



La Teoría Pecking Order Aplicada al Sector Automotriz de Ecuador, Periodo de Análisis 2013-2016

Pecking Order Theory Applied to the Automotive Sector of Ecuador, Period of Analysis 2013-2016

A Teoria da Pecking Order Aplicada ao Setor Automotivo do Equador, Período de Análise 2013-2016

Carlos Luis Amaiquema-López ^I

carluisamalo@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-6664-9035>

Jhonny Antonio Concha-Ramirez ^{II}

jconcha@istvr.edu.ec

<https://orcid.org/0000-0002-6031-5480>

Janeth Del Carmen Navarrete-Ortiz ^{III}

jnavarrete@istb.edu.ec

<https://orcid.org/0000-0002-3784-1757>

Cinthyá Fernanda Rivera-Pizarro ^{IV}

crivera@istvr.edu.ec

<https://orcid.org/0000-0003-2272-0036>

Correspondencia: carluisamalo@gmail.com

Ciencias Económicas y Empresariales

Artículo de Investigación

***Recibido:** 30 de enero de 2022 ***Aceptado:** 18 de febrero de 2022 * **Publicado:** 08 marzo de 2022

- I. Ingeniero en Auditoría y Contaduría Pública Autorizada, Escuela Superior Politécnica del Litoral, Ecuador.
- II. Magister en Contabilidad y Auditoría, Instituto Superior Tecnológico Vicente Rocafuerte, ISTVR, Campus Vicente Rocafuerte Vélez y Lizardo García, Guayaquil, Ecuador.
- III. Magister en Docencia y Currículo, Instituto Superior Tecnológico Babahoyo, ISTB, Campus Babahoyo Av. Enrique Ponce Luque, Babahoyo, Ecuador.
- IV. Magíster en Diseño y Evaluación de Modelos Educativos, Instituto Superior Tecnológico Vicente Rocafuerte, ISTVR, Campus Vicente Rocafuerte Vélez y Lizardo García, Guayaquil, Ecuador.

Resumen

Las empresas han sido consideradas por algunos de los gerentes financieros, como una base para la toma de decisiones en relación al financiamiento para nuevos proyectos. En este contexto, el presente trabajo buscó analizar la aplicación de la teoría Pecking Order en el ámbito de la estructura de capital, para cuatro empresas representativas del sector comercial automotriz en el Ecuador, mediante la aplicación de la investigación cuantitativa y el diseño no experimental, se realizó el análisis a los indicadores financieros de apalancamiento y rentabilidad, mediante los estados financieros en un periodo comprendido entre los años 2013 y 2016, complementándose con la revisión documental. Los resultados demostraron que unas de las empresas están más apalancadas por los acreedores financieros que por los accionistas, además se encontró que efectivamente estas empresas no siguen la lógica de una estructura de capital según la teoría de Pecking Order, puesto que al relacionar el indicador de utilidades retenidas con el de endeudamiento sigue el mismo patrón de comportamiento, lo que concluye que más bien las decisiones de financiamiento son tomadas de acuerdo a la particularidad de cada empresa.

Palabras clave: Estructura de capital; teoría Jerarquía de Preferencias; apalancamiento.

Abstract

The companies have been considered by some of the financial managers, as a basis for making decisions regarding financing for new projects. In this context, the present work sought to analyze the application of the Pecking Order theory in the field of capital structure, for four representative companies of the automotive commercial sector in Ecuador, through the application of quantitative research and non-experimental design, the financial indicators of leverage and profitability were analyzed through the financial statements in a period between 2013 and 2016, supplemented by the documentary review. The results showed that some of the companies are more leveraged by financial creditors than by shareholders, and it was found that these companies do not follow the logic of a capital structure according to the Pecking Order theory, since by relating the indicator of retained profits with the debt follows the same pattern of behavior, which concludes that rather financing decisions are made according to the particularity of each company.

Key words: Capital structure; hierarchy of preferences theory; leverage.

Resumo

As empresas têm sido consideradas por alguns dos gestores financeiros, como base para a tomada de decisão em relação ao financiamento de novos projetos. Nesse contexto, o presente trabalho buscou analisar a aplicação da teoria Pecking Order no campo da estrutura de capital, para quatro empresas representativas do setor comercial automotivo no Equador, por meio da aplicação de pesquisa quantitativa e design não experimental. Foi realizado sobre os indicadores financeiros de alavancagem e rentabilidade, por meio das demonstrações financeiras no período entre 2013 e 2016, complementado pela revisão documental. Os resultados mostraram que algumas das empresas são mais alavancadas por credores financeiros do que por acionistas, e também foi constatado que essas empresas não seguem efetivamente a lógica de uma estrutura de capital segundo a teoria Pecking Order, uma vez que ao relacionar o indicador de Retenção o lucro com o endividamento segue o mesmo padrão de comportamento, o que conclui que sim as decisões de financiamento são tomadas de acordo com a particularidade de cada empresa.

Palavras-chave: Estrutura de capital; Teoria da hierarquia das preferências; aproveitar.

Introducción

La estructura de capital, que sale a luz durante la década de los 50, ha sido un tema muy cuestionado por expertos analistas y autores de algunos journals en distintos países del mundo; muchos de estos, teniendo como objetivo buscar y explicar una estructura de capital óptima que combine adecuadamente la deuda y financiamiento propio, situación que hasta los actuales momentos no ha sido ciertamente explicada. Sin embargo, Zambrano y Acuña (2013) en uno de sus estudios de estructura de capital donde referencian algunos autores íconos en este campo, mencionan que no existe una estructura óptima de capital, sino más bien se busca tener una que permita reducir el costo de capital y a su vez maximizar el valor de las empresas.

Los primeros estudios se realizaron bajo el supuesto de mercados perfectos, donde tuvieron lugar la tesis tradicional o de la relevancia y la tesis de la irrelevancia que fue propuesta por Modigliani y Miller (1958). Posteriormente, y al tener en cuenta la existencia de mercados imperfectos, donde la economía se ve afectada por muchos factores, entre los que están principalmente los impuestos, comienzan a surgir nuevas teorías como la del Trade Off y Pecking Order, así mismo, Modigliani

y Miller buscaron corregir sus conclusiones realizadas en su primer trabajo bajo el supuesto de mercados perfectos, ahora considerando la ventaja fiscal de la deuda (Zambrano y Acuña, 2011). En la teoría Pecking Order como aplicación al presente trabajo Myers (1984) sostiene que en ésta, las empresas en primer lugar buscan financiamiento interno, esto es, el aprovechamiento de las ganancias, y si se requieren recursos externos, en primer lugar estará la deuda y como segunda opción los bonos, finalmente si la empresa no tiene la capacidad para endeudarse con las formas antes descritas, tendrá como opción final la emisión de acciones. Pues Zambrano y Acuña (2011, p.95) afirman que *“El Pecking Orden hoy en día tiene gran aceptación ya que hay muchas organizaciones de nuestro medio que no buscan la combinación óptima entre deuda y capital, sino que más bien tratan en todo momento de financiar sus nuevos proyectos con recursos propios por su aversión a encontrar situaciones adversas en el mercado y porque la información existente no ofrece plena certeza para realizar dichas inversiones”*.

Con estos antecedentes, las decisiones de estructura de capital podrían desencadenar en un gran problema con el valor de la empresa y su costo de capital (Ross, Westerfield y Jordan, 2010), que inclusive podría llevarla a la quiebra, siendo que, en la práctica son muchos los factores que inciden en el valor de éstas o su estabilidad en el mercado. Pues en este ámbito, los directivos financieros se preguntarán cómo financiar nuevos proyectos de inversión, conociendo que hay diversas fuentes de financiamiento, pero que, además de estas decisiones dependerá el valor de la empresa, entonces aquí, caerán en ciertos dilemas, si a mayor deuda, mejor es la estructura de capital o convendría financiarse vía capital, mediante la emisión de acciones (Mendoza Barrezueta, 2012), situación que puede ser explicada por distintas teorías que ilustran la estructura de capital, entre la más comúnmente probada Pecking Order (Mondragón Hernández, 2013).

En el presente trabajo, se pretende analizar y verificar la aplicación de la Teoría Pecking Order (Jerarquía de Preferencias) en la estructura de capital de las empresas del sector comercial automotriz del Ecuador, por su importancia dentro la economía ecuatoriana, como: contribución al PIB, generación de empleo, que en el 2016 representó 13.971 plazas y aporte a los tributos que en el 2016 fue aproximadamente 865 millones de dólares (Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador [AEADE], 2017); además, por el impulso que ha generado en otras industrias del sector de la producción, como: la siderúrgica, metalúrgica, metalmecánica, de plástico, robótica, etcétera (Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, 2011). Este análisis, comprenderá el periodo desde 2013 - 2016. Para ello, se considerará la situación económica y financiera del sector dentro

del periodo de estudio, y posteriormente se analizará la relación entre la variable dependiente del endeudamiento y variables independientes como: reinversión de utilidades, rentabilidad y crecimiento de los activos operativos netos y EBITDA, que ayudarán a validar la aplicación de la teoría escogida, que además ha sido probada en estudios realizados en otros países por distintos autores.

Por lo antes descrito, este trabajo será de gran utilidad para las empresas de este sector de la economía ecuatoriana, que les permitirá tener una visión general de cómo empresas del mismo sector conciben su estructura de capital, y a su vez puedan tomar decisiones adecuadas de financiamiento, sea con recursos propios, deuda o emisión de acciones, como consiste esta teoría. En Latinoamérica, muchos de estos estudios han aplicado la estructura de capital bajo la teoría Pecking Order, como lo es el caso de este trabajo. Sin embargo, otros autores en sus conclusiones sostienen que a la muestra aplicada en países como: Brasil, Chile, Perú, México y Argentina, la estructura de capital obedece al modelo de apalancamiento financiero, que llevaría a la teoría del Trade Off, siendo que las empresas prefieren en primer lugar la deuda por sus beneficios tributarios, antes que la financiación con fondos propios (Mongrut, Fuenzalida, Pezo, y Teply 2010).

Por citar otros ejemplos, Zambrano y Acuña (2013) en su estudio realizado a una empresa específica de Colombia, donde aplica la validación tanto para la teoría Trade Off como para Pecking Order en un periodo de cinco años, con una metodología de análisis comparativo de indicadores o variables dependientes e independientes, concluyen que la empresa no se comportó de acuerdo a la teoría del Trade Off, sino a la de Pecking Order planteada por Myers (1984), ya que esta empresa dio prioridad en financiar sus nuevos proyectos con recursos propios.

Tenjo, López y Zamudio (2006) en su publicación de los determinantes de la estructura de capital en las empresas colombianas, que analiza 7326 empresas en un periodo de siete años, aplicando estimadores de regresión por cuantiles, concluyen que la relación inversa entre rentabilidad y coeficiente de endeudamiento enmarca a las empresas dentro de la teoría Jerarquía de Preferencias o Pecking Order, a pesar que también los costos de estrés financieros aumentan el nivel de endeudamiento, sin embargo, el resto de resultados no respaldó alguna teoría en particular, sostienen estos autores.

Por su parte, Fernández, De Rojas, y Zuliani (2004) en su artículo denominado “*Contrastación de la teoría del “Pecking Order”: el caso de las Empresas Españolas*”, aplicado el estudio para 85 empresas españolas que cotizan en bolsa en un periodo comprendido entre 1995 y 2002, con una

metodología de tipo descriptivo e inferencial por el análisis a través de regresión, llevan a concluir que el grado de cumplimiento de la teoría Pecking Order es muy alto en empresas con altas oportunidades de crecimiento, donde prefieren generar autofinanciación antes de proveerse de capital externo.

Estructura de capital

La estructura de capital desde su estudio, es un tema que ha sufrido muchos cuestionamientos, y que hasta la actualidad requiere todavía de comprender cuáles son sus determinantes que la definen (Rajan y Zingales, 1995). Para Moyer Charles, McGuigan R., y Kretlow W. (2005) la estructura de capital es “*la cantidad de deuda permanente a corto plazo, deuda a largo plazo, acciones preferentes y comunes que se utilizan para financiar las operaciones de la empresa*”. Por su parte Ross et al. (2010) sostiene una similar definición de la estructura de capital en una empresa, señalando que es la mezcla específica de deuda a largo plazo y capital que utiliza ésta para financiar sus operaciones, donde además, el administrador financiero tendrá dos cuestionamientos, estos son, ¿cuánto deberá pedir prestado la empresa? y ¿cuáles son las fuentes de fondos menos costosas para la empresa?, teniendo en consideración que la estructura de capital, debe procurar la minimización del CPPC (Costo promedio ponderado de capital). Pues, en un estudio realizado por Rivera (2007) concluye que generalmente los factores determinantes de la estructura de capital en pequeñas y medianas empresas, son la oportunidad de crecimiento y la retención de utilidades, teniendo esta primera una relación positiva y la segunda una relación negativa frente al endeudamiento, mientras que Eriotis, Vasiliou, y Ventoura-Neokosmidi (2007) sostienen que existe una relación positiva entre la cantidad de la deuda y el tamaño de la empresa, además asegura que las empresas de mayor tamaño emplean más deuda que las pequeñas.

En una sinopsis sobre la evolución histórica de las teorías de estructura de capital Rivera (2002) sostiene que la estructura de capital está inmersa en escenarios como mercados perfectos e imperfectos; en este primero se encuentran las teorías clásicas, donde están las tesis de la relevancia y de irrelevancia de Modigliani y Miller como se mencionó en la introducción. Sin embargo, en el contexto de mercados imperfectos, surgen las teorías del Trade Off que supone una estructura óptima de capital y del Pecking Order que sigue un orden de financiamiento interno hasta la deuda y emisión de acciones, teorías que fueron desarrolladas por algunos estudiosos de la materia como Bradley, Jarrell, y Kim (1984); Jensen y Meckling (1976) y Myers (1989).

Conociendo algunas teorías de estructura de capital desde mercados perfecto e imperfectos

Como ya se había indicado, muchas teorías comenzaron a surgir a raíz de la tesis de Modigliani y Miller en el año 1958, las primeras bajo el supuesto de mercados perfectos y otras considerando imperfecciones de mercado, entre las que están las famosas teorías y hoy en día de mucha aplicación Trade Off y Pecking Order.

Pues, en primer lugar está la tesis tradicional, conocida así por los aportes teóricos surgidos por algunos autores como Modigliani y Miller, pero que Schwartz (1959) le da un enfoque en el que sostiene que el apalancamiento moderado lleva a una estructura financiera óptima.

Luego viene la tesis de Modigliani y Miller en el año 1958, donde sostienen que en mercados perfectos (sin impuestos, sin costos de transacción, etc.), las decisiones de estructura de capital son irrelevantes. Y es aquí donde se comienza a tener diversos cuestionamientos por distintos autores como Fama (1978), Stiglitz (1969). Posteriormente, en 1963 surge la corrección de la tesis de Modigliani y Miller, que publicaron en 1958, donde esta vez consideraron la ventaja fiscal de los impuestos.

Posteriormente, surge el modelo de Miller (1977), en el que considera costos de quiebra e impuestos, quien cree que este último factor no muestra una mejora importante en la estructura de capital. También se tienen los costos de agencia, que básicamente comprende al conflicto generado entre administradores, accionistas y acreedores (Zambrano y Acuña, 2011). Y los costos de información asimétrica, que consiste en el limitado acceso a la información financiera y económica por parte de agentes emisores y receptores en el mercado, que además podría provocar decisiones erróneas y serios problemas en las empresas.

Por otro lado, la teoría del Trade Off, que no se enfatizará en este estudio, al no ser de aplicación, según Mondragón (2011) ésta adquiere relevancia cuando se evalúa el beneficio contra los costos de financiación por endeudamiento. Esta teoría consiste en agregar el impuesto a la renta pagado, que disminuye con la deducibilidad por acreditar deuda, protegiendo así los ingresos de los impuestos, donde el objetivo se determinará equilibrando los escudos fiscales de la deuda contra los costos de quiebra (Frank y Goyal, 2007).

Esta teoría también es conocida, como la que apuesta a la estructura óptima de capital, y algunos autores como Jensen (1986) argumenta que la estructura de capital óptima se alcanza al momento de tener una combinación de deuda y capital propio adecuada, procurando la deuda por el beneficio obtenido en la deducción de los intereses. Sin embargo Dumrauf (2013) acota que se puede hablar

de estructura óptima cuando se maximice el valor de la empresa y minimice el costo de capital. Pues en este mismo sentido, Grajales Bedoya (2008) al considerar que existen diversos estudios que defiende la existencia de una estructura óptima de capital y otros que determinan que no es cierto, encontró que un factor interesante que influye en las decisiones de financiamiento es la existencia de imperfecciones en el mercado de recursos.

Teoría Pecking Order / Jerarquía de Preferencias

Esta teoría supone que la empresa no posee una estructura de capital óptima y opera bajo mercados imperfectos, también es conocida como escala de jerarquías, ya que tiene presente en primer lugar el financiamiento interno o reinversión de utilidades cuando se encuentra disponible, posteriormente se acude al financiamiento externo que puede ser a corto o largo plazo, y por último la emisión de acciones (Moreira y Rodríguez, 2006). Lo anterior es confirmado por Fernández, De Rojas, y Zulian (2004) en la que indican que la teoría de jerarquización financiera, la autofinanciación se encuentra en la parte más alta de las preferencias jerárquicas, mientras que las nuevas emisiones de acciones, se encuentran en la parte inferior. De esta forma Frank y Goyal (2007) exponen que esta teoría tiene gran aceptación ya que hay muchas organizaciones que buscan financiar sus proyectos con recursos propios antes de acudir a la deuda, obviando la estructura de capital óptima. Finalmente Myers (1989) como uno de los más reconocidos en el estudio de esta teoría, afirma que las empresas aprovechan el financiamiento interno como prioridad antes de contraer deuda.

Materiales y Métodos

El presente estudio emplea la investigación cuantitativa dado que mide variables numéricas (indicadores), que llevarán a probar la aplicación de la teoría de estructura de capital Pecking Order (Hernández, Fernández y Baptista, 2016).

La población objetivo es de 80 empresas del sector comercial automotriz a nivel nacional de tamaño grande, para lo cual se seleccionó 4, siendo estas las más representativas según el ranking de activos e ingresos por ventas del año 2016, determinado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador, que se encuentran dentro del código CIIU G4510.01 al último nivel, caracterizándose así, como una muestra no probabilística y representativa.

El diseño considerado es no experimental longitudinal, ya que analiza información de los estados financieros por el periodo comprendido del 2013 al 2016. La investigación exploratoria,

complementa con la revisión de literatura referente a estructura de capital y sus teorías, revisión de la información financiera y económica del sector y empresas objeto de estudio, a partir de los cuales se calcularán los ratios financieros tradicionales de endeudamiento, apalancamiento y rentabilidad como alcance descriptivo, que permitirán contemplar la estructura de capital de este sector y a partir del cual se podrá concluir.

Mediante la revisión de datos económicos y financieros de las empresas en estudio, que se encuentran publicados en el portal web de información del sector societario de la Superintendencia de Compañías, se podrá probar la aplicación de la teoría Pecking Order.

Basado en lo mencionado por Zambrano y Acuña, (2013) en Trade Off y Pecking Order de estructura de capital, se procedió a realizar un análisis de la situación actual de las empresas, con base en la estructura de capital de la muestra escogida que representa la población objetivo.

Las empresas seleccionadas son: General Motors del Ecuador S.A. con una participación del 21% en ingresos y 10% en activos sobre la base de grandes empresas comerciales automotrices del 2016, Maquinarias y Vehículos S.A. Mavesa con el 5% en ingresos y 12% en activos, Automotores y Anexos S.A. con 5% en ingresos y 6% en activos y Automotores Continental S.A. con 5% de ingresos y 6% de activos (Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, 2017).

Resultados

El sector automotriz en Ecuador según Uribe (2014) contribuye en la economía del país tanto con aranceles, impuestos y generación de empleo. Es así que en el 2015 y 2016 entre todas las empresas automotrices generaron más de 56.801 empleos y tributaron en el 2015 por 770 millones de dólares y 2016 por 865 millones (Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador [AEADE], 2017). Pues, para el 2017 la Comisión Europea (2016) asegura que Ecuador tendrá un beneficio económico superior, generando así un gran impacto incremental en el PIB de la economía ecuatoriana, en la que se encuentra la reducción arancelaria por importación de vehículos.

Entonces, revisando el Código Orgánico de la Producción Comercio e Inversión (2010), estipula que las empresas grandes en Ecuador son las que poseen más de 200 trabajadores o ingresos superiores a los \$5'000.001,00. A tales características, se muestra una tabla que contiene las principales variables que llevaron a la selección de la muestra en el presente estudio.

Tabla 1: Evolución de ventas, activos y número de empleados en las empresas comerciales automotrices de la muestra, periodo 2013 - 2016

EMPRESA	2013	2014	2015	2016	VAR.
General	980	1053	896	587	Ventas \$ mm
Motors del Ecuador S.A.	214	234	272	208	Activos \$ mm
	197	186	169	154	Núm. Emp.
Maquinarias y Vehículos S.A. MAVESA	189	236	195	125	Ventas \$ mm
	195	246	254	239	Activo \$ mm
	483	610	639	696	Núm. Emp.
Automotores y Anexos S.A. (A.Y.A.S.A.)	201	210	158	137	Ventas \$ mm
	85	97	96	113	Activos \$ mm
	672	685	672	707	Núm. Emp.
Automotores Continental S.A.	188	203	175	129	Ventas \$ mm
	61	65	64	63	Activos \$ mm
	559	559	539	543	Núm. Emp.

Fuente: Ranking empresarial 2013 - 2016 de compañías sujetas a vigilancia y control de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador, 2017

A continuación, se muestra el comportamiento de la estructura de capital por empresa y según el promedio de la industria de acuerdo a la muestra representativa seleccionada.

Tabla 2: Estructura de Capital 2013 - 2016 de General Motors de Ecuador S.A.

GENERAL MOTORS DEL ECUADOR S.A.				
GRUPO DE CUENTA	2013	2014	2015	2016
PASIVO	28%	30%	37%	30%
Pasivo Corriente C/P	25%	26%	35%	28%
Pasivo No Corriente L/P	3%	4%	2%	2%
PATRIMONIO	72%	70%	63%	70%
Capital	44%	41%	35%	45%
Reserva	6%	8%	9%	14%
Resultados del Ejercicio	22%	21%	19%	11%
Resultados Acumulados	0%	0%	0%	0%

Fuente: Estados Financieros 2013 a 2016, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador, 2017

En el caso de General Motors del Ecuador S.A. se puede observar que la estructura de capital está representada en promedio en un 69% por patrimonio propio antes que pasivo, por lo que en primera instancia se puede observar que esta empresa hace uso de los recursos propios como primera alternativa de financiamiento.

Tabla 3: Estructura de Capital 2013 - 2016 de Maquinarias y Vehículos S.A.

MAQUINARIAS Y VEHICULOS MAVESA				
GRUPO DE CUENTA	2013	2014	2015	2016
PASIVO	54%	61%	60%	52%
Pasivo Corriente C/P	49%	57%	55%	44%
Pasivo No Corriente L/P	5%	4%	4%	8%
PATRIMONIO	46%	39%	40%	48%
Capital	22%	17%	18%	25%
Reserva	4%	3%	3%	3%
Resultados del Ejercicio	4%	3%	3%	0%
Resultados Acumulados	16%	16%	16%	20%

Fuente: Estados Financieros 2013 - 2016, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador, 2017

La empresa Mavesa, como se puede observar, mantiene más pasivos que patrimonio, pues en el 2013 la deuda con el sistema financiero estuvo representada por más de 70.8 millones de dólares, generalmente compuesta por cartas de crédito a 180 días plazo para las importaciones de vehículos y repuestos que devengaban una comisión; así mismo, por crédito para financiar capital de trabajo y otros créditos con los que financiaron bienes inmuebles adquiridos en ese periodo, misma situación y comportamiento se tuvo en los años 2014 y 2015 con más de 105 millones de deuda con el sistema financiero y que finalmente en el 2016 tuvo una reducción a 84 millones de dólares, ya que en este año Mavesa constituyó un fideicomiso en garantía para que tome el derecho de percibir los flujos de la cartera de clientes por cobrar hasta el monto equivalente de las cuotas por pagar a las entidades financieras.

Tabla 4 Estructura de Capital 2013 - 2016 de Automotores y Anexos S.A.

AUTOMOTORES Y ANEXOS A.Y.A.S.A.				
GRUPO DE CUENTA	2013	2014	2015	2016
PASIVO	44%	43%	37%	45%
Pasivo Corriente C/P	29%	27%	26%	34%
Pasivo No Corriente L/P	15%	16%	11%	11%
PATRIMONIO	56%	57%	63%	55%
Capital	26%	22%	23%	19%
Reserva	2%	3%	3%	3%
Resultados del Ejercicio	10%	10%	6%	4%
Resultados Acumulados	18%	22%	31%	29%

Fuente: Estados Financieros 2013 - 2016, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador, 2017

Esta empresa (A.Y.A.S.A.), no tiene similar proporción de pasivo y patrimonio en su estructura de capital que el de General Motor del Ecuador S.A., sin embargo, si posee una similar estructura, siendo que el valor del Patrimonio se encuentra por encima del Pasivo. Pues, es un indicativo que el financiamiento con terceros es relativamente bajo respecto el propio.

Tabla 5: Estructura de Capital 2013 - 2016 de Automotores Continental S.A.

AUTOMOTORES CONTINENTAL S.A.				
GRUPO DE CUENTA	2013	2014	2015	2016
PASIVO	63%	60%	58%	58%
Pasivo Corriente C/P	53%	46%	45%	43%
Pasivo No Corriente L/P	10%	14%	13%	15%
PATRIMONIO	37%	40%	42%	42%
Capital	14%	14%	13%	14%
Reserva	5%	6%	7%	7%
Resultados del Ejercicio	10%	10%	9%	3%
Resultados Acumulados	8%	10%	13%	18%

Fuente: Estados Financieros 2013 - 2016, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador, 2017

Automotores Continental S.A. posee una similar estructura de capital que Mavesa, donde la deuda está representada por una mayor proporción que el patrimonio. En el 2013 esta empresa tuvo una deuda superior a 24 millones de dólares, en el 2014 de 22, 2015 por 26 y en el 2016 llegó a estar igual que el 2013, es decir, 24 millones.

Tabla 6: Estructura de Capital 2013 - 2016 del sector comercial automotriz de Ecuador

PROMEDIO DE LA MUESTRA					TENDENCIA
GRUPO DE CUENTA	2013	2014	2015	2016	
PASIVO	43%	47%	47%	44%	
Pasivo Corriente C/P	37%	40%	42%	37%	
Pasivo No Corriente L/P	6%	7%	5%	7%	
PATRIMONIO	57%	53%	53%	56%	
Capital	30%	27%	25%	29%	
Reserva	5%	5%	6%	7%	
Resultados del Ejercicio	13%	11%	10%	5%	
Resultados Acumulados	9%	10%	12%	15%	

Fuente: Estados Financieros 2013 - 2016 de la muestra, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador, 2017

Ya observando, la estructura promedio de la muestra explicativa al presente estudio, se puede decir que la estructura de capital del sector comercial automotriz del Ecuador, está conformada más por patrimonio que por pasivos, aunque el margen de diferencia de la proporción entre ambos componentes oscila entre 6 y 14%.

Pues, ahora se realizará el cálculo del indicador de nivel de endeudamiento como variable dependiente de: la reinversión de utilidades, crecimiento de los activos operativos netos, rentabilidad operativa de los activos y EBITDA, considerando para este primer indicador los pasivos financieros tanto a corto y largo plazo como numerador y los activos operativos netos como denominador. Los activos operativos netos (AON), en su conjunto comprenderá el efectivo y equivalente de efectivo, cuentas y documentos por cobrar, inventarios, gastos anticipados, propiedad, planta y equipo, y activos intangibles; los mismos que están relacionados con la razón de ser de las empresas.

Tabla 7: Nivel de endeudamiento de las empresas del sector comercial automotriz de Ecuador 2013 - 2016

PROMEDIO DEL SECTOR				
GRUPO DE CUENTA	2013	2014	2015	2016
PASIVO FINANCIERO	\$174,34	\$ 230,20	\$261,05	\$ 228,71
ACTIVO OPERATIVO NETO	\$368,31	\$ 425,72	\$474,81	\$ 463,15
ENDEUDAMIENTO	47%	54%	55%	49%

Fuente: Estados Financieros 2013 - 2016 de la muestra, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador, 2017

Como se podrá observar en el siguiente gráfico, el endeudamiento de estas empresas para los años 2013 a 2015 presentó un incremento, mucho más marcado en el año 2014, donde también las ventas

sufrieron un incremento del 5,5% respecto al 2013 según el Informe Anuario 2014 de la (Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador [AEADE], 2014), pues para el 2016 el comportamiento más bien fue descendiente, lo que quizás se debió a un pago fuerte de deuda, a pesar de haber sido un año de muchos desafíos, por la situación de la desaceleración económica presentada en Ecuador, recordando además que Mavesa en ese año tuvo que constituir un fideicomiso de deuda financiera, para su cancelación a través de la cartera cobrada; así mismo, según el boletín 2016 de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (2016) el otorgamiento de crédito al consumidor final disminuyó respecto a años anteriores, implicando una baja actividad en ventas.

Reinversión de utilidades

Pues con este indicador se pretende observar si este sector prefirió como primera fuente de financiamiento los recursos propios de los que dispuso en resultados de ejercicios económicos, recordando que las empresas presentan básicamente tres fuentes de financiamiento que pueden ser: recursos propios o de autogestión, recursos aportados por los accionistas y recursos obtenidos de terceros (Tanaka, 2005).

En Ecuador, la Ley de Compañías vigente estipula que cada año deberá apropiarse por lo menos el 10% de la utilidad del ejercicio para la reserva legal en las empresas anónimas, hasta por lo menos alcanzar el 50% del capital social, esta reserva servirá para proteger el capital por eventuales pérdidas, por lo que una empresa no podrá considerar este rubro para las operaciones propias o capital de trabajo; sin embargo, es decisión de los accionistas o socios la capitalización de las utilidades o reparto de dividendos una vez deducidas las reservas por ley, por lo que, para conocer si las empresas de la muestra realizaron reinversión de utilidades (aprovechamiento de recursos propios para el financiamiento de sus proyectos), que además proporciona un incentivo en la reducción del 10% de impuesto a la renta por el monto reinvertido, siempre y cuando sea en activos productivos, se observará el comportamiento de las utilidades retenidas, es decir a mayor crecimiento, es porque los accionistas deciden no distribuir las mismas mediante reparto de dividendos sino destinarlas a las operaciones de la empresa, según Ortiz y Vera (2015) en su tesis sobre estructura de capital sostienen que en la legislación ecuatoriana, las empresas retienen sus dividendos hasta que la Junta de Accionistas decidan si distribuir las total o parcialmente, con la finalidad de incrementar el capital de trabajo y generar mayor liquidez disminuyendo costos financieros.

A continuación, se muestra la evolución de utilidades de cada empresa y de su conjunto.

Tabla 8: Resultados acumulados por empresa del sector comercial automotriz, periodo 2013 - 2016

RESULTADOS ACUMULADOS EN MILLONES DE DÓLARES 2013-2016				
EMPRESAS DEL SECTOR AUTOMOTRIZ	2013	2014	2015	2016
GENERAL MOTORS DEL ECUADOR S.A.	\$ 45,87	\$ 49,96	\$ 53,26	\$ 22,73
MAQUINARIAS Y VEHICULOS MAVESA	\$ 40,92	\$ 45,68	\$ 47,51	\$ 47,09
AUTOMOTORES Y ANEXOS A.Y.A.S.A.	\$ 23,88	\$ 31,17	\$ 35,42	\$ 36,99
AUTOMOTORES CONTINENTAL S.A.	\$ 10,80	\$ 13,11	\$ 14,45	\$ 12,93
PROMEDIO DEL SECTOR	\$ 30,37	\$ 34,98	\$ 37,66	\$ 29,94

Fuente: Estados Financieros 2013 - 2016 de la muestra, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador, 2017

En el caso de la empresa General Motors del Ecuador S.A. se observa que cada año no arrastra utilidades de ejercicios anteriores, sino que más bien las distribuye a sus accionistas o empresas controladoras que son dos compañías con domicilio estadounidense.

Se puede observar que Mavesa, desde el año de análisis 2013 destina parte de sus utilidades a capital de trabajo, no obstante, la misma no ha sido suficiente para cubrir el capital de trabajo, por lo que esta empresa tuvo que recurrir a deuda, como se observó en el indicador de endeudamiento. La empresa A.Y.A.S.A., retiene utilidades y reparte dividendos.

En el caso de Automotores Continental, todos los años reparten dividendos en cierta proporción, sin embargo, en el año 2016, se repartieron dividendos por más de 3 millones, pero la utilidad del ejercicio solo fue por 1,88 millones de dólares.

Observando el promedio del sector en la gráfica anterior, se puede decir que estas empresas generalmente acumulan sus resultados, para el posterior uso de los mismos, sin embargo, también distribuyen dividendos, no siendo mayormente un problema, porque según Tanaka (2005) los accionistas se sentirán motivados a la inversión futura en la empresa, cuando se les reparte dividendos.

Crecimiento de los activos operativos netos (AON)

Los activos bien pueden estar financiados por recursos propios o por deuda, y su crecimiento depende de la proporción que se destinen de estos recursos. El AON está conformado por los mismos componentes que se definieron anteriormente.

Según Frank y Goyal (2007), la teoría objeto de análisis, se suele interpretar como la relación inversa entre el apalancamiento y el tamaño de la empresa, esta última variable, puede ser muy bien medida por el AON según Zambrano y Acuña (2011). Un incremento de los activos desde los

años 2013 a 2015 y disminución en el 2016, se puede observar que entre estas dos variables no existe relación inversa sino más bien una relación paralela, por lo que no se puede concluir que estas empresas recurrieron como primer lugar al financiamiento con recursos propios.

Rentabilidad Operativa del Activo (ROA)

Este indicador como todos los anteriores, tiene gran importancia en la estructura de capital, ya que el mismo da a conocer cuánto de retorno está generando la inversión en activos, que puede ser por financiamiento propio o por deuda.

La rentabilidad operativa del activo se la obtiene dividiendo la utilidad operativa después de impuesto para los activos operativos netos.

El ROA está presentando un comportamiento inverso a la variable dependiente, siendo que hasta el 2015 donde creció el endeudamiento, disminuyó la rentabilidad de los activos; no obstante, en el 2016 al haber disminuido la deuda, por los pagos realizados, la rentabilidad del activo operativo también se vio afectada de forma marcada, esto quizás pudo ser motivo de la baja liquidez y disminución de los inventarios, estos últimos afectados por las restricciones arancelarias en este sector, según la AEADE.

Resultado antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA)

El EBITDA es el resultado de la gestión de un ejercicio económico antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Pues este indicador, muestra cómo se encuentra el rendimiento operativo de la empresa, cuando esta busca invertir sea capital propio o deuda.

Los resultados, al igual que el rendimiento operativo de los activos decaen en el 2016, precisamente por la precipitación de las ventas. En este mismo año, la deuda disminuyó en las empresas del sector, situación que fue marcada por la empresa automotriz más grande del país General Motors del Ecuador S.A.

Dumrauf (2001) en su tesis doctoral, indica que uno de los factores que pueden afectar la estructura de capital es la variabilidad del resultado de operación, pues esto se ha observado en este segmento de estudio en la que el resultado EBITDA ha mostrado su influencia en el endeudamiento, puesto que el aumento de resultados dio lugar a la deuda, por el contrario, al decrecer este, las empresas tuvieron tendencia a la disminución de la deuda.

Discusión

Como se mencionó, la teoría de Jerarquía de Preferencias o Pecking Order, no obedece a una estructura óptima de capital, sino más bien una escala de opciones que va desde el financiamiento propio hasta el externo, para este estudio se buscó explicar la aplicación de esta teoría a este sector, a través de una variable dependiente que es el endeudamiento y variables independientes que comprende la reinversión de utilidades, crecimiento de los activos operativos netos, rentabilidad del AON y el EBITDA.

La primera relación de variables se da entre el endeudamiento y la apropiación de utilidades como variable que explica a esta primera, los resultados revelan una relación paralela de ambas variables, no cumpliéndose la teoría sostenida por (Shyam-Sunder y Myers, 1999), en la que debe existir una relación inversa para que se cumpla una de las razones para aproximarse a la estructura de capital que obedece la teoría Pecking Order. Es preciso mencionar que las empresas del sector comercial automotriz reparten dividendos en alguna proporción de las utilidades, sin embargo, la diferencia es retenida en cada ejercicio económico, mientras que, particularmente MAVESA, tiene una política distinta de no repartir dividendos sino más bien capitalizar sus utilidades. Aquellas empresas que repartieron dividendos, dependió mucho de las medidas y decisiones que toman los administradores de cada empresa en cuanto respecta a financiamiento, pues General Motors del Ecuador S.A., por cada año repartió más de 40 millones de dividendos a sus accionistas e inversores, A.Y.A.S.A. por más de 1 millón y Automotores Continental repartió más de 4 millones por año, pues esto representa en promedio el 85%, 4% y 30% de las utilidades del ejercicio y retenidas, respectivamente en estas empresas.

La segunda relación se da entre el endeudamiento y el crecimiento de los activos operativos, según Fernández et al. (2004) a partir de la teoría de Myers (1984) dedujo que las compañías con mayor oportunidad de crecimiento, que puede ser medido por el AON, tienden normalmente a apalancarse en menor medida, esto significa una relación inversa, no obstante, en este análisis se pudo observar lo contrario, siendo que el endeudamiento creció del 2013 al 2015, de forma paralela al crecimiento de la empresa, que para este trabajo fue medido a través de los Activos Operativos Netos, sin embargo, en el 2016 decrecieron los AON al igual que la deuda, por lo tanto, estos resultados muestran que el sector comercial automotriz ecuatoriano no necesariamente aplica la teoría Pecking Order.

La relación dada entre el endeudamiento y la Rentabilidad del Activo Operativo Neto (ROA), muestra un comportamiento inverso, ya que a medida que creció la deuda hasta el 2015, el ROA iba en disminución, es así que el endeudamiento del sector pasó del 47% en el 2013 al 55% en el 2015, mientras que el ROA pasó del 19% al 15% en ese mismo periodo, a pesar que el activo iba en crecimiento, el indicador de endeudamiento se vio afectado por el aumento del pasivo financiero, mientras que el ROA por la disminución en la utilidad del ejercicio; según Bernardí y Paz (2005) esta relación debe ser inversa en la teoría de las preferencias jerárquicas, por lo que se cumple el postulado; no obstante, se debe anotar que todas las empresas del sector en estudio hacen uso de deuda.

Comparando la variable endeudamiento con la variable EBITDA, resultó una relación casi paralela, cuando según Roncancio, Rojo y Valencia (2014) un crecimiento en el EBITDA implica una disminución en la emisión de deuda, ya que las empresas procuran cubrir las inversiones con las ganancias propias. Por lo cual, este postulado, para el presente estudio no se cumple, situación que puede ser vista en el año 2015 donde la deuda alcanza el punto más alto en el periodo evaluado, a pesar de que en ese mismo año disminuyó el EBITDA en un 3% respecto al año 2014.

Finalmente, respecto al capital, se puede observar que las empresas generalmente lo mantienen estático, a excepción de aquellas que cotizan en bolsa y emiten acciones al público, dichas empresas son las compañías o sociedades anónimas, pues estos recursos en estas empresas son generalmente utilizados como otra fuente de financiamiento, teniendo como una desventaja que el control de la empresa sea cedido a terceros que pueden generar conflicto de intereses.

Conclusiones

La primera fase del análisis se evidenció que, en dos de las empresas de la muestra, el pasivo era superior al patrimonio, lo que dio a notar que las mismas se encuentran más apalancadas por los acreedores financieros que por los accionistas, una de estas empresas con mayor pasivo y que cotiza en bolsa es Mavesa. Pues en el caso de General Motors, se tiene una estructura mucho más diferenciada ya que los pasivos solo representan entre el 28% y 37% del total de pasivo más patrimonio. Pues ya, en el promedio de la muestra el pasivo representa una menor proporción que el patrimonio, no habiendo una diferencia más allá del 14%.

En la fase de análisis de indicadores, se puede concluir que las empresas no siguen la lógica de una estructura de capital según la teoría de Pecking Order, puesto que al relacionar el indicador de

utilidades retenidas con el de endeudamiento sigue el mismo patrón de comportamiento, cuando según Shyam-Sunder y Myers (1999) la relación debe ser inversa, esto es, si aumenta la reinversión de utilidades, la deuda tenderá a disminuir, situación que además debe ocurrir con el Activo Operativo Neto.

El retorno sobre los Activos y EBITDA. El ROA del sector tuvieron tendencia a decrecer, por la disminución de la utilidad operativa en este sector, que fue afectada por el entorno económico como las medidas arancelarias especialmente en el año 2016.

Una de las limitaciones que se presentaron durante el desarrollo del presente documento es el, análisis llevado a cabo a partir de cifras financieras publicadas en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, que no pudieron ser contrastadas con entrevistas a directores financieros o representantes de las empresas que formaron parte de la muestra.

Referencias

1. Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE). (2014). Anuario 2014. Retrieved from <http://www.aeade.net/anuario/>
2. Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE). (2016). Sector Automotor en Cifras. Retrieved from <http://www.aeade.net/boletin-sector-automotor-en-cifras/>
3. Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE). (2017). Automotive Sector in Ecuador. Retrieved from <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2017/06/automotive-sector-in-figures-May-2017-shortversion.pdf>
4. Beltrán, G., y Cortéz, N. (2011). *Estudio de la estructura de capital en las empresas ecuatorianas correspondiente al periodo 2000-2010 de acuerdo a los modelos "Pecking Order Theory" y "Static Trade Off Theory."* Escuela Superior Politécnica del Litoral. Retrieved from <http://www.dspace.espol.edu.ec/xmlui/handle/123456789/36432>
5. Bernardí, C. B., y Paz, R. B. (2005). Determinantes de la estructura financiera de la empresa. *Revista Europea de Dirección Y Economía de La Empresa*, 33–2, 513–532.
6. Bradley, M., Jarrell, G. a, y Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39(3), 857. <https://doi.org/10.2307/2327950>
7. Código Orgánico de la Producción Comercio e Inversión 2010, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2010). Ecuador. Retrieved from www.uaf.gob.ec

8. Coronel, C., y Vera, P. (2015). *Pecking Order y Trade Off: Aplicabilidad de teoría de estructura de capital en el sector manufacturero bursátil del Ecuador*. Escuela Superior Politécnica del Litoral. Retrieved from <http://www.dspace.espol.edu.ec/xmlui/bitstream/handle/123456789/34587/D-CSH154.pdf?sequence=-1&isAllowed=y>
9. Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones. (2011). Análisis del sector automotriz. *Inteligencia Comercial e Inversiones*, 35.
10. Dumrauf, G. (2001). *La estructura de capital óptima de la firma, implicancias para las decisiones de inversión y financiamiento*. Universidad de Buenos Aires. Retrieved from http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1160_LopezDurmraufG.pdf
11. Dumrauf, G. (2013). *Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano*. (Alfaomega, Ed.) (Tercera Ed). Buenos Aires, Argentina: Alfaomega.
12. Eriotis, N., Vasiliou, D., y Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321–331. <https://doi.org/10.1108/03074350710739605>
13. Europea, C. (2016). *Ecuador se suma al acuerdo comercial entre la UE, Colombia y Perú*. Retrieved from europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3615_es.pdf
14. Fama, E. F. (1978). The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders. *American Economic Review*, 68(3), 272–284. <https://doi.org/10.2307/1805260>
15. Fernández, M., De Rojas, M., y Zuliani, G. (2004). Contrastación de la teoría del “Pecking Order”: el caso de las empresas españolas, 1–26.
16. Frank, M. Z., y Goyal, V. K. (2007). Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. *Handbook of Empirical Corporate Finance SET*, 1, 135–202. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>
17. Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, 55(5), 1901–1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
18. Grajales Bedoya, D. D. (2008). Un enfoque dinámico para el estudio de la estructura de capital en Colombia (modelo de estructura eficiente de capital), 104. Retrieved from <http://www.bdigital.unal.edu.co/2490/>
19. Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., y Baptista Lucio, M. del P. (2016).

- Metodología de la investigación. Statewide Agricultural Land Use Baseline 2015* (Vol. 1).
<https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
20. Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *76 Am Econ Rev*, 76(2), 323–329. <https://doi.org/164.107.69.157>
21. Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
22. Mascareñas, J. (2013). La estructura de capital óptima. *Finanzas Y Política Económica*, 5(2), 141–160.
23. Mendoza, M. (2012). Análisis dinámico de la estructura de capital de las empresas cotizadas en la Bolsa de Valores de Lima. *Repositorio Institucional Pirhua*, 1–83.
24. Mondragón, S. A. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias. *Cuadernos de Contabilidad*, 12(30), 165–178. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=fuay&AN=78032103&lang=es&site=ehost-live>
25. Mondragón, S. A. (2013). Estructura de capital del sector automotor colombiano: una aplicación de la teoría de la jerarquía de las preferencias. *Cuadernos de Contabilidad*, 14(34), 219–243.
26. Mongrut, S., Fuenzalida, D., Pezo, G., y Teply, Z. (2010). Explorando teorías de estructura de capital en Latinoamérica. *Cuadernos de Administración*, 23(41), 163–184. Retrieved from http://revistas.javeriana.edu.co/index.php/cuadernos_admon/article/viewFile/3608/2715
27. Moreira, C., y Rodríguez, J. (2006). Contraste de la Teoría del Pecking Order versus la Teoría del Trade-Off para una Muestra de Empresas Portuguesas. *Documentos de Trabajo Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas*, 1, 1–25. Retrieved from <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3164848>
28. Moyer Charles, McGuigan R., y Kretlow W. (2005). *Administración financiera contemporánea - R. Charles Moyer, James R. McGuigan, William J. Kretlow - Google Libros* (Thomson). México.
29. Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–

592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
30. Myers, S. C. (1989). Still searching for optimal capital structure. *Are the Distinctions between Debt and Equity*.
31. Orozco, W., y Quijano, L. (2014). *Determinantes de la estructura de capital en el Ecuador: un análisis empírico*. San Francisco de Quito. Retrieved from <http://repositorio.usfq.edu.ec/handle/23000/3839>
32. Rajan, R. G., y Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Source: The Journal of Finance THE JOURNAL OF FINANCE*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.2307/2329322>
33. Rivera, J. (2002). Teoría Sobre La Estructura De Capital. *Estudios Gerenciales*, (84), 31–60. Retrieved from http://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios_gerenciales/article/view/93/html
34. Rivera, J. (2007). Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las pymes del sector de confecciones del Valle del Cauca en el período 2000-2004. *Cuadernos de Administración*, 20(34), 191–219. Retrieved from <http://web.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=35658b4a-cabc-4eaa-b6c5-f42a8510fcdb@sessionmgr4006yvid=42yhid=4107>
35. Roncancio, V., Rojo, J., y Valencia, J. (2014). *Estudio para determinar la estructura de capital óptima para la empresa Sutrak S.A*. Universidad de Medellín.
36. Ross, S. A., Westerfield, R. W., y Jordan, B. D. (2010). *Fundamentos de finanzas corporativas*. (J. Mares, Ed.) (Novena edi). México: McGraw Hill Education.
37. Schwartz, E. (1959). Theory of the capital structure of the firm. *The Journal of Finance*, 14(1), 18–39. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1959.tb00483.x>
38. Shyam-Sunder, L., y Myers, S. C. (1999). Testing static trade off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219–244. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00051-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00051-8)
39. Stiglitz, J. (1969). A re-examination of the Modigliani-Miller theorem. *The American Economic Review*, 59(5), 784–793. <https://doi.org/10.1126/science.151.3712.867-a>
40. Superintendencia de Compañías Valores y Seguros. (2017). Portal de información sector societario, Ecuador. Retrieved from

http://appscvs.supercias.gob.ec/portalInformacion/sector_societario.zul

41. Tanaka N., G. (2005). *Análisis de Estados Financieros para la Toma de Decisiones*. (T. G. Educativa, Ed.) (Segunda). Lima-Perú.
42. Tenjo, F., López, E., y Zamudio, N. (2006). Determinantes de la estructura de las empresas colombianas (1996-2002). *Borradores de Economía*, 1–38. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.897>
43. Uribe, F. (2014). Ecuador: Sector automotriz. *Pacific Credit Rating*, 6–13.
44. Vilanova, A. V. (2008). La dinámica de la estructura de capital. Evidencia para la empresa industrial Española. *Revista Espanola de Financiacion Y Contabilidad*, 37(137), 160–162.
45. Zambrano, S., y Acuña, G. (2011). Estructura de capital. Evolución teórica, 9(15), 81–102.
46. Zambrano, S., y Acuña, G. (2013). Teoría del Pecking Order versus teoría del Trade off para la empresa Coservicios S . A . E . S . P . of the Trade Off for the company. *Apuntes Del CENES*, 32(56), 205–236.
47. Zambrano V., S. M., y Castellanos C., C. (2014). Análisis de la estructura de capital para empresas de Servicios Públicos. *In Vestigium Ire*, 6, 77–85. Retrieved from <http://revistas.ustatunja.edu.co/index.php/ivestigium/article/view/792>