



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA

La Universidad Católica de Loja

ÁREA ADMINISTRATIVA

TITULO DE MAGÍSTER EN GESTIÓN FINANCIERA

Relación entre el capital de trabajo, el activo no corriente y estructura de capital en empresas ecuatorianas

ARTÍCULO ACADÉMICO.

AUTOR: Negrete Proaño, Marcos Darío

DIRECTOR: Rojas Toledo, Dolores María, Mgtr

CENTRO UNIVERSITARIO

LOJA 2017



Esta versión digital, ha sido acreditada bajo la licencia Creative Commons 4.0, CC BY-NY-SA: Reconocimiento-No comercial-Compartir igual; la cual permite copiar, distribuir y comunicar públicamente la obra, mientras se reconozca la autoría original, no se utilice con fines comerciales y se permiten obras derivadas, siempre que mantenga la misma licencia al ser divulgada. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/deed.es>

Septiembre, 2017

APROBACIÓN DE LA DIRECTORA DEL ARTÍCULO ACADÉMICO

Mgtr.

Dolores María Rojas Toledo.

DOCENTE DE LA TITULACIÓN

De mi consideración:

El presente trabajo de artículo académico, denominado: **Relación entre el capital de trabajo, el activo no corriente y estructura de capital en empresas ecuatorianas**, realizado por Marcos Darío Negrete Proaño, ha sido orientado y revisado durante su ejecución, por cuanto se aprueba la presentación del mismo.

Loja, Octubre de 2017

f).

DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS

“Yo Negrete Proaño Marcos Darío declaro ser autor del presente trabajo de artículo académico: **Relación entre el capital de trabajo, el activo no corriente y estructura de capital en empresas ecuatorianas**, de la Titulación en Gestión Financiera, siendo Dolores María Rojas Toledo, directora del presente trabajo; y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones legales. Además certifico que las ideas, conceptos, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo investigativo, son de mi exclusiva responsabilidad.

Adicionalmente declaro conocer y aceptar la disposición del Art. 88 del Estatuto Orgánico de la Universidad Técnica Particular de Loja que en su parte pertinente textualmente dice: “Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos y tesis de grado o trabajos de titulación que se realicen con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”

f.....

Autor: **Negrete Proaño Marcos Darío**

Cédula: 1707257554

DEDICATORIA

A mis hijos Doménica y Darío, mi eterna motivación, que Dios los bendiga siempre, a mi esposa Gloria, mi compañera de toda la vida.

AGRADECIMIENTO

A la Universidad Técnica Particular de Loja, pionera en la educación a distancia, por permitirme continuar mi proceso de formación.

A mi tutora, Mgtr. Dolores María Rojas Toledo, por su apoyo en el desarrollo de mi tema.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

| | |
|--|-----|
| CARÁTULA..... | i |
| APROBACIÓN DE LA DIRECTORA DEL ARTÍCULO ACADÉMICO..... | ii |
| DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS..... | iii |
| DEDICATORIA..... | iv |
| AGRADECIMIENTO..... | v |
| ÍNDICE DE CONTENIDOS..... | vi |
| RESUMEN..... | 1 |
| ABSTRACT..... | 2 |
| INTRODUCCIÓN..... | 3 |
| REVISIÓN DE LA LITERATURA..... | 4 |
| METODOLOGÍA, MODELOS, HIPÓTESIS Y VARIABLES..... | 6 |
| RESULTADOS..... | 10 |
| CONCLUSIONES..... | 14 |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 15 |

RESUMEN

Este artículo tiene como objetivo, el proporcionar evidencia sobre el destino del financiamiento de la estructura de capital, y si este está dirigido a financiar capital de trabajo o activo no corriente. Se trabajó sobre una muestra de 1385 empresas manufactureras, obtenidas de la base de datos de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Para el caso de la relación con el capital de trabajo se midió el mismo con ciclos de conversión del efectivo y la estructura de capital, mediante su costo promedio ponderado para el período 2015, mientras que para establecer la influencia entre la estructura de capital y el activo no corriente, se trabajó con valores de crecimientos entre los períodos 2012 y 2015, considerando como variable dependiente el activo no corriente y los componentes de la estructura de capital (Obligaciones financieras, utilidades acumuladas, capital y obligaciones emitidas), como variables independientes. Los análisis econométricos de regresión múltiple de corte transversal descartan la influencia entre los ciclos de conversión del efectivo y el costo promedio ponderado de capital, mientras que se encuentra una relación significativa entre el activo no corriente y los componentes de la estructura de capital.

PALABRAS CLAVES:

Ciclos de conversión del efectivo, Capital de trabajo, Costo promedio ponderado de capital, Estructura de capital, Activo no corriente.

ABSTRACT

This article aims to provide evidence on the destination of capital structure financing, and whether it is aimed at financing working capital or non-current assets. We worked on a sample of 1385 manufacturing companies, obtained from the database of the Superintendency of Companies, Securities and Insurance. In the case of the relationship with the working capital was measured the same with cycles of conversion of the cash and the capital structure, by its weighted average cost for the period 2015, whereas to establish the influence between the capital structure and the Non-current asset, we worked with growth values between periods 2012 and 2015, considering as a dependent variable the non-current asset and the components of the capital structure (financial obligations, accumulated earnings, capital and Obligations issued), as independent variables. Cross-cutting multiple regression econometric analyses rule out the influence between the cash conversion cycles and the cost of capital while there is a significant relationship between the non-current asset and the components of the Capital structure.

KEYWORDS:

Cash conversion cycles, Working capital, Weighted average capital cost, Capital structure, Non-current asset.

1. INTRODUCCIÓN

En el mundo financiero, varios investigadores han realizado modelos que buscan encontrar las relaciones de factores que expliquen las variaciones de la rentabilidad. Muchos de esos esfuerzos se han enfocado a explicar la repercusión de un eficiente manejo del capital de trabajo en los resultados de las empresas como el realizado por (Aguirre, 2016). Otros, al tratar de explicar una estructura de capital idónea, que igualmente contribuya a mejorar los resultados o la rentabilidad de las compañías, tal es el caso del realizado por (Modigliani y Miller ,1958). La mayor parte de trabajos e investigaciones se han enfocado mayormente en la búsqueda de relaciones con la variable rentabilidad, sin embargo poco se ha escrito sobre una relación entre la estructura del capital y su relación con el capital de trabajo.

El presente trabajo tiene como finalidad reforzar o desechar las teorías que relacionan directamente a la estructura del capital con el capital de trabajo de las empresas manufactureras ecuatorianas.

Ross, Westerfield y Jaffe (2012) señalan que en una economía ideal, los activos de corto plazo siempre pueden financiarse con deuda de corto plazo y los activos de largo plazo con deuda de largo plazo y capital. En esta economía el capital de trabajo siempre es cero.

Morillo (2001) señala que el apalancamiento financiero es sano, cuando la deuda de largo plazo financie activos fijos y la deuda de corto plazo al activo circulante, de tal forma que se sincronicen los vencimientos de las deudas con las entradas de efectivo.

La importancia de este estudio radica en el tratamiento que las empresas manufactureras ecuatorianas dan a la estructura de capital y si el mismo financia lo que la teoría sostiene como recomendable en una economía ideal.

El artículo está organizado de la siguiente manera: La sección dos presenta la revisión de la literatura, la sección tres contiene la metodología, modelos, hipótesis y variables, la sección cuatro señala los resultados encontrados y finalmente la sección cinco expone las conclusiones.

2. REVISIÓN DE LITERATURA

De acuerdo con Pérez, Collado, Rizo, y Borges (2017) existe un capital de trabajo necesario, que da lugar a una administración óptima. De igual forma si el capital de trabajo no es el adecuado puede llegarse a situaciones de insolvencia.

Albornoz (2013) señala la importancia del equilibrio entre liquidez y rentabilidad para lograr administrar el capital y así lograr éxito en la administración-financiera. Además, recalca que una alta liquidez no significa necesariamente una buena administración- financiera. Indica que los activos corrientes se financian con fondos de corto plazo mientras que los activos no corrientes se financian con fondos a largo plazo.

Hoffman y Martin (2016) señalan la existencia de varios análisis empíricos con un impacto positivo entre un manejo eficiente del capital de trabajo y la rentabilidad corporativa. También indican una conexión entre el costo promedio ponderado de capital (CPPC) y el capital de trabajo. Asimismo, indican que una medida adecuada y comúnmente utilizada para medir un eficiente manejo del capital de trabajo es el CCE (Ciclo de Conversión de Efectivo).

Finalmente, Jiménez, Rojas y Ospina (2013) señalan que el ciclo de caja se obtiene mediante la fórmula: $\text{Ciclo de caja} = \text{período de Inventario} + \text{período de cobro} - \text{período de pago}$.

El estudio de la estructura de capital lleva ineludiblemente a la pregunta: ¿Existe o no una estructura óptima? y si existe, ¿debería está, ser visible en la mayoría de estados financieros de las empresas?. De esta manera la estructura del capital tiene estudios que defienden la existencia de una estructura óptima y otros que lo contradicen.

Las dos teorías más populares sobre la estructura del capital financiero son: equilibrio estático (Trade Off) y jerarquía financiera (Pecking Order) (Correa, Salluca, Angulo, y Manrique, 2016).

Modigliani y Miller (1958) en su artículo publicado en la revista American Review en 1958, bajo el título "The cost of Capital Finance and Theory of Investment", en su proposición 1 afirmaban que el valor de la empresa es independiente de su estructura de capital. Con posterioridad Modigliani y Miller, modifican su enunciado inicial considerando que el endeudamiento tiene un valor positivo sobre el valor de la empresa, debido a la disminución del pago de los impuestos por la deducción de los intereses en la respectiva base imponible.

Tanaka (2008) en su estudio de panel sobre 76 empresas españolas, encuentran evidencia a favor del Trade-Off, debido a que empresas con mayor endeudamiento presentan menores costos de insolvencia. La ambigüedad de este resultado puede deberse a la alta heterogeneidad de las empresas estudiadas.

Bradley (1984) señala que la teoría del equilibrio estático sostiene que la deuda tiene beneficios obtenidos que se compensan con los costos generados por el endeudamiento, entendiéndose a los escudos fiscales como la ventaja generada, respecto de los costos incurridos como los de insolvencia financiera o quiebra.

Por otra parte, la teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order), señala la preferencia de las empresas para utilizar en primer lugar los fondos internos, seguido de los financiamientos de deuda, para finalmente decidir financiarse con emisión de capital o recursos propios. Esta sería la estrategia de escala jerárquica a la hora de buscar financiamiento (Myers, 1984).

López y Vera (2016) en su trabajo sobre empresas peruanas que han cotizado en bolsa en los períodos 2007-2014, confirmaron de manera parcial la vigencia de la teoría del Pecking Order.

Por el contrario, Gutiérrez, Aguayo y Panes (2014) en su estudio sobre la estructura de financiamiento de las empresas chilenas que cotizan en bolsa entre los períodos 2010 y 2013, aplicando el modelo de jerarquía, concluyen que el modelo de jerarquía no se cumple, ya que las empresas que poseen mayores flujos de caja prefieren financiar sus proyectos con deuda o capital, para en caso de endeudarse aprovechar el escudo fiscal.

Un estudio más reciente, en el que también se encuentra evidencia empírica de la preponderancia de la teoría Pecking Order sobre la de Trade Off, es el realizado por Noulas y Genimakis (2014). Su estudio de empresas griegas no financieras que cotizan en bolsa, investigó a los gerentes y su forma de determinar la estructura de capital óptima para contrastar las teorías sobre el apalancamiento corporativo. Los resultados de las encuestas realizadas utilizando tanto estadísticas descriptivas como no paramétricas, hallan en general una mayor correspondencia con la hipótesis de la teoría de la jerarquía, en comparación con la teoría del equilibrio estático.

Rodríguez, Rodríguez y Rodríguez (2016) señalan que las empresas familiares son en general más adversas al riesgo y a la toma de endeudamiento externo o a la entrada de nuevos accionistas y se financian preferiblemente con beneficios no distribuidos. Esta investigación señala que las empresas familiares no siguen las pautas del Pecking Order ni las del Trade Off, sino que su escasa animosidad al riesgo, influye en su toma de decisiones y no las teorías de estructura óptima de capital.

Mongrut, Fuenzalida, Pezo y Teply (2010) señalan que los directores de empresas latinoamericanas utilizan el método de jerarquización, por la tendencia marcada de cierto temor a las deudas, debido al costo explícito que acarrearán.

3. METODOLOGÍA, MODELOS, HIPÓTESIS Y VARIABLES.

Los datos utilizados corresponden a 1385 empresas manufactureras registradas en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador, por los períodos comprendidos entre el año 2012 al 2015. Se tomaron los datos desde el año 2012, debido a que este fue el período final de transición a NIIF de todos los grupos de empresas.

Para el análisis de las regresiones y correlaciones entre CPPC y CCE se tomó en cuenta los datos del año 2015, mientras que para los mismos análisis en base al activo no corriente y la estructura del capital se usaron los datos de crecimiento entre los períodos 2012 y 2015. Esto debido a que para el primer modelo se trabajó con indicadores y para el segundo modelo con valores en dólares.

Se ha procedido a depurar los datos, eliminando las empresas que carecen de estados financieros en alguno de los períodos señalados. Adicionalmente se descartaron las empresas que en alguno de estos períodos no reportan utilidad o pérdida, o que carecen de patrimonio, lo que sugiere la existencia de un tipo de inactividad que podría distorsionar los resultados de la muestra seleccionada.

No se han tomado en cuenta las empresas cuya estructura carece de datos en las cuentas de clientes, inventarios, costos de producción, activos, ventas, cuentas por pagar y compras, valores considerados importantes para los análisis pertinentes.

De esta manera se trabajó con una base depurada de 1385 empresas manufactureras.

Modelos. Se trabajó con dos modelos:

Modelo 1. Dirigido a explicar las relaciones entre la estructura del capital a través del CPPC (%) vs el capital de trabajo medido en CCE (días).

Modelo 2. Dirigido a explicar la relación entre el activo no corriente y los componentes de la estructura de capital en dólares

Variables explicativas Modelo 1.

Las variables del modelo 1, están en relación con el estudio de Hoffman y Martin (2016) y corresponden al CPPC y al CCE.

Las fórmulas de estas variables son:

$$\text{CPPC} = \frac{E}{D+E} (re) + \frac{D}{D+E} (rd) (1-t) \quad (1)$$

$$\text{CCE} = \text{período de Inventario} + \text{período de cobro} - \text{período de Pago.} \quad (2)$$

La tabla 1, explica las variables utilizadas para la fórmula del CPPC (1).

Tabla1. Detalle de las variables de la fórmula CPPC (1)

| Variable | Significado | Composición |
|----------|--------------------------------|--|
| C | Capital | capital pagado y resultados acumulados (resultados de ejercicios anteriores, reserva legal y reserva facultativa), se excluyó del equity las revalorizaciones y otros ajustes que no significan una erogación de dinero. |
| D | Deuda | Se consideró como deuda, las obligaciones con instituciones financieras, la emisión de obligaciones y el leasing, tanto a corto como largo plazo. |
| re | Costo de Capital | Como costo de Capital se consideró la sumatoria del costo de los bonos del estado negociados para el año 2015 que es de 7,738% de acuerdo al histórico de la Bolsa de Valores de Quito, estos intereses son considerados como sin riesgo y el riesgo País promedio del 2015 de acuerdo a JP Morgan es de 10,77%. |
| rd | Costo de la Deuda | Para el costo de la deuda se consideró el promedio efectivo de la deuda tomada por cada empresa |
| t | tasa de impuestos corporativos | La tasa impositiva en el Ecuador corresponde a 15% Participación trabajadores y 22% de impuesto a la renta (luego del pago a trabajadores), lo que equivale a una tasa del 33,70%. |

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por el autor.

La tabla 2, explica las variables utilizadas para la fórmula del CCE (2).

Tabla 2. Fórmulas de las variables del CCE (2)

| Variable | Forma de cálculo |
|-----------------------|---|
| Período de Inventario | Inventarios x 365 días / Costo de bienes vendidos |
| Período de cobro | Cuentas x cobrar x 365 días / Ventas |
| Período de pago | Cuentas x pagar x 365 días / Costo de ventas |

Fuente: Valarezo, J. K. O., Ramón, D. I. R., González, C. O. S., y Maldonado, E. F. N. (2017). Elaborado por el autor.

Variables explicativas modelo 2.

Las variables del modelo 2 se muestran en la tabla 3. Conforme a las afirmaciones de Albornóz (2013).

Tabla 3. Variables modelo 2

| Variable | Significado | Composición |
|----------|--------------------------------|---|
| ANC | Activo no corriente | Corresponde a los valores de activos a largo plazo. |
| Cap | Capital | Capital pagado |
| Obfin | Deuda | Se consideró como deuda, las obligaciones con instituciones financieras y el leasing. |
| Racum | Resultados Acumulados | Se consideró como resultados acumulados, los resultados de ejercicios anteriores, la reserva legal y la reserva facultativa |
| Emobl | Emisión de obligaciones propia | Se considero la emisión de deuda propia |

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por el autor.

Hipótesis.

Hipótesis Modelo 1.

H₁. El CPPC está relacionado con el CCE.

Hipótesis Modelo 2.

H₂. El activo no corriente está relacionado con la estructura de capital.

Modelos Económicos.

Modelo Hipótesis 1.

$$CPPC = \beta_0 + \beta_1 CCE + e_i$$

Modelo Hipótesis 2.

$$ANC = \beta_0 + \beta_1 Obfin + \beta_2 Racum + \beta_3 Cap + \beta_4 Emobl + e_i$$

La expresión (mios), hace referencia a millones de dólares.

4. RESULTADOS.

La tabla 4 recoge los resultados de los ratios de liquidez, agrupados por rangos.

Tabla 4. Rangos de Ratios de Liquidez en %

| Rangos | % |
|-------------------------------|-------|
| Ratio de liquidez < 1 | 13,57 |
| Ratio de liquidez entre 1 y 2 | 50,25 |
| Ratio de liquidez mayor a 2 | 36,17 |

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por el autor.

Conforme lo indicado en la tabla 4, para el año 2015, el 13,57 % de las empresas tienen un ratio de liquidez menor a 1, lo que significa que en caso de liquidación no estarían en condiciones de cancelar sus pasivos corrientes con sus activos corrientes. El 50,25 % de las empresas tienen una razón que se ubica entre 1 y 2, y finalmente el 36,17 % ubican esta razón en más de 2, por lo que para el caso ecuatoriano la mayoría de las empresas prefieren tener un grado de liquidez moderado, que permita cumplir con sus obligaciones a corto plazo pero sin excesos de liquidez.

La Tabla 5 contiene los datos de ciclo de efectivo (mediana) y se puede apreciar un ciclo de efectivo total de 45 días, con una recuperación de cartera de 56 días y unos días de pago de 86, lo cual indica la existencia de financiamiento vía proveedores, que constituye una práctica saludable de manejo de liquidez. (Cobra pronto y paga tarde) (Ross et al., 2012).

Tabla 5. Mediana del ciclo de efectivo (CCE)

| Ciclo de: | Días |
|--------------------|------|
| Días de inventario | 77 |
| Días de cartera | 56 |
| Días de Pago | 86 |
| Ciclo de efectivo | 45 |

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por el autor.

La tabla 6 muestra el crecimiento de la estructura de capital entre los períodos 2012-2015, ordenado en forma descendente.

Tabla 6. Crecimiento de la estructura del capital (2012-2015)

| Cuenta | usd | % |
|--------|---------------|--------|
| Cap | 672.803.972 | 38,77 |
| Racum | 663.102.668 | 38,21 |
| Obfin | 209.685.676 | 12,08 |
| Emobl | 189.947.009 | 10,94 |
| Total | 1.670.970.341 | 100,00 |

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por el autor.

Se puede apreciar que el crecimiento del capital y los resultados acumulados explican el 76,98% del crecimiento de la estructura del capital.

La tabla 7 muestra que en el caso ecuatoriano entre los períodos 2012 y 2015, el crecimiento de la estructura del capital tiene una conformación diferente a la teoría del Pecking Order, la preferencia de endeudamiento está basado en los resultados obtenidos en la Tabla 6.

Tabla 7. Pecking Order vs Orden de endeudamiento en Ecuador

| Orden | Pecking Order | Preferencia de endeudamiento en Ecuador |
|-------|--|--|
| 1 | Usar financiamiento interno (utilidades retenidas) | Emisión de capital |
| 2 | Emisión de deuda | Usar financiamiento interno (utilidades retenidas) |
| 3 | Contratar financiamiento externo | Contratar financiamiento externo |
| 4 | Emisión de capital | Emisión de deuda |

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por el autor.

De esta manera mientras que el Pecking Order indica que la principal fuente de financiamiento es el financiamiento interno y la última preferencia la emisión de capital, para el caso ecuatoriano,

el capital constituye la principal fuente de financiamiento y la emisión de deuda ocupa el último puesto.

El 61,58% de empresas manufactureras ecuatorianas registran deuda en el 2015.

El incentivo tributario que reduce en 10 puntos porcentuales el impuesto a la renta, para las empresas que capitalicen sus ganancias a favor de inversiones productivas, explica en parte, el porqué del peso del capital en la estructura del mismo, el valor de las reinversiones en la muestra de este estudio justifican en 214 mios el incremento del capital, de no ser por este incentivo el financiamiento interno en el caso ecuatoriano pasaría al primer lugar y la emisión de capital ocuparía el segundo puesto.

La tabla 8 indica los resultados de la correlación entre el CCE y el CPPC

Tabla 8. Correlación de variables modelo 1

| | CCE | CPPC |
|------|---------|------|
| CCE | 1 | |
| CPPC | -0,0274 | 1 |

Fuente: Stata 12
Elaborado por el autor.

Se aprecia una correlación baja negativa, casi inexistente entre el CCE y el CPPC.

Los resultados de la regresión se plasman en la tabla 9.

Tabla 9. Resultados de la regresión del modelo 1

| | | R squared | 0.0008 | |
|-------|-------------|-----------|-------------|-------|
| | | F | 1.04 | |
| | | Prob > F | 0.3082 | |
| error | | | | |
| CCE | coeficiente | estándar | t-stadistic | Prob |
| CPPC | -1056.115 | 1036.033 | -1.02 | 0.308 |
| cons | 172.1857 | 162.2438 | 1.06 | 0.289 |

Fuente: Stata 12
Elaborado por el autor.

El modelo de regresión lineal Tabla 9 arroja como resultado un R2 de 0,0008 y el coeficiente estadístico indica que el CCE y CPPC no están relacionados.

La tabla 10 resume el análisis de correlación entre el activo no corriente y las variables de la estructura de capital, correspondiente al modelo 2.

Tabla 10. Correlación con valores de capital de trabajo y de estructura de capital

| | CT | Obfinlp | Racum | Cap | Emobl |
|---------|--------|---------|--------|--------|-------|
| CT | 1 | | | | |
| Obfinlp | 0.2262 | 1 | | | |
| Racum | 0.3976 | 0.3551 | 1 | | |
| Cap | 0.5650 | 0.5509 | 0.3998 | 1 | |
| Emobl | 0.3399 | 0.3308 | 0.2426 | 0.6977 | 1 |

Fuente: Stata 12
Elaborado por el autor

Las correlaciones de la tabla 10, reflejan relaciones moderadamente fuertes entre ANC y Cap, y entre Emobl y Cap. Correlaciones moderadamente bajas existen entre ANC y Obfin, y entre ANC y Emobl. Correlaciones bajas se evidencian entre las variables ANC y Racum, Cap y Obfin, Emobl y Obfin. Finalmente correlaciones inversas, débiles y casi inexistentes se pueden apreciar entre la variable Racum con las variables Cap, Emobl y Obfin.

La Tabla 11, resume el resultado de la regresión múltiple.

Tabla 11. Resultados de la regresión del modelo 2

| | | R squared | 0.5043 | |
|-------|-------------|-----------|-------------|-------|
| | | F | 350.94 | |
| | | Prob > F | 0.0000 | |
| ANC | coeficiente | estándar | t-stadistic | Prob |
| Obfin | .3509986 | .0240228 | 14.61 | 0.000 |
| Racum | .2015265 | .0228701 | 8.81 | 0.000 |
| Cap | .7041072 | .0298301 | 23.60 | 0.000 |
| Emobl | .0079361 | .0518159 | 0.15 | 0.878 |
| cons | 302352.4 | 81025.68 | 3.73 | 0.000 |

Fuente: Stata 12
Elaborado por el autor

CONCLUSIONES.

Esta investigación muestra una relación no significativa entre capital de trabajo y estructura de capital, cuando se utilizan los indicadores de CCE para explicar el capital de trabajo y el CPPC, para explicar la estructura de capital, por lo que se rechaza la hipótesis 1.

Una relación significativa explica el modelo de activo no corriente vs estructura de capital para el caso ecuatoriano. Los estudios que sostienen que las empresas financian con estructura de capital, los activos no corrientes, se confirman con los resultados obtenidos, por lo que se acepta la hipótesis 2.

Las empresas manufactureras ecuatorianas tienden a mantener índices de liquidez mayormente razonables, sin que esto confirme que estos rangos sean los óptimos en función de la rentabilidad.

Las empresas manufactureras ecuatorianas tienen una estructura de capital opuesta al Trade Off y medianamente parecida al Pecking Order, se confirma la tendencia hacia el crecimiento organizacional más que al reparto de dividendos.

El bajo apalancamiento encontrado confirma el hecho de que el gasto en intereses es totalmente superior al beneficio tributario, debido a que una reducción en el pago impositivo, no es más ventajoso que los costos que lo generan, sin considerar adicionalmente los posibles costos de quiebra.

Un estudio futuro adicional que refleje las formas de financiamiento del activo entre opciones de pasivo corriente y capital más pasivo no corriente, serviría para complementar esta investigación y reforzar la teoría de que los activos corrientes se financian con pasivo corriente y los pasivos a largo plazo con deuda a largo plazo y patrimonio.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

1. Aguirre, S. (2016). The relationship between the management of working capital and corporate profitability in the chemicals distribution industry in Colombia. *Revista Finanzas y Política Económica*, 01 September 2016, Vol.8(2), pp.327-347
2. Albornóz, C. (2013). Administración de capital de trabajo un enfoque imprescindible para las empresas en el contexto actual. *POLIANTEA*, 4(7).
3. Bradley, M., Jarrell, G. A., y Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of Finance*, 39(3), 857-878.
4. Correa, E. D. D., Salluca, N. P. C., Angulo, C. D. V., y Manrique, V. D. Á. (2016). Relación entre la estructura financiera y rentabilidad de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, 2014. *Revista de Investigación Apuntes Universitarios*, 6(2).
5. Farris, M. T., y Hutchison, P. D. (2002). Cash-to-cash: The new supply chain management metric. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 32(3), 288-298.
6. Gutiérrez Urzúa, M., Aguayo Ramírez, P., y Panes Parra, J. (2015). Estructura de financiamiento de las empresas chilenas aplicación del modelo de jerarquía. *Horizontes Empresariales*, 14(1).
7. Hofmann, E., y Martin, J. (2016). Does working capital management affect cost of capital? A first empirical attempt to build up a theory for supply chain finance.
8. Jiménez, Rojas y Ospina (2013). La importancia del ciclo de caja y cálculo del capital de trabajo en la gerencia PYME. *Clio América*, No 13, junio, pp. 48-63.
9. López, R. E. R., y Vera, F. C. (2017). Determinantes de la estructura de capital de las empresas industriales peruanas, a la luz de la Teoría del Pecking Order, en el período 2007-2014. *Ex Cathedra en negocios*, 1(1), 52.
10. Miller, M. H. (2009). Las proposiciones de Modigliani y Miller pasados treinta años. *Revista asturiana de economía*, 43, 7-35.
11. Modigliani, Franco y Miller, Merton H. (1958). The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, vol 48, No 3, junio, pp. 261-297.

12. 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.
13. Morillo, M. (2001). Rentabilidad financiera y reducción de costos. Actualidad contable FACES, 4(4).
14. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. The journal of finance, 39(3), 574-592.
15. Noulas, A., y Genimakis, G. (2014). How do CFOs make capital structure decisions? A survey of Greek listed companies. Studies in Economics and Finance, 31(1), 72-87-
16. Pérez, Y. L., Collado, N. V., Rizo, M. A., y Borges, Y. C. (2017). Administración financiera del capital de trabajo en la empresa mixta Havana Club International SA. Contaduría Universidad de Antioquia, (68), 255-285.
17. Rodríguez M, Rodríguez M y Rodríguez J, (2016). Decisiones de Inversión en la Empresa Familiar, Cuadernos de Investigación de la Cátedra PRASA de Empresa Familiar, Junio, Cuaderno 24.
18. Ross S, Westerfield R y Jaffe J. (2012). Finanzas Corporativas. 9na edición. México. McGraw-Hill
19. Superintendencia de Compañías. Sitio oficial. <http://www.supercias.gob.ec/portalscvts/> Estados Financieros y Balance de Resultados 2012-2015. Recuperado el 15 de mayo del 2017 de sitio web http://appscvs.supercias.gob.ec/portallInformacion/pi_sec_societario/cias_manufactureras.zul
20. Tanaka, Á. T. (2008) Comportamiento de la estructura financiera en un grupo de empresas españolas previa a la participación del capital riesgo.
21. Valarezo, J. K. O., Ramón, D. I. R., González, C. O. S., & Maldonado, E. F. N. (2017). Indicadores Financieros de Gestión: análisis e interpretación desde una visión retrospectiva y prospectiva. INNOVA Research Journal, 2(8.1).