 305-360
- MYERS STEWART Y MAJLUF, NICHOLAS. (July 1984): "Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have": Journal of Financial Economics. Vol. 13 pp. 187-221.

- PHILIPPATOS GEORGE Y RAMOS RAMÓN (1996): "Administración Financiera" Tomo II; Estructura y valuación de capital. 2° Edición. Santiago – Chile. Vol. 2. pp. 93-97.
- BREALEY, R., MYERS, S Y MARCUS A. (2004): "Fundamentos de Finanzas Corporativas". McGraw -Hill, 4° Edición. Madrid - España. pp. 106-121.
- HARRIS, M. Y RAVIV, A. (1991): "La teoría de la estructura de capital. El Journal of Finance. Vol. 46 N ° 1, marzo, pp 297-355.
- HAUGEN, R. Y SENBET, L. (1978): "La insignificancia de los costos de quiebra a la teoría de la estructura óptima". El Journal of Finance. Vol. 33, N ° 2, mayo, pp 383-393.
- HAUGEN, R. Y SENBET, L. (1988): "Ley de Quiebras y costos de agencia: su importancia para la teoría de la estructura de capital óptima. Diario de Gestión Financiera y cuantitativa Analysys. Vol. 23, N ° 1, marzo, pp 27-38.
- DURAND, DAVID (1952): "Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement", en Conference on Research in Business Finance, National Bureau of Economic Research, Nueva York, pp. 215-262 (<http://www.nber.org/books/univ52-1>).
- RIVERA, JORGE. (2002): "Teoría Sobre la Estructura de capital." Estudios Gerenciales. Universidad ICESI. Julio - septiembre. N ° 84, pp 31-59. <http://redalyc.uaemex.mx/pdf/212/21208402.pdf>
- SARMIENTO, RAFAEL. (2006): "Una Aproximación Metodológica para determinar la Estructura de la capital De Una firma Regulada". Cuadernos Latinoamericanos de Administración. Vol. II, N ° 1, pp. 33-51. <http://www.uelbosque.edu.co/files/Archivos/file/unaaproxmetodologica.pdf>
- AZOFRA, Y FERNANDEZ (1999): "Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de M&M. Teorías y realidades". Pp. 122-143. <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=65346>
- MODIGLIANI, F. Y MILLER, M. (1958): "El costo de capital de la Corporación Financiera y la Teoría de la Inversión", American Economic Review, vol. 48, N ° 3, pp. 261-297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- ZAMUDIO, N. (2005): "Estructura Financiera del sector Privado", pp. 18.

- <http://www.google.cl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CDUQFjAB&url=http%3A%2F%2Faprendeenlinea.udea.edu.co%2Frevistas%2Findex.php%2Fcoyuntura%2Farticle%2FviewFile%2F13250%2F11877&ei=6omgUq6RE5fJsQSYmoCwCg&usg=AFQjCNFq-o6gpQmVEPZd9pGZyxYr1P2OsA&sig2=MvbMKldEx8a6jmHExTS7Vw&bvm=bv.57155469,d.cWc>
- GITMAN, LAWRENCE J. (2007): "Principios de Administración Financiera". 11° Edición, México. <http://www.eumed.net/ce/2013/resena-principios-administracion-financiera-lawrence-gitman.html>
- ENCICLOPEDIA FINANCIERA. "Estructura de capital". <http://www.encyclopediainanciera.com/finanzas-corporativas/estructura-de-capital.htm>
- "La Estructura de Capital de la Empresa". <http://finanzasatualcance.com/aprende-con-nosotros/cursos-avanzados-2/valoracion-de-empresas/valoracion-de-empresas-lecciones/la-estructura-de-capital-de-la-empresa/>
- ALFONSO ESPINOZA DELOYA. "Estructura de Capital". <http://www.monografias.com/trabajos87/estructura-del-capital/estructura-del-capital.shtml>
- WIKIPEDIA. "Teorema de Modigliani – Miller". http://es.wikipedia.org/wiki/Teorema_de_Modigliani-Miller
- INOCENCIO MELÉNDEZ JULIO. "Administración del Capital". <http://www.monografias.com/trabajos95/administracion-capital/administracion-capital.shtml>
- ANDRES SUAREZ SUAREZ. Economía y finanzas de la teoría de los mercados a la teoría de la empresa.
- http://www.google.cl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CDQQFjAB&url=http%3A%2F%2Fpendientedemigracion.ucm.es%2Finfo%2Fassuarez%2Fart1.pdf&ei=F4mgUua9PJSsASvhYGACg&usg=AFQjCNGKWidv8tCCINf6LN_FLN1XHSYuQ&sig2=AiTRkbaNZRcX_zCTWeOow&bvm=bv.57155469,d.cWc
- Artículo: Las Proposiciones de Modigliani y Miller pasados treinta años. http://www.google.cl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=10&sqi=2&ved=0CHIQFjAJ&url=http%3A%2F%2Fwww.revistaasturianadeeconomia.org%2Fraepdf%2F43%2FP7_36MILLER.pdf&ei=UWHNUvnSCZCvkAexo4DgDg&usg=AFQjCNFIAnhllczH4jjz_kXTmH4w9r1bkg

- <http://www.pulso.cl/noticia/empresa-mercado/empresa/2014/01/11-36503-9-cencosud-reduce-su-plan-de-inversiones-para-2014-y-busca-disminuir-niveles-de.shtml>
- <http://america-retail.com/industria-y-mercado/cencosud-acorta-ventaja-en-ventas-de-falabella>
- http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/images/contentidoDescargable/informacionFinanciera/2014/consolidados/Estados_f90749000.pdf
- <http://www.cencosud.com/memoria2014/es/PDF/Cencosud%20Internacional%20Ltda%20y%20Subsidiarias.pdf>

ANEXOS

ANEXO I: RAZONES FINANCIERAS

RAZONES DE LIQUIDEZ Y ENDEUDAMIENTO ENTRE EL 31 DE DICIEMBRE 2014 Y 2012						
ÍNDICES FINANCIEROS	CENCOSUD			FALABELLA		
	2014	2013	2012	2014	2013	2012
LIQUIDEZ - LEVERAGE						
Razón corriente	0,96	0,82	0,70	1,44	1,53	1,51
Prueba ácida	0,61	0,47	0,42	0,93	1,00	1,01
Razón endeudamiento	1,50	1,36	1,86	1,74	1,58	1,49
Razón deuda/activo	0,60	0,58	0,65	0,63	0,61	0,60
Razón deuda a corto plazo	0,49	0,51	0,52	0,27	0,29	0,29

RAZONES DE RENTABILIDAD ENTRE EL 31 DE DICIEMBRE 2014 Y 2012						
ÍNDICES FINANCIEROS	CENCOSUD			FALABELLA		
	2014	2013	2012	2014	2013	2012
Margen de operación	0,05	0,06	0,03	0,01	0,01	0,01
Margen de utilidad	0,02	0,02	0,01	0,07	0,08	0,07
Rentabilidad del patrimonio (ROE)	0,02	0,02	0,01	0,13	0,12	0,11
Rentabilidad sobre la inversión (ROA)	0,01	0,01	0,05	0,05	0,05	0,04

CENCOSUD S.A**ANEXO II: ANÁLISIS VERTICAL DEL ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA**

	2014	2013	2012
ACTIVOS			
ACTIVOS CORRIENTES			
Efectivo y equivalentes al efectivo	2,04%	1,71%	2,44%
Otros activos financieros corrientes	0,45%	0,49%	0,70%
Otros activos no financieros, corrientes	0,10%	0,12%	0,12%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	7,29%	11,26%	10,86%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,01%	0,00%	0,00%
Inventarios	10,22%	10,38%	9,34%
Activos por impuestos corrientes	0,51%	0,23%	0,32%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	7,40%	-	-
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	28,02%	24,19%	23,78%
ACTIVOS NO CORRIENTES			
Otros activos financieros no corrientes	2,82%	0,92%	0,42%
Otros activos no financieros no corrientes	0,32%	0,38%	0,39%
Cuentas por cobrar no corrientes	0,32%	1,50%	1,44%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de participación	0,49%	0,50%	0,42%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3,74%	6,49%	7,48%
Plusvalía	15,70%	16,65%	17,14%
Propiedades, planta y equipo	28,08%	30,25%	31,17%
Propiedad de inversión	15,52%	15,58%	15,10%
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	0,40%	0,53%	0,00%

Activos por impuestos diferidos	4,59%	3,01%	2,66%
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	71,98%	75,81%	76,22%

ACTIVOS BANCARIOS

Créditos y cuentas por cobrar a clientes	0,00%	0,00%	0,00%
Otros activos	0,00%	0,00%	0,00%

TOTAL ACTIVOS SERVICIOS BANCARIOS	0,00%	0,00%	0,00%
------------------------------------------	--------------	--------------	--------------

TOTAL ACTIVOS	100,00%	100,00%	100,00%
----------------------	----------------	----------------	----------------

PATRIMONIO NETO Y PASIVOS**PASIVOS CORRIENTES**

Otros pasivos financieros corrientes	6,67%	7,34%	12,10%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	18,50%	19,45%	19,51%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,03%	0,01%	0,01%
Otras provisiones a corto plazo	0,14%	0,46%	0,32%
Pasivos por impuestos corrientes	0,57%	0,63%	0,48%
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	0,96%	0,96%	0,81%
Otros pasivos no financieros corrientes	0,40%	0,48%	0,87%
Pasivos mantenidos para la venta	2,02%	-	-

TOTAL PASIVOS CORRIENTES	29,29%	29,33%	34,10%
---------------------------------	---------------	---------------	---------------

PASIVOS NO CORRIENTES

Otros pasivos financieros no corrientes	22,42%	22,04%	24,24%
Cuentas por pagar no corrientes	0,32%	0,09%	0,08%
Otras provisiones a largo plazo	0,97%	0,88%	1,24%
Pasivo por impuestos diferidos	6,30%	4,68%	4,59%

Otros pasivos no financieros no corrientes	0,65%	0,65%	0,73%
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	30,66%	28,34%	30,88%
PASIVOS BANCARIOS			
Depósitos y otras captaciones a plazo	0,00%	0,00%	0,00%
Otros pasivos	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL PASIVOS SERVICIOS BANCARIOS	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL PASIVOS	59,95%	57,67%	64,98%
PATRIMONIO NETO			
Capital emitido	21,66%	23,06%	15,93%
Ganancias (pérdidas) acumuladas	20,22%	20,36%	19,16%
Primas de emisión	4,91%	5,23%	4,90%
Otras reservas	-6,74%	-6,32%	-4,98%
PATRIMONIO ATRIBUIBLE A LOS PROPIETARIOS	40,05%	42,33%	35,01%
Participaciones no controladoras	0,00%	0,00%	0,01%
TOTAL PATRIMONIO	40,05%	42,33%	35,02%
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	100,00%	100,00%	100,00%

FALABELLA S.A**ANEXO III: ANÁLISIS VERTICAL DEL ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA**

	2014	2013	2012
ACTIVOS			
NEGOCIOS NO BANCARIOS			
ACTIVOS CORRIENTES			
Efectivo y equivalentes al efectivo	1,86%	2,79%	2,28%
Otros activos financieros	0,17%	0,19%	0,33%
Otros activos no financieros	0,78%	0,70%	0,64%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	12,88%	13,75%	13,90%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,13%	0,04%	0,02%
Inventarios	8,98%	9,27%	8,85%
Activos por impuestos corrientes	0,44%	0,43%	0,55%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,04%	0,00%	0,00%
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	25,28%	27,17%	26,57%
ACTIVOS NO CORRIENTES			
Otros activos financieros	0,63%	0,13%	0,00%
Otros activos no financieros	0,29%	0,31%	0,25%
Derechos por cobrar	1,82%	1,67%	2,14%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de participación	1,44%	1,51%	1,57%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	2,06%	1,88%	1,90%
Plusvalía	4,08%	3,02%	3,01%
Propiedades, planta y equipo	18,68%	16,91%	17,12%

Propiedad de inversión	18,70%	19,51%	20,26%
Activos por impuestos diferidos	0,60%	0,46%	0,56%
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	48,30%	45,40%	46,81%
ACTIVOS SERVICIOS BANCARIOS			
Efectivo y depósitos en bancos	3,06%	3,46%	2,47%
Operaciones con liquidación en curso	0,09%	0,48%	0,10%
Instrumentos para negociación	0,49%	0,84%	3,22%
Contratos de derivados financieros	0,13%	0,07%	0,02%
Adeudado por bancos	0,26%	0,00%	0,00%
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	19,22%	19,09%	19,82%
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	2,33%	2,63%	0,14%
Inversiones en sociedades	0,02%	0,02%	0,02%
Intangibles	0,21%	0,20%	0,14%
Activo Fijo	0,32%	0,37%	0,40%
Impuestos corrientes	0,02%	0,00%	0,02%
Impuestos diferidos	0,13%	0,11%	0,13%
Otros activos	0,14%	0,16%	0,14%
TOTAL ACTIVOS SERVICIOS BANCARIOS	26,42%	27,43%	26,62%
TOTAL ACTIVOS	100,00%	100,00%	100,00%

PATRIMONIO NETO Y PASIVOS**NEGOCIOS NO BANCARIOS****PASIVOS CORRIENTES**

Otros pasivos financieros corrientes	6,49%	6,48%	6,42%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	8,51%	8,87%	8,83%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,09%	0,03%	0,04%

Otras provisiones a corto plazo	0,09%	0,06%	0,06%
Pasivos por impuestos corrientes	0,23%	0,20%	0,18%
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	0,97%	0,95%	0,91%
Otros pasivos no financieros corrientes	1,15%	1,12%	1,19%

TOTAL PASIVOS CORRIENTES	17,53%	17,71%	17,63%
---------------------------------	---------------	---------------	---------------

PASIVOS NO CORRIENTES

Otros pasivos financieros no corrientes	20,42%	17,39%	16,76%
Pasivos no corrientes	0,02%	0,02%	0,01%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,00%	0,00%	0,00%
Otras provisiones a largo plazo	0,13%	0,06%	0,01%
Pasivo por impuestos diferidos	3,26%	2,55%	2,85%
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	0,17%	0,15%	0,16%
Otros pasivos no financieros no corrientes	0,27%	0,24%	0,27%

TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	24,27%	20,41%	20,06%
------------------------------------	---------------	---------------	---------------

PASIVOS SERVICIOS BANCARIOS

Depósitos y otras obligaciones a la vista	2,13%	1,62%	1,43%
Operaciones con liquidación en curso	0,04%	0,55%	0,06%
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	0,00%	0,00%	0,00%
Depósitos y otras captaciones a plazo	14,73%	15,18%	13,86%
Contratos de derivados financieros	0,08%	0,05%	0,03%
Obligaciones con bancos	0,59%	0,53%	0,18%
Instrumentos de deuda emitidos	2,12%	2,80%	3,59%
Otras obligaciones financieras	1,55%	1,91%	2,40%
Impuestos corrientes	0,00%	0,04%	0,02%
Impuestos diferidos	0,00%	0,07%	0,06%
Provisiones	0,05%	0,06%	0,05%
Otros pasivos	0,43%	0,42%	0,43%

TOTAL PASIVOS SERVICIOS BANCARIOS	21,72%	23,23%	22,11%
TOTAL PASIVOS	63,52%	61,35%	59,80%
PATRIMONIO NETO			
Capital emitido	4,70%	5,36%	6,13%
Ganancias (pérdidas) acumuladas	25,68%	27,05%	27,77%
Primas de emisión	0,82%	0,68%	0,69%
Acciones propias en cartera	-0,03%	-	-
Otras reservas	-0,81%	-1,24%	-1,21%
PATRIMONIO ATRIBUIBLE A LOS PROPIETARIOS	30,36%	31,85%	33,38%
Participaciones no controladoras	6,12%	6,80%	6,82%
TOTAL PATRIMONIO	36,48%	38,65%	40,20%
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	100,00%	100,00%	100,00%

