



UNIVERSIDAD DE ESPECIALIDADES ESPÍRITU SANTO

FACULTAD DE ECONOMÍA Y CIENCIAS EMPRESARIALES

**ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS
EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y
RENTABILIDAD**

**TRABAJO DE TITULACIÓN QUE SE PRESENTA COMO REQUISITO
PREVIO A OPTAR EL GRADO DE INGENIERÍA EN CIENCIAS
EMPRESARIALES**

**ESTUDIANTE:
ALFREDO ANDRÉS ALTAMIRANO VELASQUEZ**

**TUTOR:
CHRISTIAN ROSERO**

SAMBORONDON, DICIEMBRE, 2017

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

Análisis de la estructura de capital óptima para las empresas del Guayas: relación entre endeudamiento y rentabilidad

Alfredo Altamirano Velásquez

Bachiller en Ciencias, Universidad de Especialidades Espíritu Santo – Ecuador, aaltamirano@uees.edu.ec, Facultad de Economía y Ciencias Empresariales Edificio F, Universidad de Especialidades Espíritu Santo, Km 2.5 Vía Puntilla Samborondón.

Resumen

El estudio de las consecuencias de la financiación basada en endeudamiento es un tópico que ha despertado el interés de los empresarios por su efecto en la estabilidad de la compañía. Sin embargo, los resultados de las investigaciones sobre el tema han mostrado conclusiones incongruentes por lo que se ha visto la necesidad de profundizar los esfuerzos por entender su aplicabilidad. El objetivo principal de este artículo es identificar si existe una relación entre el endeudamiento y la rentabilidad entre las empresas del Guayas. La muestra escogida comprende 139 compañías del sector: Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas. La información secundaria para el análisis empírico se obtuvo del portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Los datos recogidos se sometieron a análisis de correlación y estadísticos descriptivos. Los resultados de la investigación concluyeron que existe una relación inversa entre los indicadores de endeudamiento y rentabilidad de las compañías observadas.

Palabras Clave: Endeudamiento, rentabilidad, financiamiento, capital, indicadores financieros

Abstract

The study of the consequences of financing based on indebtedness is a topic that has aroused the interest of entrepreneurs for its effect on the stability of the company. However, the results of research on the subject have shown incongruent conclusions, which has led to the need to deepen efforts to understand its applicability. The main objective of this article is to identify if there is a relationship between indebtedness and profitability among companies in Guayas. The chosen sample includes 139 companies in the sector: wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles. The secondary information for the empirical analysis was obtained from the portal of the Superintendence of Companies, Securities and Insurance. The collected data were subjected to correlation analysis and descriptive statistics. The results of the investigation concluded that there is an inverse relationship between the indicators of indebtedness and profitability of the companies observed.

Key Words: Indebtedness, profitability, financing, capital, financial indicators

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

Introducción

La decisión sobre cuál método de financiamiento utilizar en un negocio es una de las disyuntivas financieras más importantes que enfrentan los directivos administrativos en el mundo empresarial (Naseem, Zhang, Malik, & Ramiz-Ur-Rehman, 2017). La elección de un modelo determinado de financiación sugiere diversas repercusiones en el desempeño, supervivencia y crecimiento orgánico de una compañía (Hernández & Bolívar, 2013). Sin embargo, escoger una estructura de capital particular es un proceso muy complejo (Norvaisiene, 2012). Las numerosas investigaciones que han intentado demostrar que existe un modelo de financiamiento óptimo concuerdan que la efectividad del mismo varía de acuerdo a la naturaleza y contexto de la empresa (Hernández & Bolívar, 2013).

La responsabilidad de los problemas de aplicación recae en factores financieros, económicos, sociales y culturales (Palomeque, 2008). El entorno externo, el entorno interno, políticas financieras y cultura son algunos de los aspectos que divergen drásticamente de acuerdo al lugar y que causan que una sola teoría no sea aplicable para todos los países (Palomeque, 2008). La variabilidad contextual, administrativa y financiera es tan grande que incluso provoca que un modelo de financiamiento obtenga resultados diferentes incluso en organizaciones que operan en el mismo país pero en sectores distintos (Mongrut, Fuenzalida, Pezo, & Teply, 2010). Por ello, se puede decir que las necesidades e intereses de las empresas en cada sector no son iguales y por ende sus creencias de cuál es la mejor manera de financiarse van a cambiar (Mota & Moreira, 2017).

Las creencias personales, la falta de información y otras intervenciones externas sesgan la percepción de los empresarios al momento de elegir el modelo de

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

financiamiento que van a usar (Saito & Hiramoto, 2010). Por consiguiente, muchas de estas veces escogen un modelo sin considerar ni examinar cuál de las opciones es la mejor. No obstante, sin importar cuales fuesen sus creencias; en resumidas palabras, las empresas tienen tres formas principales de obtener dinero: capital de los accionistas (auto-financiamiento), venta de productos/servicios o por endeudamiento (préstamos) (Apogaa, 2014). Fondos que serán utilizados por las compañías para poder ejercer sus actividades, pagar sus obligaciones, realizar inversiones o cualquier tipo de proyecto que quisieran emprender (Padrón & Monasterio, 2007).

El ferviente interés que poseen las compañías (que conocen los beneficios financieros de un buen modelo de financiamiento) en la búsqueda de una estructura de capital eficiente se deriva, principalmente, en su capacidad de maximizar la rentabilidad (Proença, Laureano, & Laureano, 2014). En términos simples, la rentabilidad se refiere a los beneficios que se obtienen tras realizar cierto trabajo u operación, los cuales dependen directamente del esfuerzo empleado y de los recursos invertidos (Colina, Molina, & Riapira, 2013). Todas las organizaciones con fines de lucro intentan maximizar su rentabilidad y disminuir sus esfuerzos, con la única meta de incrementar sus utilidades y beneficiar a sus colaboradores (Sánchez, 2014).

Administradores y financieros se han fijado en el endeudamiento como medio idóneo para maximizar la rentabilidad, ya que se ha demostrado que con este tipo de financiamiento es posible elevar la utilidad al máximo sin comprometer, en gran medida, el capital de los accionistas (Saglam & Aziz Kagitci, 2016). En otras palabras, al gestionar la empresa con dinero de instituciones bancarias o terceros, el riesgo se disminuye para los dueños (Morillo, 2001). Las teorías que se acogen a este modelo establecen que existe una relación entre endeudamiento y rentabilidad (Rajan & Zingales, 1995). En donde se plantea que el endeudamiento aplicado de forma correcta

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

permite que una empresa realice inversiones fuertes y rentables, pagando intereses asequibles, que hubiesen tomado mucho más tiempo y esfuerzo si se aplicaba otra opción de financiamiento (Suhaila & Mahmood, 2008). Por consiguiente, en el caso de usar la deuda de manera eficiente, el administrador logra ser más competitivo en un mercado saturado (Colina, Molina, & Riapira, 2013). Sin embargo, también es importante mencionar que si este modelo se utiliza de forma descontrolada las empresas corren el riesgo de caer en bancarrota y perder mucho más dinero de lo proyectado ahorrar por este medio (Eriotis, Vasiliou, & Neokosmidi, 2007).

Independientemente de la forma que la empresa escoja para financiarse, la estructura de capital es un punto clave para el desarrollo empresarial y ha sido ampliamente estudiado (Ahmad & Rahim, 2013). La gran mayoría de investigaciones que se han realizado en este campo han tomado como sede ciudades situadas en países desarrollados. Lastimosamente, los estudios en Latinoamérica han presentado problemas de investigación relacionados con la disponibilidad de información y resultados incongruentes, los cuales limitan la fiabilidad de los resultados (Mongrut, Fuenzalida, Pezo, & Teply, 2010).

De todas formas hay que considerar que la estructura de capital no es el único factor que delimita el incremento, mantenimiento o decrecimiento de la rentabilidad (Chaklader & Khatun, 2013). Los cambios en la rentabilidad se provocan por un conjunto de decisiones estratégicas tomadas en el negocio (Jensen, 2014). Elecciones cotidianas que surgen a partir de necesidades en temas relacionados con: marketing, costos, cadena de suministros, distribución, entre otros, repercutan en los indicadores de rentabilidad y se refleja al final del periodo (Zaid, Ibrahim, & Zulqernain, 2014).

Una investigación de éste tipo puede ayudar a los empresarios ecuatorianos a comprender los beneficios y riesgos de la elección de un modelo de financiamiento

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

óptimo, también identificar hasta qué punto es bueno endeudarse y a poder compararse con otras empresas del mismo sector. En un mundo tan competitivo, los ejecutivos tienen que escoger el modelo de financiación que se ajuste mejor a sus realidades económicas y que del cual se pueda obtener el más alto beneficio (Zare, Farzanfar, & Boroumand, 2013).

El propósito del estudio es encontrar, si es que existe, la relación entre endeudamiento y rentabilidad de las empresas de la provincia del Guayas – Ecuador sector Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas. De la misma forma, identificar la estructura de capital predominante en el sector escogido, las preferencias de los empresarios en cuanto a la elección de estructura de financiamiento y descifrar, entre las teorías de Trade Off y Pecking Order, cuál explica mejor el comportamiento de endeudamiento de las empresas del Guayas.

El estudio posee un enfoque cuantitativo aplicando un método deductivo, en donde mediante el uso de indicadores financieros de rentabilidad y endeudamiento se va a realizar un análisis correlacional de las variables más importantes. La primera parte del artículo menciona, en breves rasgos, la historia del estudio de los modelos de financiamiento, con especial puntuación en las teorías: Trade Off y Pecking Order. De manera similar, se revisa un listado de trabajos previos sobre el tema que toman lugar tanto en Latinoamérica como en otros países. En la segunda parte de la investigación se redacta el proceso de obtención de la información financiera requerida a través de la página web de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (Supercias), para posteriormente realizar las pruebas estadísticas correspondientes.

Evolución de la estructura de capital óptima

El estudio de la estructura de capital óptima ha venido evolucionando exponencialmente a través de los años (Forte, Barros, & Nakamura, 2013). En su

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

primera aparición, alrededor del comienzo de la década de los 40, las grandes organizaciones centraban su modelo de financiación específicamente en deuda a largo plazo sin velar por su impacto en el desempeño o valor comercial (Vargas & Corredor, 2013). No obstante, a medida que el mercado se ve afectado por la introducción de nuevos competidores, los administradores se ven en la necesidad de analizar el costo que tienen las formas de financiamiento disponibles y sus consecuencias (Wadnipar & Cruz, 2008). Es así que, a partir de la década de los 50, comenzó un proceso de búsqueda e investigación por parte de los estudiosos del área que llevó al establecimiento de varias teorías e hipótesis que tratan de constituir un modelo de financiamiento que les permita a las empresas maximizar su valor (Mota & Moreira, 2017).

Dentro de las teorías desarrolladas más importantes sobre la estructura de capital tenemos a autores, pioneros en la temática, cómo Miller & Modigliani (1963) que, basándose en la teoría de la eficiencia de los mercados, indicaron que no existe un modelo de estructura de capital óptimo; ya que éste no afecta, en ninguna medida, al valor de la empresa (Mota & Moreira, 2017). Eventualmente, ya ajustándose a la realidad de mercados imperfectos, establecieron la teoría de Trade Off, la cual mide los beneficios del endeudamiento en términos de costo y retorno (Naseem, Zhang, Malik, & Ramiz-Ur-Rehman, 2017). Poco después, en la década de los 60, se establecieron otras teorías cómo: la Teoría del Portafolio y el Modelo de Valoración de los Activos Financieros; en donde la primera intenta diversificar el riesgo de las multinacionales y la segunda plantea que el rendimiento de todo activo está ligado a su riesgo sistemático (Espinoza, Maquieira, Vieito, & Gonzalez, 2012).

También se expusieron teorías que intentan explicar cómo influyen los factores de gobernanza e información en la decisión del modelo de financiamiento

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

(Naseem, Zhang, Malik, & Ramiz-Ur-Rehman, 2017). Es así que, alrededor de los tardíos 70, Jensen & Meckling (1976) crearon la Teoría de la Agencia; en donde se toca por primera vez la problemática que ocurre al separar la administración de la propiedad (accionistas); lo cual termina creando un riesgoso conflicto de interés entre ambas partes (Jong, Verbeek, & Verwijmeren, 2010). Posteriormente, en los 80, se creó la teoría del Pecking Order, que tiene los mismos fundamentos lógicos que la Teoría de la Agencia, pero proponiendo una solución basada en la jerarquización de la toma de decisiones en cuanto a los modelos de financiamiento, siendo el capital propio la primera opción y la emisión de acciones el último recurso (Mongrut, Fuenzalida, Pezo, & Teply, 2010).

En un contexto universal, se puede decir que una empresa es más segura cuando posee los indicadores financieros de liquidez, endeudamiento y actividad en niveles positivos (Colina, Medina, & Molina, 2011); por otra parte, se considera una empresa con buen desempeño aquella que posee sus indicadores de inversión y rentabilidad sanos (Gabrić, 2015).

Teoría del Trade Off & Pecking Order

Dos teorías de financiamiento han sido el eje recurrente de las investigaciones sobre la relación entre endeudamiento y rentabilidad: la teoría del Trade Off y la teoría del Pecking Order. Ambas tratando de explicar cómo las empresas escogen su estructura de capital, pero ninguna siendo totalmente predominante sobre la otra.

Hay muchos personajes que se han involucrado con el estudio de la estructura de capital óptima. Modigliani y Miller, los cuales han estudiado el tema en profundidad, se interesaron en las causas y consecuencias de los diferentes métodos de financiamiento y su repercusión en las empresas (Saaran & Shahadan, 2013). Después de varias correcciones a sus hipótesis, en 1963 los autores reconocen los efectos de los costes tributarios dentro de la estructura de capital; para luego, basándose en la exención

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

impositiva de los intereses que posee el endeudamiento financiero externo, establecer que existe una relación positiva entre endeudamiento y rentabilidad (López & Sierra, 2008). Finalmente, la teoría que resultó de este proceso de evolución se denomina la teoría del Trade Off, la cual considera un mercado imperfecto en donde se miden los riesgos y beneficios del endeudamiento financiero (Norvaisiene, 2012).

Básicamente, la teoría del Trade Off explica al endeudamiento financiero externo como una herramienta que puede optimizar los resultados de una empresa cuando se consideran dos variables importantes: los costos de financiación y los beneficios (Mongrut, Fuenzalida, Pezo, & Teply, 2010). Es decir, usado correctamente, el endeudamiento puede impulsar a la rentabilidad de una organización (Ahmad & Rahim, 2013).

Por otro lado, la teoría de Pecking Order tiene sus orígenes con Myers (1977). Esta teoría se basa en los costos de asimetrías de información, los cuales causan un impacto negativo en la valoración en una compañía (Wadnihar & Cruz, 2008). De la misma forma, establece que no existe una estructura de capital óptima y es por ello que los empresarios deben de regirse a una jerarquía o modelo de decisiones dentro de la estructura del financiamiento (Haque & Afzal, 2016). La primera opción por la que deben optar los administradores o dueños de una compañía es de financiarse con sus propios recursos; es decir capital propio, debido a que reduce el riesgo de insolvencia y de agencia (Zare, Farzanfar, & Boroumand, 2013). Como segunda opción se tiene la búsqueda de préstamos o endeudamiento externo y finalmente, y en el peor de los casos, la emisión de acciones (Jong, Verbeek, & Verwijmeren, 2010).

Marco Referencial

Durante los últimos años se ha venido recopilando un vasto número de investigaciones científicas que intentan validar o probar la relación entre el manejo de la

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

estructura de capital con la rentabilidad de la compañía. En general, la metodología que se ha utilizado se enfoca en realizar pruebas estadísticas que abarcan muestras de compañías que cotizan en bolsa y que, en cierta forma, la obtención de datos, indicadores financieros, es más sencilla. Sin embargo, los casos encontrados muestran resultados discordantes y hay varias limitaciones en las muestras analizadas (López & Sierra, 2008).

Debido a que el trabajo se va a enfocar en los efectos que causa el endeudamiento en las empresas, el modelo que se seleccionó para este artículo es uno propuesto por Gabrić (2015); el cual realizó, a partir de una muestra de compañías que cotizan en la bolsa de Bosnia y Herzegovina, pruebas estadísticas y de correlación; utilizando los siguientes índices de endeudamiento y rentabilidad como variables estadísticas: Ratio de endeudamiento, Ratio de financiamiento de capital, Ratio de financiamiento, Deuda total en número de años, Ratio de cobertura de intereses, rentabilidad de los activos netos, rentabilidad de los activos brutos y rentabilidad del capital.

A continuación la Tabla #1 recopila los principales artículos que se usaron como base comparativa y directriz de resultados esperados. En ella se observa las conclusiones tanto de Gabrić (2015) como de otros autores.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

Autor	Resultados
López & Sierra (2015).	El endeudamiento no posee relación directa con la rentabilidad del activo o patrimonio. Empresarios prefieren contraer deuda a corto plazo. Además no existe correlación, la hipótesis no se mantiene.
Gabrić (2015).	Las compañías se financian en su mayoría con sus propios recursos. Correlación negativa entre la rentabilidad e indicadores de endeudamiento.
Norvaisiene (2012).	Se financian operaciones a corto plazo con recursos propios. Movimientos a largo plazo con deuda financiera.
Wadnipar & Cruz (2008).	Las empresas utilizan las obligaciones financieras, proveedores y cuentas por pagar como fuentes principales de financiación.
Akram, Zhang & Malik (2017).	Las compañías que tienen más miembros en la junta directiva toman mejores decisiones. Además se basan principalmente en recursos propios que en deuda.
Mota & Moreira (2017).	Las empresas portuguesas ven al mercado Angola como una alternativa de bajo riesgo. Se asemeja más al Trade Off (rentabilidad relación positiva con la deuda) que al Pecking Order.
Vargas & Corredor (2013).	La teoría más utilizada ha sido la de Pecking Order, la cual ha tenido mayor evidencia empírica en las empresas. La teoría de Trade Off no ha tenido evidencia.
Sánchez (2013).	Problemas con los costos de agencia que se pueden mitigar con el endeudamiento financiero. El nivel de endeudamiento óptimo de la empresa estudiada es de 40%.
Hernández & Ríos (2013).	La teoría que más se asemeja a la realidad es la del Trade Off. Los activos tangibles y la rentabilidad son los principales variables que considera la industria para sus decisiones de capital.
Forte, Barros & Toshiro (2013).	Fuerte relación negativa entre la rentabilidad y el ratio de endeudamiento. Las Pymes más rentables tenían menos deuda. Se asemeja más a la teoría del Pecking Order o que las empresas no pueden acceder a financiamiento externo.

Tabla #1: Hallazgos relevantes de otras investigaciones sobre la relación entre el endeudamiento y rentabilidad.

Nota. Elaboración del autor.

Autores como Forte, Barros & Toshiro (2013) y Gabrić (2015) investigaron la relación que tiene los niveles de endeudamiento con la rentabilidad en las empresas, encontraron que existe una correlación negativa: a mayor deuda, menor rentabilidad. De forma similar, en el sector bancario, se han encontrado resultados parecidos en donde sin importar el tamaño de la institución los indicadores de endeudamiento y rentabilidad

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

tienen una fuerte correlación negativa, es decir, la teoría del Pecking Order es la que más se asemeja a la realidad (Razak & Rosli, 2014).

Al contrario, en trabajos de autores como Hernández & Ríos (2013) y Mota & Moreira (2017) hubieron hallazgos que sostienen que las organizaciones si se han obtenido los beneficios impositivos del endeudamiento; siguiendo los fundamentos de la teoría del Trade Off, presentando una correlación positiva entre endeudamiento y rentabilidad.

Debido a la falta de similitud de los resultados, se vio la necesidad de hacer la comparación con estudios realizados en un país que comparte bordes fronterizos y que tiene cierto parecido cultural con Ecuador como es Colombia. En los artículos colombianos se intenta identificar los factores que determinan la selección de un modelo de endeudamiento específico, de la misma forma aspiran establecer una relación entre deuda y rentabilidad. López & Sierra (2015) plantearon que: a mayor endeudamiento, mayor rentabilidad; basándose en la premisa de las ventajas de la deuda de menor costo. En su estudio, se concluyó que los indicadores de rentabilidad y endeudamiento no guardan ninguna relación directa y que la estructura de capital de las empresas colombianas se basa principalmente en la financiación propia; además que entre los pasivos, las obligaciones financieras representan la fuente de financiación más importante. Así mismo, Wadnipar & Cruz (2008) basaron su investigación en tratar de acomodar o de etiquetar la estructura de capital de las empresas colombianas a dos teorías principales: Trade Off y Pecking Order, concluyendo que el que más se asemeja es el segundo.

De acuerdo a la base contextual revisada y siguiendo los objetivos planteados para la investigación se han planteado las siguientes hipótesis:

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

- Las compañías de la provincia del Guayas prefieren financiarse con activos propios que endeudamiento. El principal eslabón que representa la base de la estructura de capital de las compañías son los activos o al menos en mayor medida.
- Existe una relación negativa entre los indicadores de rentabilidad y los indicadores de endeudamiento entre las empresas de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Siguiendo los hallazgos de la mayoría de estudios señalados en el marco de referencia, se infiere que las compañías opten por financiarse con sus propios recursos y que carezca una cultura de endeudamiento para generar utilidad.
- La teoría que más se asemeja a la realidad de los casos del Guayas es la de Pecking Order, debido a que los empresarios ecuatorianos usualmente no se fijan en los beneficios tributarios del endeudamiento.

Metodología

La investigación tuvo un enfoque cuantitativo, se basó en datos de fuentes secundarias, y empleo un método deductivo, aplicando un análisis correlacional. La información usada en el artículo se recopiló del portal web de la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros; entidad que se define a sí misma como un organismo gubernamental con autonomía administrativa que se encarga de controlar el buen funcionamiento y cumplimiento de leyes de las compañías del Ecuador (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017). Se recolectó únicamente información de las empresas del Guayas que presentan sus estados financieros en la página de acuerdo a los estándares de regulación solicitados por la entidad.

Se utilizó como matriz principal el Ranking Empresarial de Compañías 2013. Esta información fue recopilada de 41,605 compañías que se reportaron como activas en el corte del proceso de entrega de datos (solo empresas que cumplieron con las normas NIIF y la entrega a tiempo) quedando al final 1,000 para el ranking. El Ranking de

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

Compañías 2013 se realizó al 8 de julio del 2014 y fue elaborado por la Dirección Nacional de Investigación y Estudios de la Intendencia Nacional de Gestión Estratégica de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Se optó por utilizar esta base de datos por el hecho que contiene la información más completa disponible.

Luego de filtrar la base de datos por provincia y seleccionar únicamente las del Guayas, se obtuvo un total de 385 empresas. Finalmente se decidió que, por la cantidad de empresas en cada sector, sería más relevante para el estudio enfocarnos en un segmento. El sector escogido fue el de Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas con 139 sujetos de estudio.

Esta investigación se rigió por dos variables principales: el endeudamiento y la rentabilidad. Para poder medir el endeudamiento de manera fiable se usó los siguientes indicadores financieros: endeudamiento del activo, endeudamiento patrimonial, endeudamiento del activo fijo y apalancamiento. En la Tabla #2 podremos observar la fórmula a utilizar y el propósito del indicador.

Indicador	Fórmula	Propósito
Endeudamiento del activo	$\frac{Pasivo\ Total}{Activo\ Total}$	Mostrar cuanto la compañía depende de los acreedores.
Endeudamiento patrimonial	$\frac{Pasivo\ Total}{Patrimonio}$	Determinar la predominancia entre acreedores y propietarios.
Endeudamiento del activo fijo neto	$\frac{Patrimonio}{Activo\ Fijo\ Neto}$	Indicar la capacidad del capital de la empresa para financiar los activos fijos sin necesidad de deuda.
Apalancamiento	$\frac{Activo\ Total}{Patrimonio}$	Indicar cuántas unidades de los activos de la empresa son financiadas por fuentes propias.

Tabla #2: Formulas y propósito de los indicadores financieros de endeudamiento
Nota. Elaborado por el autor.

Por otro lado, como variable dependiente tenemos a la rentabilidad; la cual se midió con los siguientes indicadores: rentabilidad neta del activo, margen bruto, margen neto y rentabilidad operacional del patrimonio. En la Tabla #3 podemos observar su fórmula y propósito en la investigación.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

Indicador	Fórmula	Propósito
Rentabilidad Neta del Activo (Dupont)	$\frac{Utilidad\ Neta}{Ventas} * \frac{Ventas}{Activo\ Total}$	Mostrar la capacidad del activo para producir utilidades.
Margen Bruto	$\frac{Ventas\ Netas - Costo\ de\ Ventas}{Ventas}$	Mostrar la capacidad de la empresa de cubrir gastos operativos antes de intereses e impuestos.
Rentabilidad Ventas Netas (Margen Neto)	$\frac{Utilidad\ Neta}{Ventas}$	Medir la capacidad de la compañía para generar utilidad.
Margen Operacional	$\frac{Utilidad\ Operacional}{Ventas}$	Medir la capacidad de la compañía para generar utilidad a partir las actividades propias de la empresa.

Tabla #3: Formulas y propósito de los indicadores financieros de rentabilidad
Nota. Elaborado por el autor.

Una vez recogidos los datos correspondientes se procedió al uso de la estadística descriptiva y ejecución de pruebas de correlación. Primero se examinaron los resultados obtenidos de los indicadores financieros para fijar una tendencia en el comportamiento de la muestra seleccionada. Luego se ejecutó, con la ayuda de SPSS 21, la prueba Kolmogorov Smirnov para determinar si la población tiene una distribución normal. Debido a que la distribución de la muestra no cumplió con las condiciones de normalidad se procedió a usar la prueba de correlación de Spearman no paramétrica como herramienta de análisis fundamental para corroborar el nivel de relación entre las variables. Todos los resultados se representaran en tablas y gráficos.

Resultados

La parte práctica de la investigación incluye una presentación de 3 tablas principales de resultados. Las primeras dos tablas, Tabla #4 y Tabla #5, se enfocan en el análisis de los indicadores financieros de las empresas escogidas para el estudio. Se van a utilizar estadísticos descriptivos e inferenciales para deducir los comportamientos generales del sector. La última tabla, Tabla #6, muestra la correlación de los datos.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

	Endeudamiento del Activo	Endeudamiento Patrimonial	Endeudamiento del Activo Fijo	Apalancamiento
N	139	139	139	139
Parámetros normales ^{a,b}				
Media	.6807	4.9225	9.0137	5.9225
Desviación típica	.17796	8.23492	20.51118	8.23492
Diferencias más extremas				
Absoluta	.059	.286	.332	.286
Positiva	.045	.272	.305	.272
Negativa	-.059	-.286	-.332	-.286
Z de Kolmogorov-Smirnov	.697	3.375	3.909	3.375
Sig. asintót. (bilateral)	.716	0.000	0.000	0.000

a. La distribución de contraste es la Normal.

b. Se han calculado a partir de los datos.

Tabla #4: Estadísticos descriptivos y prueba Kolmogorov - Smirnov de los indicadores de endeudamiento

Nota. Elaborado por el autor, SPSS 21, adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ranking Empresarial, 2013.

La Tabla #4 nos permite identificar el patrón estructural de la deuda del sector. Al conocer la media y la clase de distribución de la muestra se establece un criterio inferencial sobre el comportamiento general de las empresas. Es así que, el análisis del endeudamiento de las empresas del sector del Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas durante el año 2013 indica que los activos de las empresas dependen en un 68% de los acreedores. Es decir, las empresas de este sector funcionan sobre una estructura financiera arriesgada y tienen poco grado de independencia. El 4.9 en endeudamiento patrimonial muestra que la deuda excede en casi 5 veces al patrimonio, capital propio, revelando que, básicamente, estas empresas realizan todas sus actividades dependiendo en los acreedores. Un endeudamiento del activo fijo de 9.01 nos enseña que toda la inversión tangible no se pudo haber financiado netamente con aporte del capital propio, sino que se ha utilizado en gran medida el endeudamiento para financiar la maquinaria y edificios. Debido a que el patrimonio es tan reducido, el apalancamiento de 5.9 nos dice que por cada unidad de patrimonio se producen alrededor de 6 de activos.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

Por otra parte, los resultados de la prueba Kolmogorov – Smirnov en los indicadores de endeudamiento muestran que, en su mayoría, estas variables no poseen una distribución normal. Específicamente, las variables: endeudamiento patrimonial, endeudamiento del activo fijo y apalancamiento no poseen una distribución normal ya que su nivel de significancia es menor a 0.05. De forma contraria, la variable de endeudamiento del activo si presenta la característica de normalidad (nivel de significancia 0.716).

		Rentabilidad del Neta del Activo (Dupont)	Margen Bruto	Margen Neto	Margen Operacional
N		139	139	139	139
Parámetros normales ^{a,b}	Media	.0682	.2286	.0334	.0606
	Desviación típica	.07254	.13649	.03049	.04926
Diferencias más extremas	Absoluta	.174	.088	.138	.152
	Positiva	.164	.088	.138	.152
	Negativa	-.174	-.076	-.136	-.109
Z de Kolmogorov-Smirnov		2.047	1.037	1.628	1.798
Sig. asintót. (bilateral)		.000	.232	.010	.003

a. La distribución de contraste es la Normal.

b. Se han calculado a partir de los datos.

Tabla #5: Estadísticos descriptivos y prueba Kolmogorov - Smirnov de los indicadores de rentabilidad

Nota. Elaborado por el autor, SPSS 21, adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ranking Empresarial, 2013.

En el caso de la rentabilidad, la Tabla #5 presenta cuales son las ganancias, en promedio, de una empresa de este sector. Principalmente la evaluación de la rentabilidad desde distintos indicadores de rendimiento proporciona una visualización de mecánica del negocio y los márgenes ponderados tomando en cuenta distintos criterios (inclusión o exclusión de costos). El análisis de rentabilidad indica que el 6% de la rentabilidad proviene de los activos. Por el lado del margen bruto, se muestra que por cada dólar vendido, luego de descontar el costo de venta, la empresa genera una utilidad de 22%. El margen operacional establece que luego de descontar los costos de

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

ventas, gastos administrativos y de ventas la empresa genera una utilidad del 6%.

Finalmente, luego de hacer cumplir con todas sus obligaciones, las empresas generan un 3% de utilidad neta.

Por último tenemos que los resultados de la prueba Kolmogorov – Smirnov en los indicadores de rentabilidad neta del activo, margen neto y margen operacional tienen un nivel de significancia menor a 0.05 y no son normales. Inversamente, la variable de margen bruto si presenta la característica de la normalidad (nivel de significancia 0.232).

Una vez que se evidencia que la muestra no tiene una distribución normal y se conoce en términos generales el comportamiento de ambos indicadores, tanto de rentabilidad, como de endeudamiento, se ejecuta la prueba de correlación pertinente. A continuación, en la Tabla#6, se presentan los resultados de las pruebas de correlación de Spearman para muestras no paramétricas:

		Correlaciones							
		Endeudamiento del Activo	Endeudamiento Patrimonial	Endeudamiento del Activo Fijo	Apalancamiento	Rentabilidad del Neta del Activo (Dupont)	Margen Bruto	Margen Neto	Margen Operacional
Rho de Spearman	Endeudamiento del Activo	1.000	1.000**	-.273**	1.000*	-.487**	-.222**	-.489**	-.487**
	Endeudamiento Patrimonial	1.000**	1.000	-.273**	1.000*	-.487**	-.221**	-.489**	-.487**
	Endeudamiento del Activo Fijo	-.273**	-.273**	1.000	-.273**	.341**	.118	.232**	.258**
	Apalancamiento	1.000**	1.000**	-.273**	1.000	-.487**	-.221**	-.489**	-.487**
	Rentabilidad del Neta del Activo (Dupont)	-.487**	-.487**	.341**	-.487**	1.000	.130	.694**	.501**
	Margen Bruto	-.222**	-.221**	.118	-.221**	.130	1.000	.547**	.639**
	Margen Neto	-.489**	-.489**	.232**	-.489**	.694**	.547**	1.000	.823**
	Margen Operacional	-.487**	-.487**	.258**	-.487**	.501**	.639**	.823**	1.000

Tabla #6: Correlaciones variables de endeudamiento y rentabilidad empresas del Guayas

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

Nota. Elaboración del autor SPSS 21. **. La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

La prueba de correlación de Spearman muestra que los indicadores de endeudamiento: endeudamiento del activo, endeudamiento patrimonial y apalancamiento poseen una relación inversa con los indicadores de rentabilidad. En estos casos, las relaciones más fuertes se presentan entre las variables de endeudamiento y el margen neto con $-.489$ de correlación y las más débiles con el margen bruto; las cuales oscilan entre $-.221$ a $-.222$ de correlación. Sin embargo, el endeudamiento del activo fijo posee una relación positiva con los indicadores de rentabilidad, a un nivel de significancia de 0.01, que van desde $.232$ para margen neto a $.341$ en rentabilidad neta del activo. Estos resultados son compatibles con los de la Tabla #4, donde se establece que en términos generales las empresas no pueden solventar inversión de maquinaria o terrenos con capital propio.

Conclusiones

La elección de una estructura de capital óptima dependerá de los factores externos e internos de la compañía. La situación geográfica, el tamaño y las costumbres de cada país influyen en gran medida las decisiones de los empresarios. No existe una teoría que nos ofrezca una estructura de financiamiento que sea universalmente aplicable, los contextos socioeconómicos de los países son diferentes por naturaleza y la única forma de conocer su comportamiento es mediante el estudio. Mencionando algunos ejemplos de la variabilidad que existe, se puede considerar la evidencia claramente sustentada en los distintos resultados obtenidos por Sierra & López (2015) donde no se encontró ningún tipo de relación entre las dos variables; caso inverso en investigaciones realizadas por autores como Mota & Moreira (2017) que concluyeron que la rentabilidad tiene una relación positiva con la deuda y Saarani & Shahadan (2013) que obtuvieron resultados que señalan rotundamente que existe una correlación

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

negativa. De igual forma cabe mencionar que el tema de la localidad, contexto y cultura también es altamente relevante ya que los estudios mencionados se llevaron a cabo en Colombia, Angola y Malasia respectivamente.

A partir de la investigación realizada se puede concluir que la primera hipótesis no se cumple, es decir, que en las empresas del sector Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas, Guayas – Ecuador tienen una estructura de capital basada en la deuda. En otras palabras, usan el endeudamiento para financiar sus operaciones evidenciándose con un índice de endeudamiento patrimonial de 4.9225 y con un índice de endeudamiento del activo de 0.68 puntos porcentuales. Hay que tener claro que la mayoría de las empresas del sector seleccionado tienen como eje comercial principal la venta de productos de consumo masivo. Por ende, es fácilmente comprensible que las compañías utilicen una estructura de financiamiento que recae fuertemente sobre los acreedores. Los proveedores de las empresas de este sector se encargan de suministrar los insumos, mercadería o inventarios a un plazo de crédito determinado, es decir, entregan la mercadería, pero no cobran inmediatamente por ello. Sin embargo, la empresa comercializadora, posee el producto, tiene una obligación pendiente por pagar pero básicamente está ejerciendo la función de intermediario con productos que no produce, trabajando con el dinero de los proveedores y ganando por margen de venta.

Por otro lado, se mantiene la segunda hipótesis planteada al principio de la investigación, por lo que existe una relación negativa entre las variables analizadas; con excepción de los resultados del indicador endeudamiento del activo fijo que son completamente congruentes con un modelo de financiamiento en donde la deuda se utiliza para financiar las inversiones y operaciones (a mayor deuda más se puede invertir en infraestructura). En este punto también se puede relacionar la esencia del

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

sector con el comportamiento de la correlación. Se sabe que estas empresas trabajan con el capital de los proveedores y que la venta es el factor determinante en la rentabilidad. Por ello, al ser un mercado de rotación constante y estar implícitamente vinculado el desalojo de mercadería con la venta y la reducción de cuentas por pagar a proveedores, un alto nivel de deuda indica que la empresa está teniendo dificultades para desalojar inventarios, lo que quiere decir que no puede cumplir sus obligaciones con sus proveedores, manteniendo la deuda pero sin obtener ningún margen porque no se está vendiendo.

Por último, al momento de fijar una teoría que describa de mejor forma al comportamiento de las empresas se escogió a la de Pecking Order debido a que no se pudo calcular de forma eficiente el costo impacto de los intereses en la selección de deuda cómo modelo principal del sector. Adicionalmente, no se cumple el fundamento esencial de la teoría del Trade Off en donde la relación que se presenta entre endeudamiento y rentabilidad es positiva.

Para futuras investigaciones se recomienda ampliar el tamaño de la muestra e incluir una revisión histórica de las empresas con el fin de poder realizar una comparación más exhaustiva y precisa para ser capaces de entender de mejor forma las tendencias del sector. Evidentemente, un buen ejercicio para posteriores investigaciones sería saber con exactitud los costos que las empresas pagan por intereses de préstamos, dependiendo la disponibilidad de información, para poder obtener datos más concretos acerca de los gastos financieros (intereses). Otra recomendación sería someter a la muestra a pruebas estadísticas más fuertes y precisas para obtener resultados más exactos y diversificar al sector escogido en más segmentos: tamaño, especialización, nivel de ingresos, número de colaboradores, entre otros.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

Referencias

- Ahmad, N., & Rahim, F. A. (2013). Theoretical Investigation on Determinants of Government-Linked Companies Capital Structure. *Journal of Accounting, Finance and Economics*, 3(2), 72 - 85.
- Apogaa, R. R. (2014). Financing in SMEs: Case of the Baltic States. *Procedia*, 150, 116 - 125.
- Bagchi, B., Chakrabarti, J., & Roy, P. B. (2012). Influence of Working Capital Management on Profitability: A Study on Indian FMCG Companies. *International Journal of Business Management*, 1 - 10.
- Briozzo, A., Vigier, H., Castillo, N., Pesce, G., & Speroni, M. C. (2016). Decisiones de financiamiento en pymes: ¿existen diferencias en función del tamaño y la forma legal? *Elsevier*, 32(138), 71 - 81.
- Chaklader, B., & Khatun, R. (2013). Relationship of Working Capital Management with FMCG Sector Firm's Profitability. *Strategic Management*, 12(3).
- Colina, M. A., Medina, G. R., & Molina, Z. M. (2011). Financial planning and access to financing in small and medium-sized companies in the Venezuelan manufacturing sector. *Innovar*, 21(42), 99 - 112.
- Colina, M. A., Molina, Z. A., & Riapira, E. H. (2013). Acceso a la financiación en Pymes colombianas: una mirada desde sus indicadores financieros. *Innovar*, 24(53), 149 - 160.
- Eriotis, N., Vasiliou, D., & Neokosmidi, Z. V. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Emerald*, 33(5), 321 - 331.
- Esperanca, J. P., Gama, A. P., & Gulamhussen, M. A. (2003). Corporate debt policy of small firms: an empirical (re)examination. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10(1), 62 - 80.
- Espinoza, C., Maquieira, C., Vieito, J. P., & Gonzalez, M. (2012). Capital Structures in Developing Countries: The Latin American case. *Investigación Económica*, 71(282), 35 - 54.
- Forte, D., Barros, L. A., & Nakamura, W. T. (2013). Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises. *Brazilian Administration Review*, 10(3), 347 - 369.
- Gabrić, D. (2015). Empirical Analysis of the Profitability and Indebtedness in Listed Companies - Evidence from the Federation of BiH. *Journal of Economics and Business*, 8(2), 35 - 36.
- Haque, S., & Afzal, M. A. (2016). Impact of Working Capital Management on Profitability: A Case Study of FMCG Sector in India. *Pacific Business Review International*, 1(2), 10 - 15.
- Hernández, C. G., & Bolivar, H. R. (2013). Estructura financiera óptima, en la industria de los alimentos, que cotiza en la bolsa Mexicana de valores. *EconoQuantum*, 10(2), 78 - 94.
- Jensen, M. C. (2014). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Association*, 76(2), 323 - 329.
- Jong, A. d., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2010). Testing the pecking order theory: the impact of financing surpluses and large financing deficits. *RSM Erasmus University*, 39(2).
- Kanazaki, Y. (2007). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure in Japanese firms. *International Journal of Accounting & Information Management*, 15(2), 24-36.
- López, J. C., & Sierra, V. M. (2008). Analisis del Impacto del Nivel de Endeudamiento en la Rentabilidad. *Congreso Internacional ANAIS*.
- Mongrut, S., Fuenzalida, D., Pezo, G., & Teply, Z. (2010). Explorando Teorías de Estructura de Capital en Latinoamérica. *Cuad. Adm. Bogotá*, 23(41), 163 - 184.
- Morillo, M. (2001). Rentabilidad Financiera y Reducción de Costos. *Actualidad Contable Faces*, 4(4), 35 - 48.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

- Mota, J., & Moreira, A. (2017). Determinants of the capital structure of Portuguese firms with investments in Angola. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 20(1), 1-11.
- Naseem, M. A., Zhang, H., Malik, F., & Ramiz-Ur-Rehman. (2017). Capital Structure and Corporate Governance. *The Journal of Developing Areas*, 51(1), 34 - 47.
- Norvaisiene, R. (2012). The Impact of Capital Structure on the Performance Efficiency of Baltic Listed Companies. *Engineering Economics*, 23(5), 505 - 506.
- Padrón, Y. C., & Monasterio, O. M. (2007). La administración del capital de trabajo: Un reto empresarial. *Visión de Futuro*, 8(2).
- Palomeque, M. P. (2008). Administración del Capital de Trabajo. *Perspectivas*, 11(21), 161 - 172.
- Proença, P., Laureano, R. M., & Laureano, L. M. (2014). Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: evidence from Portuguese SMEs. *Procedia*, 150, 182 - 191.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421 - 1460.
- Razak, N. H., & Rosli, M. N. (2014). A Test between Pecking Order Hypothesis and Static Trade-Off Theory: An Analysis from Malaysian Listed Firms for Periods of Year 2007 To 2012. *International Journal of Business and Commerce*, 3(5), 99 - 117.
- Saaran, A. N., & Shahadan, F. (2013). The Determinant of Capital Structure of SMEs in Malaysia: Evidence from Enterprise 50 (E50) SMEs. *Asian Social Science*, 9(6), 64 - 72.
- Saarani, A. N., & Shahadan, F. (2013). The Comparison of Capital Structure Determinants between Small and Medium Enterprises (SMEs) and Large Firms in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 5(1), 22 - 32.
- Saglam, N., & Aziz Kagitci, S. B. (2016). Relationship Between Working Capital Management and Profitability in Turkey Industrial Listed Companies. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 1(2), 147 - 155.
- Saito, R., & Hiramoto, E. (2010). Foreign activity effects and capital structure: Brazilian evidence. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*(45), 59 - 75.
- Sánchez, A. V. (2014). Estructura del capital óptima en presencia de costos de dificultades financieras. *Investigación & Desarrollo*, 1(14), 44 - 65.
- Suhaila, M. K., & Mahmood, W. M. (2008). Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies. *MPRA*.
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2017). *supercias.gob.ec*. Recuperado el 2017 de noviembre de 20, de [supercias.gob.ec](http://www.supercias.gob.ec): <http://www.supercias.gob.ec/portalscvsv/>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1 - 19.
- Tufail, S., & Khan, J. (2013). Impact of Working Capital Management on Profitability of Textile Sector of Pakistan. *Journal of Business Research-Türk*, 6(3), 32 - 56.
- Vargas, S. M., & Corredor, G. A. (2013). Theory of the Pecking Order versus theory of the Trade Off for the company Coservicios S.A. *Apuntes del CENES*, 32(56), 205 - 236.
- Wadnigar, S. M., & Cruz, J. S. (2008). Determinación de la estructura de las empresas Colombianas. *Revista Soluciones de Posgrado EIA*, 1(1), 25 - 26.
- Zaid, N. A., Ibrahim, W. M., & Zulqernain, N. S. (2014). The Determinants of Profitability: Evidence from Malaysian Construction Companies. *Proceedings of 5th Asia-Pacific Business Research Conference*.
- Zare, R., Farzanfar, F., & Boroumand, M. (2013). Examining the Firm Age, Size and Asset Structure Effects on Financial Leverage in the Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2(6), 256 - 264.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

Apéndice A

Empresas de la provincia del Guayas que reportan a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros: sector Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas

COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR; REPARACIÓN DE VEHÍCULOS AUTOMOTORES Y MOTOCICLETAS.		
3M ECUADOR CA	FECORSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A.	QUIMPAC ECUADOR S.A. QUIMPACSA
AGRIPAC SA	FERREMUNDO S.A.	RESIQUIM S. A.
AGRITOP S.A.	FERRETERIA ESPINOZA S. A.	SABROSTAR FRUIT COMPANY S.A.
AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A.	FERTILIZANTES DEL PACIFICO FERPACIFIC S.A.	SOCIEDAD PREDIAL Y MERCANTIL MILATEX S.A.
ALESSA S.A.	FILTROCORP S.A.	SODERAL SOCIEDAD DE DESTILACION DE ALCOHOLES S.A.
ALMACENES BOYACA S.A.	FIRESKY S.A.	SOLVESA ECUADOR S.A.
ALMACENES DE PRATI SA	FRUTADELI S.A.	SURAMERICANA DE MOTORES MOTSUR CIA. LTDA.
ALPHACELL S.A.	FRUTERA DON MARCOS FRUDONMAR S.A.	TECNIGUAY TECNICENTRO GUAYAQUIL SA
ANGLO AUTOMOTRIZ SOCIEDAD ANONIMA (ANAUTO)	FUNDAMETZ S.A.	TECNOVA S.A.
ANGLO ECUATORIANA DE GUAYAQUIL C.A.	GAECO S.A.	TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A.
ANTONIO PINO YCAZA CIA. LTDA.	GERARDO ORTIZ E HIJOS C LTDA	TOYOCOSTA S.A.
ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA	GOLDEN VALUE COMPANY S.A. GOVALUE	TRACTOMAQ S.A.
ATIMASA S.A.	IMPORPARIS S.A.	TRINYFRESH S.A.
AUDIOVISION ELECTRONICA AUDIOELEC S.A.	IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRICOLA SA IIASA	TROPICALFRUIT EXPORT S.A.
AUTOMOTORES LATINOAMERICANOS SA AUTOLASA	IMPORTADORA LINO GAMBOA C LTDA ILGA	TROPICALIMENTOS S.A.
AUTOSHARECORP S.A.	INDUAUTO SA	VEPAMIL S.A.
AVICOLA SAN ISIDRO S.A. AVISID	INDUSTRIAS LACTEAS SA INDULAC	VIAPCOM CIA.LTDA.
BASESURCORP S.A.	INDUSUR INDUSTRIAL DEL SUR SA	GRIFINE S.A.
BRENNTAG ECUADOR S.A.	INPROEL S.A.	HACEB DEL ECUADOR S.A.
BRYFARM S.A.	INTERMEDIARIA DE VENTAS SUPER BAHIA SUBAHI SOCIEDAD ANONIMA	HIDROINSTALACIONES Y SERVICIOS AFINES (HIDROSA) S.A.
CABAQUI S.A.	INVERNEG S.A.	HIDROMECAICA ANDINA HIDROANDINA C LTDA
CARTIMEX S.A.	IVAN BOHMAN C.A.	HIVIMAR S.A.
CETIVEHICULOS S.A.	JEDESCO S.A.	ICESA S.A.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA PARA LAS EMPRESAS DEL GUAYAS: RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD

CHOCOLATES FINOS NACIONALES COFINA S.A.	JOHNSON & JOHNSON DEL ECUADOR SA	ECUADOR OVERSEAS AGENCIES SA
COHERVI S.A.	JORCORP S.A.	ECUAGREENPRODEX S.A.
COMERCIAL E INDUSTRIAL SUCRE S.A. COMSUCRE	JRCPHARMA ECUADOR S.A.	ECUAIMCO S.A.
COMPANIA AZUCARERA VALDEZ SA	JUAN MARCET COMPANIA LIMITADA	ECUAIRE S.A.
COMPANIA GENERAL DE COMERCIO Y MANDATO SOCIEDAD ANONIMA	L. HENRIQUES & CIA. S.A.	ECUAQUIMICA ECUATORIANA DE PRODUCTOS QUIMICOS CA
CONAUTO C.A.	LA GANGA R.C.A. S.A.	ECUATORIANA DE GRANOS SA ECUAGRAN
CONSTRUMERCADO S.A.	LA LLAVE SOCIEDAD ANONIMA DE COMERCIO	ELECTROLEG S.A.
CORPORACION EL ROSADO S.A.	LUBRICANTES Y LACAS C LTDA LUBRILACA	ELECTRONICA SIGLO XXI ELECTROSIGLO S.A.
CORPORACION FARMACEUTICA MEDISUMI S.A.	LUBRIVAL S.A.	EUROVEHICULOS S.A.
CREDITOS ECONOMICOS CREDICOSA SA	LUTEXSA INDUSTRIAL COMERCIAL COMPAÑIA LIMITADA	EXPODELTA S.A.
DELCORP S.A.	MABE ECUADOR S.A.	FARMAGRO S.A.
DEMACO, DISTRIBUIDORA DE EQUIPOS Y MATERIALES DE CONSTRUCCION GOMEZ C LTDA.	MACASA MAQUINAS Y CAMIONES SA	FARMASERVICIO S.A. FARMACEUTICA Y SERVICIO
DEVIES CORP S.A.	PAPELESA CIA LTDA	MAQUINARIAS HENRIQUES CA
DINADEC S.A.	PARCESHI S.A.	MARRIOTT S.A.
DIPASO S.A.	PICA PLASTICOS INDUSTRIALES CA	MASISA ECUADOR S.A.
DISAN ECUADOR S.A.	PLANTACIONES DE BALSA PLANTABAL SA	MATERIALES DE CONSTRUCCION (MACON) S.A.
DISTRIBUIDORA DISPACIF SA	PLAZA VENDOME S.A.	MEGAHIERRO S.A.
DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.	PROBRISA S.A.	MEGAPRODUCTOS S.A.
DISTRIBUIDORA IMPORTADORA DIPOR SA	PRODUCTOS ALIMENTICIOS Y LICORES CIA. LTDA. PROALCO	MERCANTIL DISMAYOR SA
DISTRIBUIDORA ROMERO - REYES S.A.	PRODUCTOS METALURGICOS SA PROMESA	MULTIMETALES S.A.
DITECA S.A.	PROEXPO, PROCESADORA Y EXPORTADORA DE MARISCOS S.A.	MULTIQUIP S.A.
DON CARLOS FRUIT S.A. DONFRUIT	PROFIANDINA S.A.	NEGOCIOS INDUSTRIALES REAL N.I.R.S.A. S.A.
E. MAULME C.A.	PYCCA S.A.	NUEVAS OPERACIONES COMERCIALES (NUCOPSA) S.A.
QUIMPAC S.A.		

Nota. Elaboración propia, adaptado de Superintendencia de Compañías. Ranking Empresarial, 2013.