

XVII Congreso Internacional de Análisis Organizacional

“Emprendimiento e innovación en las organizaciones de México y América Latina”

Financiamiento en las grandes empresas

Mesa Temática: 3. Acción organizada, análisis estratégico, intervención y cambio organizacional.

Modalidad: Investigación en proceso

Beatriz Sauza Ávila¹

beatriz_sauza@uaeh.edu.mx

Teléfono 7757583259

Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo

Suly Sendy Pérez Castñeda

sulysp@uaeh.edu.mx

Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo

Dorie Cruz Ramírez

doriec@uaeh.edu.mx

Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo

Claudia Beatriz Lechuga Canto

claublc@uaeh.edu.mx

Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo

Gisela Janeth Espinosa Martínez

gespinosam@yahoo.com.mx

Tecnológico de Estudios Superiores de Coacalco

Avenida, 16 de Septiembre # 54, Col. Cabecera municipal, Coacalco de Berriozábal, Estado de México, C.P.55700

Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo

Carretera Cd. Sahagún Otumba S/N, Cd. Sahagún, Hidalgo, México; C.P. 43998
Ciudad de México, México.

9 al 13 de septiembre de 2019

¹ Autor responsable de la comunicación

Financiamiento en las grandes empresas

Resumen

Toda empresa no importando su tamaño utiliza el financiamiento para sus operaciones cotidianas, uno de sus objetivos principales de la grandes empresas es la obtención de recursos financieros para seguir creciendo, para conseguirlo tienen dos opciones a través de utilizar su patrimonio o hacer uso de la deuda, para tomar esta decisión es necesario que se recurra a la estructura de capital la cual toma importancia ya que afectará a las acciones de la empresa así como también las posibles inversiones, en la presente investigación se muestra la aplicación de la teoría de Pecking Order en dos grandes empresas mexicanas de giro comercial, consultando sus estados financieros, considerando que para esta teoría no existe estructura óptima de capital al hacer referencia se sigue una escala de jerarquías al momento de buscar financiamiento, a través de este estudio se demostrará si la teoría es aplicable a dichas empresas es decir si se financian utilizando un orden, en primer lugar con sus propios recursos, en segundo lugar financiamiento externo, y en último lugar la emisión de acciones.

Palabras clave

Teoría Pecking Order, capital.

Financiamiento en las grandes empresas

Introducción

Diversas teorías de capital afirman la existencia una estructura óptima y otras que niegan la misma como es el caso de la teoría del Pecking Orden propuesta por Myers y Majluf (1984), en donde se establece que para que las empresas se financien lo pueden hacer en primer lugar a través de autofinanciación, en segundo lugar, pueden acceder a contraer deuda y en último lugar optar por emitir nuevas acciones, debiéndose seguir un orden. Para la presente investigación se toma como base dos grandes empresas mexicanas, considerándose los estados financieros durante seis ejercicios comprendidos de 2010 al 2015, información obtenida de la base de datos de economática (2015). Se tiene como objetivo aplicar indicadores para determinar si en las grandes empresas mexicanas responden a la teoría del Pecking Order, y con ello conocer su fuente de financiamiento, para la adecuada toma de decisiones.

Una de las problemáticas a las que se enfrentan las grandes empresas de acuerdo con Zambrano y Acuña (2013), al hacer la revisión de la literatura de la teoría de Pecking Order, es el riesgo de endeudarse y no pagar teniendo una mayor posibilidad de quiebra, esto sucede cuando las empresas no han gestionado de forma adecuada su actividad.

El trabajo se encuentra estructurado en cinco partes, la primera se define lo relacionado al marco teórico, en segundo lugar, la metodología, en tercer lugar, el análisis

de resultados, en cuarto lugar, las reflexiones finales y por último las referencias bibliográficas.

Marco teórico

Estructura de capital

Desde los años cincuenta comenzaron a surgir las primeras teorías de la estructura de capital prueba de ello son las aportaciones de Modigliani y Miller (1958), proponiendo acerca del financiamiento a través de deuda y capital el cual no tiene efectos significativos con el valor de la empresa, sin embargo deben considerar criterios como un mercado perfecto de capitales, repartir las utilidades en un cien por ciento, en caso de deuda esta se mantenga constante en el transcurso del tiempo, y que las expectativas del mercado sean homogéneas. Pero qué se debe entender por estructura de capital a continuación se presenta su definición.

Toda empresa debe tener control sobre cómo se encuentra estructurado su capital según Moyer, McGuiagan, Kretlow, (2008). Definen a la estructura de capital como “la cantidad relativa de deuda permanente a corto plazo, deuda a largo plazo, acciones preferentes y acciones comunes que se utilizan para financiar las operaciones de una empresa”.

Así como lo menciona Gitman (1996, p. 505) la estructura de capital es la combinación del pasivo a largo plazo y del capital social utilizado por la empresa y puede afectar de manera significativa su valor al actuar sobre el riesgo y el rendimiento.

El objetivo de las empresas es maximizar su valor según Fama & French (2002) y esto se logra generando beneficios por encima de los costos de las fuentes de financiamiento, y una de las decisiones importantes en la administración empresarial es la correcta elección de las fuentes de financiamiento.

Atendiendo a lo establecido por los diversos autores sobre la estructura de capital para este estudio se observó el comportamiento del endeudamiento de las 2 grandes empresas al aplicar los indicadores que contribuyeron a determinar si el financiamiento es interno o externo.

Estructura de capital óptimo

De acuerdo a lo establecido por Moyer, R., McGuigan, J., Kretlow, W. (2008), “la estructura óptima de capital consiste en su totalidad de deuda, si existe un impuesto sobre la renta corporativa y no hay costos de embargo financiero o de agencia”.

Según Ochoa & Saldívar (2012) toda empresa se debe de tener una estructura de capital óptima, la administración de la empresa determina una mezcla de pasivo y capital que considera su meta y trata de ajustar sus decisiones de financiamiento con su objetivo.

La estructura óptima del capital es una estructura que reduce al mínimo el costo de capital de la empresa y, por lo tanto, aumenta al máximo el valor de la misma mediante la correcta utilización del endeudamiento para financiar las operaciones de la entidad (Van Horne & Wachowicz, 2002, p. 471).

Sin embargo, la teoría del Pecking Order según Myers y Majluf (1984), establece que no existe en las empresas estructura de capital óptimo porque las empresas

para financiarse lo hacen partiendo de una jerarquía de orden primero utilizando sus propios recursos, posteriormente los recursos externos como fuentes de financiamiento bancarias y en caso extremo emiten más acciones resultando esto último muy riesgoso para la empresa que su finalidad es generar valor a la misma.

Financiamiento

De acuerdo a datos obtenidos en la página oficial del Banco Nacional de México (2017) define lo que representa un crédito o financiamiento como es conocido en el ámbito bancario y es:

Un acto a través del cual una persona (acreedor) confía dinero a otra persona (llamada deudor) por un periodo determinado. Una vez transcurrido el plazo, la persona que recibió el dinero se lo devuelve al acreedor. Usualmente los créditos no son gratuitos, por lo que el deudor, al momento de devolverle el dinero al acreedor o antes, debe agregar un pago adicional o premio al cual se le denomina “interés” y se expresa o se da a conocer a través de la tasa de interés. (p. 1)

Así también el término financiamiento se refiere al conjunto de recursos monetario y de crédito que se destinan a una empresa, actividad, organización o individuo, para que los mismos lleven a cabo una determinada actividad o concreten algún proyecto. (Definición ABC, 2017)

La financiación se refiere a la combinación de deuda y patrimonio neto pero referido solo a la nueva financiación que se instrumente con alguna de esas fuentes o una combinación de ambas, como pueden ser: ampliar el capital, captar nueva deuda y

reducir el reparto de dividendos para favorecer la autofinanciación (Pérez Carballo, 2014, p.35).

El financiamiento se puede obtener internamente mediante la retención de utilidades esto es a corto plazo y a largo plazo se adquieren de manera externa ya sea por la emisión de acciones y bonos en el mercado por medio de mercados financieros que son las instituciones encargadas de reunir a los compradores y vendedores de instrumentos financieros (Van Horne & Wachowicz, 2002, p. 506).

De acuerdo a la aportación de los diversos autores las empresas pueden estar financiadas de manera interna, de manera externa o una combinación de ambas.

Teoría del Pecking Order (Teoría de la jerarquía)

La teoría de Pecking Order también conocida como la teoría de la jerarquía afirma que no hay estructura óptima de capital, considera que una empresa debe financiarse en orden de elección en fuentes de financiamiento como lo menciona (Herrera, 2006, citado por Gutiérrez, Aguayo y Panes, 2014), de acuerdo a los postulados de la teoría, lo que va a considerar la estructura financiera de las organizaciones es la intención de financiar nuevas inversiones, en primer lugar internamente utilizando los fondos propios, en segundo lugar con deuda de bajo riesgo por ejemplo préstamos bancarios, y en último lugar la emisión de nuevas acciones.

Esta teoría de acuerdo con Myers (2007, pp. 436) habla de cómo las empresas optan por generar un financiamiento interno, y cuando la misma no cuenta con los recursos adecuados optará por generar una deuda externa, en dado caso que su

financiación resulte insuficiente, se emitirán acciones esto ya que al emitir acciones nuevas su valor puede bajar, sin embargo en las grandes empresas funciona mejor la emisión de nuevas acciones ya que cuentan con un cierto prestigio, colocándolas así como principal fuente de financiamiento.

En la Teoría del Pecking Order “se establece una cierta ordenanza de preferencias de financiamiento, donde las empresas, en primera instancia se financian mediante recursos propios como beneficios retenidos y aportaciones de los propietarios, en caso de requerir fondos extras, recurrirán a préstamos bancarios y en último lugar a emisión de acciones; el origen de esta preferencia podría ser el costo del financiamiento” (Reid, 2003, citado por Gómez, García & Marín, 2009, p. 219)

Conforme la teoría de la jerarquía “la estructura de capital de las empresas estaría dictada por una jerarquización que emerge si los costos de emitir instrumentos de financiamiento sobrepasan otros costos y beneficios de dividendos y deuda” (Fama & French, 2002, citado por Mongrut, Fuenzalida, Pezo & Teply, 2010, p. 165).

Considerando que la presente investigación tiene meta determinar a través de indicadores si las dos grandes empresas mexicanas se comportan de acuerdo a lo establecido en la teoría del Pecking Order.

Clasificación de las empresas

En México algunas de las formas en las que son clasificadas las micro, pequeñas, medianas y grandes empresas, son: por establecimiento, personal ocupado, remuneraciones, producción bruta, activos fijos y número de trabajadores, como se muestra en el gráfico no. 1.

Gráfico no. 1 Características económicas

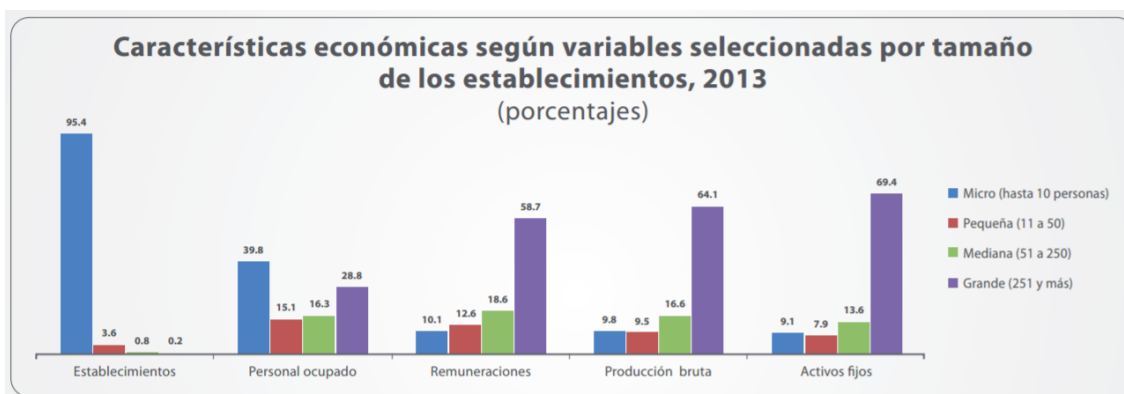


Gráfico 1. Características económicas. Fuente: INEGI, Censo económico 2014

Las empresas mexicanas que se consideraron para esta investigación pertenecen a la clasificación de las grandes empresas que prestan servicios, de acuerdo a los datos proporcionados por el INEGI (2011, p. 111) los servicios “son todas las actividades económicas que tienen por objeto la satisfacción de un tercero, ya sea en su persona o en sus bienes”.

En la tabla número 1 se puede observar como las grandes empresas tienen un mayor crecimiento en comparación con las micro, pequeñas y medianas empresas, para el tema de estudio que se analizó se tomaron en cuenta las grandes empresas mexicanas para conocer cómo se financian, y si estas responden a la teoría del Pecking Order.

Tabla 1
Personal ocupado de las grandes empresas

Estratos	Personal ocupado		Crecimiento porcentual
	2008	2013	2008-2013
Total Servicios	7 340 216	8 195 046	11.6
Micro	3 211 197	3 528 093	9.9
Pequeños	1 287 862	1 348 207	4.7
Medianos	454 721	414 660	-8.8
Grandes	2 386 436	2 904 086	21.7

Fuente: INEGI, Censos Económicos 2009 y 2014

Diseño y metodología de la investigación

La metodología de la investigación responde a un modelo no experimental y cuantitativo, considerando que no se manipularon cifras por el contrario se realizó el análisis de datos reales al utilizar los estados financieros publicados en economática; cuantitativo, al contar con información de tipo numérico extraído de los estados financieros.

La muestra se determinó a través de muestreo por conveniencia, se tomó como estudio dos grandes empresas mexicanas que en lo sucesivo se les nombrarán empresa 1, y empresa 2, tomándose los estados financieros de los ejercicios 2010 al 2015, dichas organizaciones se encuentran consideradas dentro de las 15 más grandes de México según datos reportados en el periódico Milenio (Paz, 2016), el cual hace referencia a lo publicado por la revista Forbes.

Como se hace mención en la introducción el objetivo de esta investigación consiste en aplicar indicadores para determinar si en las grandes empresas mexicanas responden a la teoría del Pecking Order, y con ello conocer su fuente de financiamiento, para la adecuada toma de decisiones.

La pregunta de investigación a resolver es ¿Las grandes empresas mexicanas responden a la teoría del Pecking Order?

Hipótesis

A menor nivel de endeudamiento, mayor crecimiento en reinversión de utilidades, crecimiento de activos, comportamiento del ROA y comportamiento del EBIT.

Variable dependiente:

- Nivel de endeudamiento.

Variable independiente

- Reinversión de utilidades
- Crecimiento de activos
- Rentabilidad sobre los activos (ROA)
- Ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones
EBITDA

A continuación, se presentan los resultados obtenidos en la investigación.

Resultados preliminares

Empresa 1

Variable dependiente.

Nivel de endeudamiento de la empresa 1.

De acuerdo a la hipótesis planteada como variable dependiente se encuentra el endeudamiento determinándose a través del siguiente indicador.

Fórmula

$$\text{Nivel de endeudamiento} = \text{Total pasivo} / \text{Total Activo}$$

Con los datos contenidos en la tabla no. 2 se determinó en nivel de endeudamiento.

Tabla 2
Nivel de endeudamiento

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pasivo total	17,946,417.00	21,195,083.00	22,921,978.00	23,917,344.00	22,724,922.00	24,065,049.00
Activo total	33,964,449.00	40,645,381.00	43,389,652.00	45,567,148.00	46,094,062.00	49,154,492.00
Endeudamiento	53%	52%	53%	52%	49%	49%

Fuente: Con datos de estados financieros de economática, elaboración propia

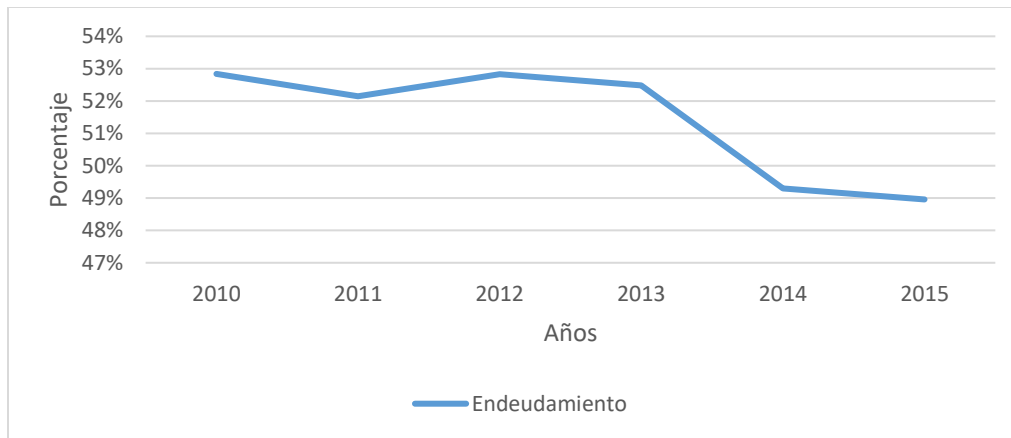


Gráfico 2. Nivel de endeudamiento. Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia

En el gráfico no. 2 se observa que la empresa, durante el primer año y los últimos dos años su endeudamiento iba bajando lo cual significaba que la empresa recurrió a financiarse con fondos internos.

Los valores más significativos en la liquidez y estabilidad financiera están asociados a menores niveles de endeudamiento, y mayores niveles de capital neto. Esto es coherente con la teoría del Pecking Order los primero cinco años, indicando que cuando las compañías disponen de recursos internos no recurren al endeudamiento para financiarse (Gude, 2014, p.109), solo en el año 2012, se incrementó, en los años subsecuentes se mantuvo a la baja.

Variable independiente de la empresa 1.

A continuación, se presenta los resultados al calcular los indicadores de la variable independiente.

a. Reinversión de utilidades.

De acuerdo a los datos de las tablas no. 3, se realizó el cálculo de la reinversión de utilidades.

Tabla 3
Reservas

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Reservas	16,849.00	88,660.00	45,109.00	48,482.00	172,473.00	374,886.00

Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia.

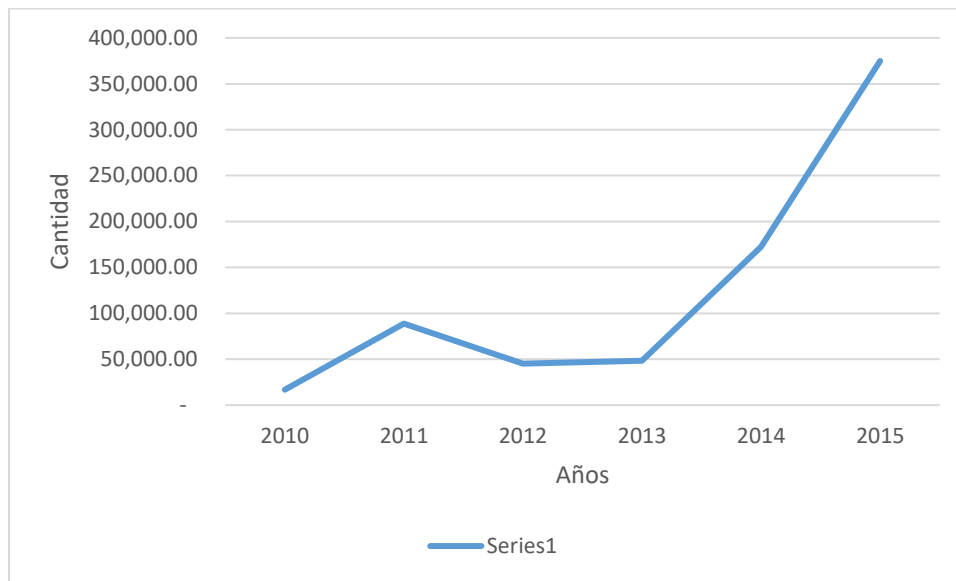


Gráfico 3. Reservas. Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia.

De acuerdo al gráfico no. 3, el año 2010 y 2012 hubo reinversión de utilidades, sin embargo, disminuyó en el año 2012 y a partir del 2013 se incrementa, se puede decir que en los últimos años la empresa utilizó recursos internos para el financiamiento de nuevas inversiones, por tal motivo la empresa de manera general fue su prioridad el financiamiento interno.

Crecimiento de los activos “esta variable es importante ya que supone que en su mayoría el crecimiento de estos activos operacionales se debe a que la firma destina

fondos, ya sea internos o externos para la adquisición de los mismos” (Zambrano, 2011, p.61)

b. Crecimiento de los activos.

Fórmula

$$\text{Porcentaje de crecimiento} = \frac{(\text{Valor final} - \text{Valor anterior})}{\text{Valor anterior}} \times 100$$

Con base a la tabla no. 4 se calculó la fórmula del porcentaje del crecimiento de los activos.

Tabla 4
Crecimiento de activos

Concepto	2011	2012	2013	2014	2015
Crecimiento de activos	19.67	6.75	5.02	1.16	6.64

Fuente: Con datos de estados financieros de economática, elaboración propia.

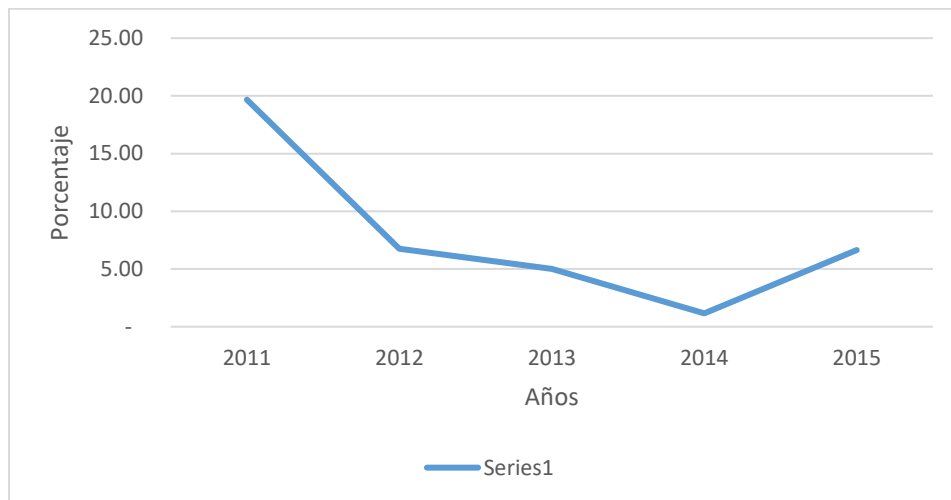


Gráfico 4. Crecimiento de activos. Fuente: Con datos de estados financieros de economática, elaboración propia.

Con relación al crecimiento de los activos gráfico no. 4, se observa que la empresa solo presenta un incremento de activos en el año 2015 del 6.64, sin embargo no se

puede considerar asumir que se siga manteniendo por lo tanto de acuerdo a lo señalado por (Frank y Goyal (2007), citado por Zambrano (2011)) al afirmar que un crecimiento en los activos, un crecimiento en la reinversión de utilidades y un decrecimiento en el endeudamiento, si esto ocurre entonces la empresa recurrió en primer lugar a financiarse internamente y en siguiente lugar la opción de endeudarse, sin embargo de acuerdo a los datos de la empresa 1, sin embargo solo se cumple con el decremento del endeudamiento y reinversión de utilidades en los dos últimos años, en el caso de los activos estos fueron disminuyendo, por lo tanto no se cumple por lo establecido por Frank y Goyal (2007), citado por Zambrano (2011), es decir esta empresa no responde a la teoría del Pecking Order.

Rentabilidad operativa del activo (ROA) “este índice mide el porcentaje de participación de la utilidad operacional en el total de activos de la firma” (Zambrano, 2011, p.63)

c. Rentabilidad sobre los activos ROA.

Fórmula

$$\text{Utilidad neta} / \text{Activos totales}$$

Con los datos de la tabla no.5 se calculó la fórmula del ROA.

Tabla 5
Determinación del ROA

Años	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Utilidad neta	2,868,274	3,278,379	3,060,224	3,557,417	3,117,193	3,703,663	3,726,190
Activos totales	65,725,396	69,217,345	73,828,250	74,377,047	78,952,381	80,719,841	101,844,703
ROA	4.36	4.74	4.15	4.78	3.95	4.59	3.66

Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia.

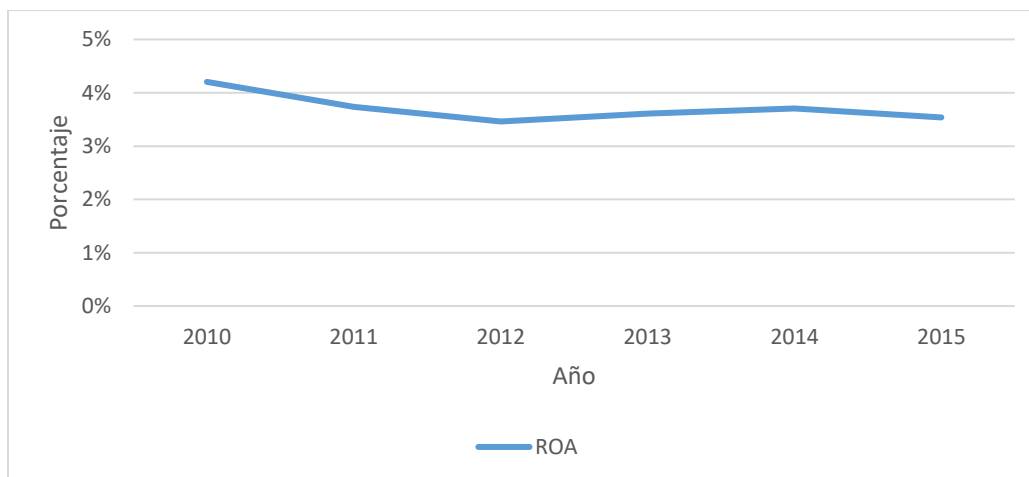


Gráfico 5. Determinación ROA. Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia.

Respecto a los resultados del ROA, se observa en el gráfico no. 5, que la rentabilidad de los activos es baja, significando que no contribuyen en gran medida a la generación de utilidades.

d. EBITDA.

Fórmula

$$EBIT + (\text{amortizaciones y depreciaciones})$$

Con base a la tabla no. 6 se calculó el EBITDA.

Tabla 6
Determinación del EBITDA

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	2,549,031.00	2,687,962.00	2,959,159.00	3,106,344.00	3,452,512.00	3,678,479.00
Depreciaciones y amortizaciones	794,771.00	994,800.00	1,293,234.00	1,329,258.00	1,231,242.00	1,302,622.00
EBITDA	3,343,802.00	3,682,762.00	4,252,393.00	4,435,602.00	4,683,754.00	4,981,101.00

Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia.

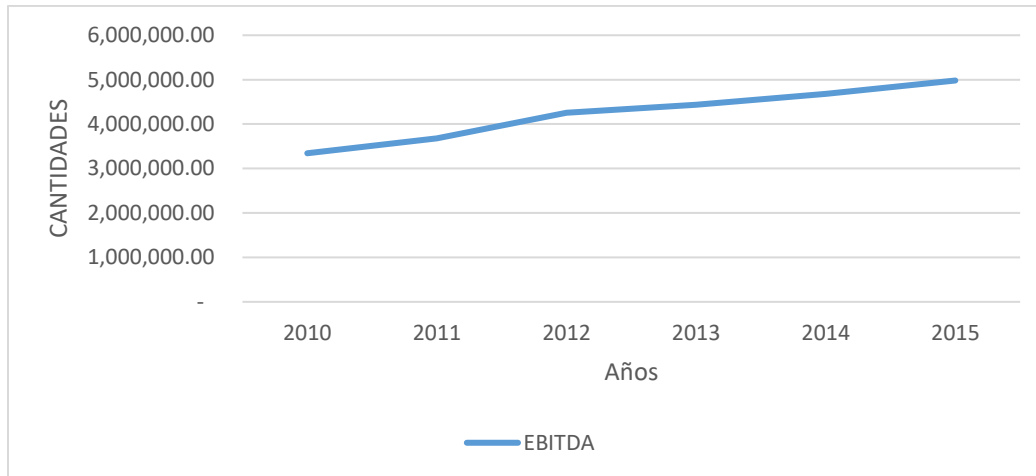


Gráfico 6. Determinación del EBITDA. Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia.

En el gráfico no. 6 se observa que el EBITDA ha tenido una tendencia alta en los seis años analizados, es muy probable que el consumo de las personas vaya en aumento en esta empresa comercial.

Empresa 2

Variable dependiente.

Nivel de endeudamiento.

De igual forma como se determinó el endeudamiento en la empresa 1 se procede a calcular el indicador para la empresa 2.

Fórmula

$$\text{Nivel de endeudamiento} = \text{Total pasivo} / \text{Total Activo}$$

Para aplicar la fórmula se toman los valores que se encuentran relacionados en la tabla no. 7.

Tabla 7
Nivel de endeudamiento

Fuente: Con datos de estados financieros de económica, elaboración propia

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo total	71,947,958.00	90,038,353.00	82,449,089.00	87,311,552.00	98,468,295.00	101,829,469.00
Pasivo total	194,807,568.00	219,221,430.00	222,285,707.00	230,262,133.00	248,714,115.00	253,650,119.00
Endeudamiento	37%	41%	37%	38%	40%	40%

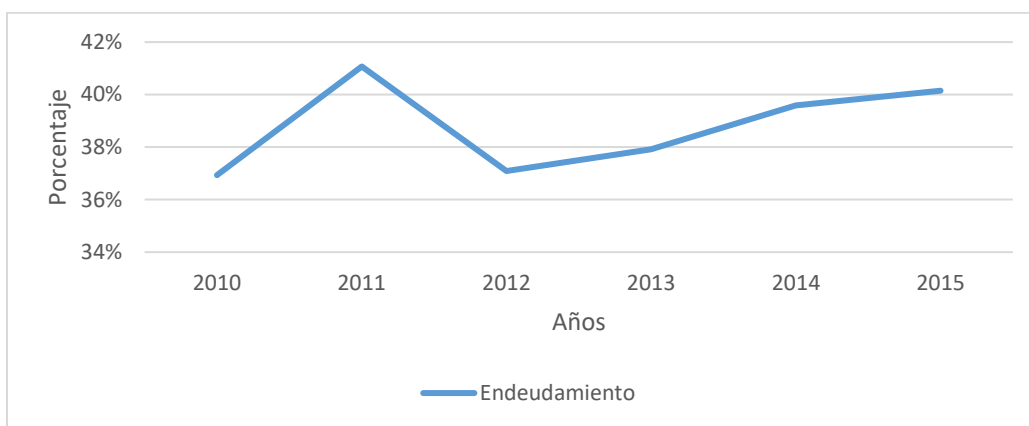


Gráfico 7. Nivel de endeudamiento Fuente: Con datos de estados financieros de económica, elaboración propia

En el gráfico no. 7 se observa que la empresa, no logra mantenerse en decremento por el contrario los últimos tres años ha incrementado lo cual significa que pudo recurrir a financiarse con fondos externos.

Variable independiente de la empresa 2.

a. Reversión de utilidades.

Para desarrollar la fórmula se tomaron los valores de la tabla no. 8

Tabla 8
Reservas

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Reservas	470,218.00	1,692,180.00	433,079.00	611,090.00	5,853,327.00	14,211,864.00
		0			0	0

Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia.

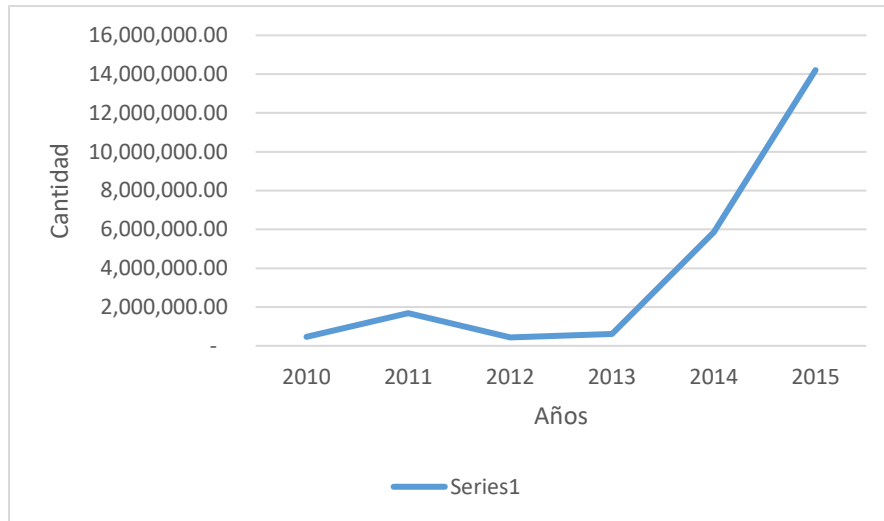


Gráfico 8. Reservas. Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia.

De acuerdo al gráfico no. 8, se observa que a partir del año 2013 comienza a crecer por lo tanto se deduce que la empresa reinvertió utilidades hasta este momento está recurriendo a financiarse internamente, esto significa que no sigue un orden al financiarse por tal motivo no cumple con lo establecido en la teoría del Pecking Order.

b. Crecimiento de activos.

Fórmula

$$\text{Porcentaje de crecimiento} = \frac{(\text{Valor final} - \text{Valor anterior})}{\text{Valor anterior}} \times 100$$

Con los valores de la tabla no. 9 se desarrolló la fórmula de crecimiento de activos.

Tabla 9
Crecimiento de activos

Concepto	2011	2012	2013	2014	2015
----------	------	------	------	------	------

Crecimiento de activos	12.53	1.40	3.59	8.01	1.98
------------------------	-------	------	------	------	------

Fuente: Con datos de estados financieros de economática, elaboración propia.

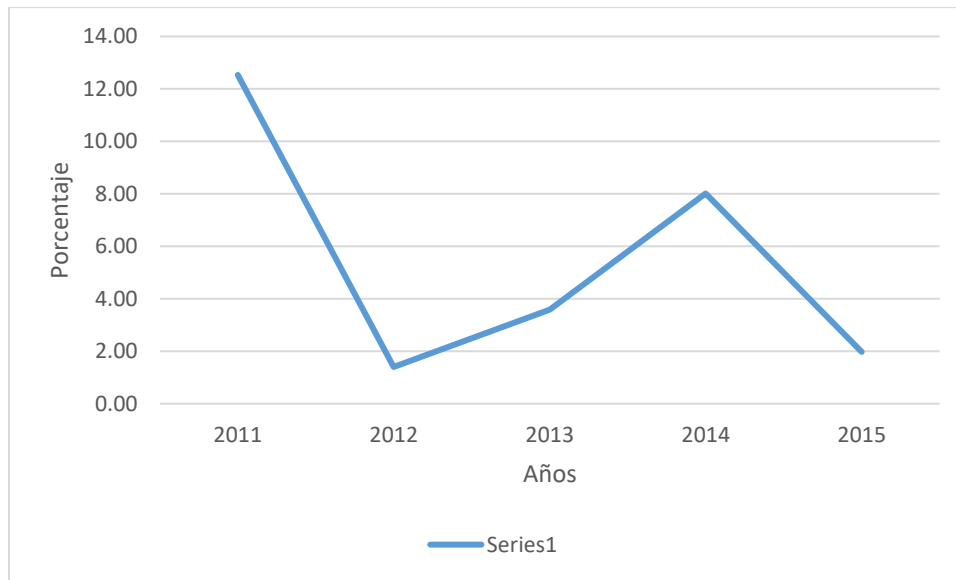


Gráfico 9. Crecimiento de activos. Fuente: Con datos de estados financieros de economática, elaboración propia.

Con relación al crecimiento de los activos se observa en el gráfico no.9, que la empresa tiene altas y bajas en el crecimiento de los activos, por tal motivo no se cumple con lo establecido con la teoría del Pecking Order, (Frank y Goyal (2007), citado por Zambrano (2011)) al afirmar que un crecimiento en los activos, un crecimiento en la reinversión de utilidades y un decrecimiento en el endeudamiento, si esto ocurre entonces la empresa recurrió en primer lugar a financiarse internamente y en siguiente lugar la opción de endeudarse, sin embargo de acuerdo a los datos de la empresa 2 no se cumple.

c. Rentabilidad sobre los activos ROA.

Fórmula

Utilidad neta/Activos totales

Con los datos de la tabla no. 10 se determinó el ROA.

Tabla 10
Determinación del ROA

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Utilidad neta	19,550,424.00	22,253,848.00	23,275,163.00	22,716,891.00	30,425,945.00	26,375,779.00
Activos totales	71,947,958.00	90,038,353.00	82,449,089.00	87,311,552.00	98,468,295.00	101,829,469.00
ROA	10.04%	10.15%	10.47%	9.87%	12.23%	10.40%

Fuente: Con datos de estados financieros de económica, elaboración propia.

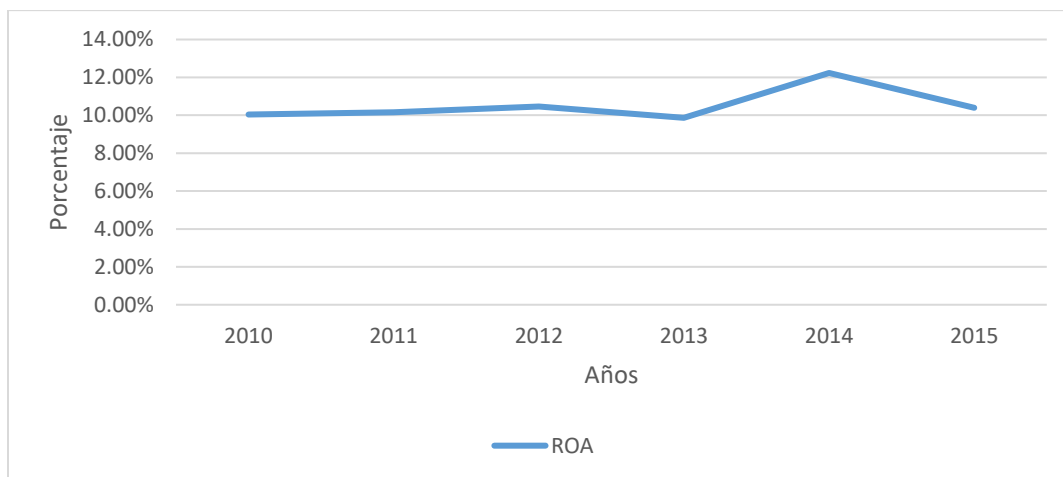


Gráfico 10. ROA. Fuente: Con datos de estados financieros de económica, elaboración propia.

Respecto a los resultados del ROA, se observa en el gráfico no. 10, que la rentabilidad de los activos es baja, significando que no contribuyen en gran medida a la generación de utilidades.

d. EBITDA.

Fórmula

$$EBIT + (\text{amortizaciones y depreciaciones})$$

De acuerdo a los datos de la tabla no. 11 se determinó el EBITDA.

Tabla 11
Determinación del EBITDA

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	27,170,302.00	30,007,140.00	31,421,702.00	31,636,136.00	34,716,196.00	34,968,554.00
Depreciaciones y amortizaciones	6,249,058.00	7,336,249.00	8,063,273.00	8,669,327.00	9,279,214.00	10,024,729.00
EBITDA	33,419,360.00	37,343,389.00	39,484,975.00	40,305,463.00	43,995,410.00	44,993,283.00

Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia.

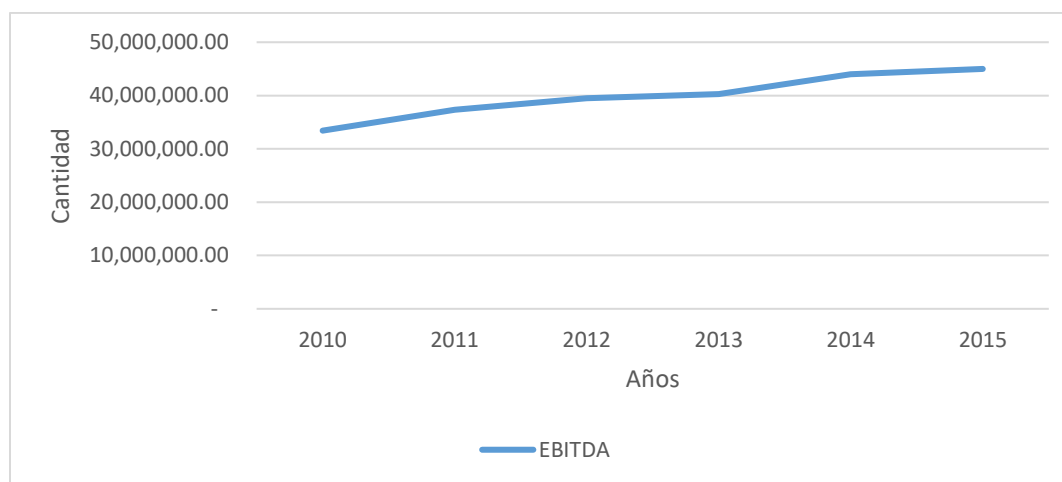


Gráfico 11. Determinación del EBITDA. Fuente: Con datos de estados financieros de economía, elaboración propia.

En el gráfico no. 11 se observa que el EBITDA ha tenido incremento en cada uno de los años analizados, es muy probable que el consumo de las personas haya aumentado en la empresa.

Por lo que de acuerdo al análisis hecho a las dos grandes empresas mexicanas no se pudo comprobar la hipótesis al considerar que a menor nivel de endeudamiento, mayor crecimiento en reinversión de utilidades, crecimiento de activos, comportamiento del ROA y del EBIT, ninguna de las dos empresas analizadas cumplen con

lo establecido en la teoría del Pecking, es decir no siguen un orden utilizan tanto fuentes de financiamiento interno y externo y en algunos años recurren a los dos financiamientos al mismo tiempo sin importar el orden, esto da como resultado que presentan endeudamiento, disminución de los activos y en ambas empresas una recuperación de la reinversión de utilidades en los últimos años, para dar cumplimiento a la teoría del Pecking Order deben darse los tres resultados como mínimo es decir; disminución en el endeudamiento, aumento en los activos y aumento en la reinversión de utilidades que para nuestro caso de estudio se analizaron las reservas, al no cumplir con estos tres elementos las empresas analizadas no cumplen con dicha teoría.

Comentarios finales

De acuerdo con los resultados obtenidos de la empresa 1 y 2 se cumple con el objetivo al determinar que los factores que intervienen en la estructura de capital partiendo de la teoría del Pecking Order son el nivel de endeudamiento, la reinversión de utilidades, el crecimiento de los activos, el ROA y el EBITDA.

Ninguna de las dos grandes empresas respondió a lo establecido con la teoría de la jerarquía, al no tener un decremento en el endeudamiento y aumento en la reinversión de utilidades y un aumento en los activos.

De acuerdo a lo planteado en la pregunta de investigación ¿las grandes empresas mexicanas responden a la teoría del Pecking Order?, no es posible generalizar en la investigación al decir que las empresas no respondan a la teoría, será necesario

analizar más empresas que cotizan en bolsa y así tener con mayor precisión el comportamiento de las mismas, y con ello dar el siguiente paso que es demostrar si las empresas generan valor gracias a responder a esta teoría del Pecking Order.

Lista de referencias

Banco Nacional de México (2017). Sistema Financiero. Recuperado el 17 de abril de 2017 de <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html>.

Definición ABC (2017). *Definición de Financiamiento*. Recuperado el 18 de abril de 2017, de <http://www.definicionabc.com/economia/financiamiento.php>

Economática (2015), Estados Financieros. Recuperado de: <http://economatiga.com/>.

Fama, E., & French, K. (2002). Explorando teorías de estructura de capital en Latinoamérica. Obtenido de Cuadernos de Administración: <http://www.realdalyc.org/pdf/205/20516983008.pdf>

Frank, M. y Goyal, V. (2007), *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. Vol 2. Recuperado el 13 de abril de 2011 del sitio Web: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/Espen.Eckbo/PDFs/Handbookpdf/CH12PeckingOrder.pdf>.

Gitman, L. J. (1996). Administración financiera básica. México: OXFORD. pp. 505-510

Gómez Martínez, A., García Pérez de Lema, D., & Marín Hernández, S. (2009).

Restricciones a la financiación de la PYME en México: una aproximación empírica. *Análisis Económico*, XXIV(57), 219-220.

Gude, A. (2014). Determinantes del endeudamiento: aplicación al sector español de aguas envasadas. España: HiFer Editor. p. 109

Gutierrez, M., Aguayo, P. & Panes, J. (2014), Estructura de Financiamiento de las Empresas Chilenas Aplicación del Modelo de Jerarquía, *Horizontes Empresariales* (1), pp-pp 7-19, recuperado de <http://revistas.ubiobio.cl/index.php/HHEE/article/view/2397/2099>.

INEGI, (2011), Micro, pequeña, mediana y gran empresa, Estratificación de los establecimientos, *censo económico 2009*, 1(1) 1-168, recuperado de www.inegi.org.mx.

INEGI, (2014), Micro, pequeña, mediana y grande empresa, *censo económico 2014*, fuente consultada http://www.inegi.org.mx/est/contenidos/Proyectos/ce/ce2014/doc/infografias/infmipymes_ce.pdf.

Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), the costo of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, junio, p.p. 261-297.

Mongrut, S., Fuenzalida, D., Pezo, G., & Teply, Z. (2010). Explorando teorías de estructura de capital en latinoamérica. Valoración de empresas en Latinoamérica, p. 165-167.

Moyer, R., McGuigan, J., & Kretlow, W. (2008). Administración financiera contemporánea, editorial Pearson, México, p.p. 120.

Myers, B. (2007). Fundamentos de finanzas corporativas. España: McGRAW-HILL. p. 436

Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics, 13(2), p.p. 1-188.

Ochoa, G., & Saldívar, R. (2012). Administración financiera: Correlacionada con las NIF. México: McGRAW-HILL I. p.7, 344

Paz, C. (2016), Las 15 empresas más grandes de México, Milenio.Com. Recuperado de: www.milenio.com/negocios /empresas_grandes_mexico-mejores_empresas-dia_independencia-milinio_0_811119313.html.

Pérez Carballo, J. (2014). La estructura de capital: cómo financiar la empresa. Madrid: ESIC. p. 35.

Van Horne, J., & Wachowicz, J. (2002). Fundamentos de administración financiera. México: PERSON EDUCACIÓN. p. 452, 471, 506.

Zambrano, S. (2011). Análisis de la estructura de capital en la empresa de servicios públicos de Sogamoso COSERVICIOS S.A. E.S.P. para los años 2007 a 2009.

Colombia: Universidad Nacional de Colombia. p. 61, 63, 64.