

Estrategias de financiamiento en sectores turísticos: hoteles y restaurantes.

Ana Luisa, Carvajal-Salgado ^{1*}; María Belén, Carvajal-Salgado²

Resumen

El presente artículo tiene como objetivo determinar las estrategias de financiamiento utilizadas por el sector turístico de hoteles y restaurantes del Ecuador, con la finalidad de identificar las causas que pueden estar originando que los propietarios de los negocios tomen determinadas decisiones de financiación, tomando como métodos de análisis la teoría de Jerarquización Financiera y Apalancamiento Objetivo; la población estuvo conformada por las empresas activas del sector que presentan sus reportes financieros a la Superintendencia de Compañías del Ecuador durante el período 2013-2015. La metodología de la investigación es cuantitativa, explicativa, correlacional, usando un modelo econométrico de datos de panel, a través de ratios financieros de endeudamiento y rentabilidad. Los resultados confirman los postulados de la teoría de Jerarquización Financiera, donde las empresas prefieren la autofinanciación. El análisis correlacional infiere que el nivel de endeudamiento, la edad y el crecimiento de las ventas son variables que influyen en la forma como se financian las empresas de este sector, sugiriendo que las mipymes tienen mayores dificultades para acceder a recursos externos.

Palabras Clave: Apalancamiento objetivo, jerarquización financiera, hotelería y restaurante, tamaño y edad de las empresas.

Financing strategies in tourism sectors: hotels and restaurants

Abstract

The objective of this article is to identify the financing strategies used by the tourist sector of hotels and restaurants in Ecuador, with the purpose of identifying the causes that may be causing business owners to make certain financing decisions, taking as methods of Analysis of Financial Leverage Theory. The population was formed by the active companies of the sector that present their financial statements to the Superintendencia de Compañías of Ecuador during the period 2013-2015. The methodology of the research is quantitative, explanatory, correlational, using an econometric model of panel data, through financial ratios of indebtedness and profitability. The results confirm the postulates of the Financial Hierarchy theory, where companies are financed mainly with short-term own resources. In addition, there is a negative relationship between profitability and indebtedness. Correlational analysis infers that the level of indebtedness, age and growth of sales are variables that influence the way companies in this sector are financed, suggesting that MSMEs have greater difficulties in accessing external resources.

Keywords: : Accommodation and food services, financing decisions, pecking order, size of companies, trade off,

Recibido: 16 de abril de 2018
Aceptado: 18 de agosto de 2018

¹Profesor de la Facultad de Ciencias Administrativas y Comerciales de la Universidad Estatal de Milagro, Guayas, Ecuador; acarvajals1@unemi.edu.ec; <https://orcid.org/0000-0003-4639-129X>

²Ingeniera Comercial por la Universidad Estatal de Milagro, Guayas, Ecuador; merrybelt@hotmail.com

*Autor para correspondencia: acarvajals1@unemi.edu.ec

I. INTRODUCCIÓN

En esta época de gran competitividad económica impulsadas por los avances tecnológicos y la globalización, el análisis de las estrategias de financiamiento es de gran importancia para determinar la estructura de capital conformada por recursos propios y/o ajenos, que generen a la empresa estabilidad y maximicen sus resultados. Es importante considerar que, dentro de las empresas, se debería buscar según los modelos teóricos, la óptima, pero en la práctica es difícil encontrar dicha estructura.

Modigliani y Miller en 1958 en su teoría "Tesis de relevancia" considera la existencia de mercados perfectos donde no existen costos por préstamos bancarios e impuestos. No obstante, no pueden definirse de tal manera, debido a la existencia de imperfecciones donde los costos de transacción, agencia e impuestos al fisco son limitaciones que debe enfrentar toda empresa al elegir su estrategia de financiación.

Investigar las estrategias de financiamiento en sectores turísticos como hoteles y restaurantes, responde principalmente al apoyo que las entidades gubernamentales están dando al turismo ecuatoriano, además de ser un sector que puede aportar ingresos permanentes a la economía del país. Para ello, es necesario que se adapte a las necesidades del medio, siendo fundamental para marcar presencia en el mercado, tomar decisiones de financiación que satisfagan las necesidades de los usuarios internos y externos.

El estudio tiene como finalidad analizar las estrategias de financiamiento utilizada por los propietarios de las empresas de hotelería y restaurantes, a través de un estudio de panel, tomando las teorías de Jerarquización Financiera (Pecking Order) y Apalancamiento Objetivo (Trade Off) al ser las teorías de estructura de capital más conocidas, con la finalidad de identificar las causas que pueden estar originando que los propietarios de los negocios tomen determinadas decisiones de financiación. Su análisis es importante porque proporciona información que contribuya a mejorar las políticas de acceso a recursos financieros de las empresas e impulse la inversión en nuevas ideas o proyectos.

Teoría de la Jerarquización Financiera

Myers y Majluf, (1984) señala que las empresas

utilizan la siguiente jerarquía de financiación: en primer lugar, los recursos generados por la empresa, por sus costos mínimos en comparación a los recursos externos, en segundo lugar, emisión de obligaciones y, en tercer lugar, la emisión de acciones, este último no es analizado debido a que no existe una fuerte presencia del sector de hotelería y restaurante en las bolsas valores del Ecuador.

Jerarquización Financiera es bastante usada por aquellas empresas que no están buscando una estructura óptima entre deuda y capital (Pesce, G., Esandi, J. I., Briozzo, A. E. y Vigier, H. P., 2015), por el contrario, buscan la mejor alternativa para financiar sus proyectos con recursos propios, considerando el endeudamiento bancario como una alternativa cuando la empresa no dispone de recursos internos (Serrasqueiro, Z., Matias, F., Salsa, L., 2016). Medina, A. Salinas, J., Ochoa, L., Molina, C. (2012), Kayhan y Titman (citado en Rodrigues y Frois, 2014), mencionan que las empresas de menor tamaño tienen menos acceso al sistema financiero que las empresas grandes reconocidas en el mercado, siendo el uso de recursos propios, obtenidos de la gestión de la empresa, la forma más rápida de financiarse.

La política financiera de las empresas desde la postura de la Jerarquización Financiera se ve afectada porque los propietarios no están dispuestos a perder el control de sus negocios (Larsen, M., Vigier, Hernán P., Guercio, M. Belén y Briozzo, A. E., 2014). Teniendo en cuenta que, para poder financiarse con recursos externos se deben incurrir en costos de deuda (Pettit y Singer, 1985), y además al ser pequeños negocios se ven afectados por la asimétrica de la información dificultando su acceso a recursos en el mercado de créditos (Barona Zuluaga y Rivera, 2012), (Mejía Amaya, 2013). De hecho, estas empresas en muchos casos pueden decidir no realizar buenos proyectos de inversión, si además de los costos financieros existe un costo de pérdida del control de la empresa.

Diferentes autores como, Myers y Majluf (1984), Öztekin, Özde; Flannery, Mark J. (2012), Vera-Colina, M.A.; Melgarejo-Molina, Z.A. y Mora-Riapira, E.H. (2014), Etudaiye-Muhtar, O; Ahmad, R. y Matemilola, B.T. (2017), (Hang, M., Geyer-Klingenberg, Rathgeber y Stöckl, 2018), Vandana, Bhamaa, Pramod Kumar Jainb y Surendra Singh Yadav, (2018), Yildirim, R., Masih, M. y Bacha, O. (2018), examinan varios factores que son explicativos de la estructura de

capital entre ellos se encuentran, la rentabilidad del activo, la protección fiscal diferente de la deuda, la retención de utilidades, el tamaño de la empresa, y la tangibilidad del activo (Rivera, 2002). Por su parte, existen variables consideradas determinantes en las estrategias de financiación; entre ellas, la rentabilidad del activo, este se relaciona directamente con la gestión empresarial y la capacidad para generar recursos económicos. Entre el endeudamiento y la rentabilidad existe una relación inversa (Ross, S., Westerfield, R., y Jaffe, J., 2012), es decir, si la empresa tiene una gestión eficiente y es capaz de generar rentabilidad, sus recursos internos incrementan, recurriendo en menor medida a la financiación externa. El tamaño de las empresas es otro factor determinante, porque al ser más pequeña la empresa mayor será la asimetría de la información, es decir que, a menor cantidad de información disponible por parte de las pymes en comparación con las grandes empresas, mayor será la preferencia de autofinanciación. Esta situación surge, porque no requieren el cumplimiento de diversos requisitos para acceder a fondos de largo plazo como en el caso de los préstamos provenientes de instituciones financieras (Cabrer Borrás, B., Rico Belda, P., 2015)

Actualmente existen varios factores que inciden sobre las decisiones de financiación de las empresas. Rivera, (2008), afirma: “Todavía no es tan claro para todas ellas su grado de repercusión sobre el valor, sus compatibilidades y sus relaciones con el endeudamiento, (...)” (pp. 41)

Teoría de Apalancamiento Objetivo

La teoría de Apalancamiento Objetivo, propuesto por Modigliani y Miller (1963), sostiene que las empresas buscan un equilibrio entre los recursos internos y, externos por los beneficios fiscales, esto se debe a que los costos de la deuda se pueden deducir al presentar las declaraciones de los impuestos. Esta suposición es respaldada por Araya F., Jara, F., Maquieira V. y San Martín, P. (2015), Terhaag (2015), quienes mencionan que las compañías con mayores ganancias generalmente pagan impuestos más altos, por ello, aumentan sus niveles de deuda para evitar el exceso de impuestos.

Esta teoría presenta en sus postulados un límite sobre el valor de endeudamiento, esto se debe a los costos de agencia (Amponsah, A., Nyarko-Baasi y Hughes, D., 2013) y los costos de oportunidad, gastos

contables, administrativos o legales que surgen por el sobreendeudamiento y que puede afectar la capacidad de la empresa para mantenerse en el mercado (Carvajal, 2013) (Berlingeri, H., 2014)

Zambrano y Acuña, (2011), afirman que:

Trade Off establece proporciones moderadas de endeudamiento, donde la empresa adquirirá deuda hasta tanto el costo marginal del escudo tributario disminuya por el valor presente de los costos de dificultades financieras, entre los cuales se encuentran los costos de agencia que aumentan al existir dudas del nivel de endeudamiento de la empresa, o por el costo de quiebra o reorganización (Cruz, 2003), (pp. 93)

Es importante considerar que al recurrir a elevados montos de deuda la empresa podría enfrentar dificultades para cubrir sus costos, generando altas posibilidades de quiebra, por las malas decisiones de financiación, siendo esencial considerar la influencia de los diferentes mercados económicos. Miglo, A, Lee, Z., y Liang, S. (2014), Briozzo, Vigier, Castillo, Pesce y Speroni (2016), indican que las empresas que apliquen la teoría de Apalancamiento Objetivo tendrían un escudo fiscal alto generado por los gastos financieros y un proporcional de impuesto a la renta elevado a efecto del anticipo del impuesto a las ganancias, pero bajos costos de quiebra esperados.

II. DESARROLLO

1. Metodología

Se realiza una investigación cuantitativa-explicativa, para determinar las estrategias de financiación en empresas de hotelería y restaurantes del Ecuador. Se toma información del estado de situación financiera y del estado de resultados integrales de las empresas objeto de estudio, que cumplen con los requerimientos de presentación dispuesto por la Superintendencia de Compañías del Ecuador, recurriendo de esta forma a la investigación documental.

La investigación es no experimental, correlacional, se utiliza un modelo macroeconómico de datos de panel de las empresas activas, en los períodos 2013–2015. La base de datos se depuró considerando a aquellas empresas en estado activo en la Superintendencia de Compañías, que reportan sus estados financieros en los tres años de análisis.

No se considera en el estudio el cálculo de una muestra, por ello, se toma toda la población

de empresas que cumplen los parámetros antes expuestos. Se considera que las empresas del sector de hotelería y restaurantes, prefieren financiarse con recursos internos de acuerdo a los postulados de la teoría de la Jerarquización Financiera, siendo esta teoría, la que se pretende probar en este estudio.

2. Resultados

La población conformada por 614 empresas hoteleras

y de restaurantes, permitieron analizar 1 842 datos financieros. Para el análisis de la información se utilizó los programas Microsoft Excel 2010 y Stata 13. El estudio toma los ratios financieros elaborados a partir de la información publicada por la Superintendencia de Compañías, permitiendo analizar los niveles de apalancamiento del sector, la preferencia de financiación; y se aplica un análisis correlacional y de regresión lineal múltiple.

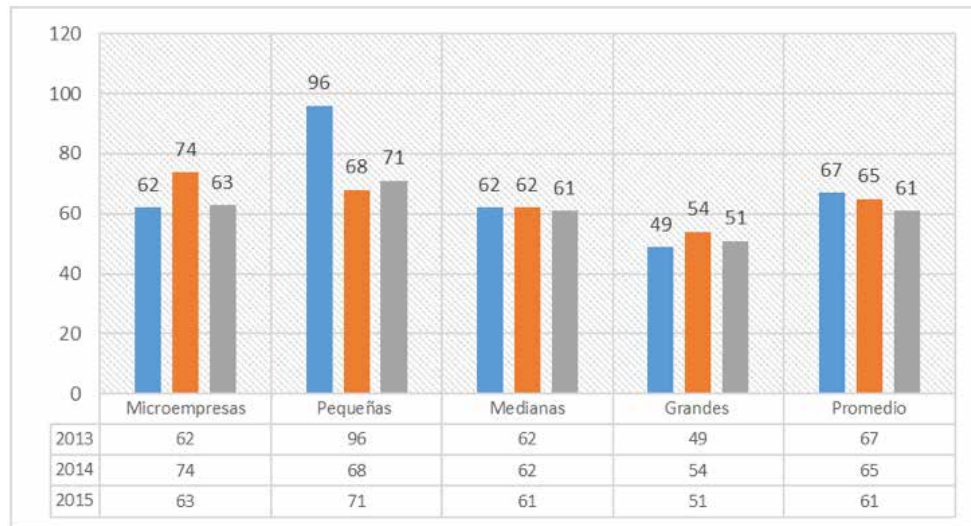


Figura 1. Indicadores del nivel de endeudamiento (%)

Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador. Elaboración propia

En la Figura 1, se puede observar que el nivel de endeudamiento de las empresas del sector de hotelería y restaurantes, período 2013-2015, en promedio va del 61 % al 67 %, pero al momento de analizar los resultados

por tamaño se identifica que las grandes empresas al ser comparadas con las medianas y pequeñas muestran un nivel de endeudamiento por debajo del 60 %, mientras que las microempresas sobrepasan este porcentaje.

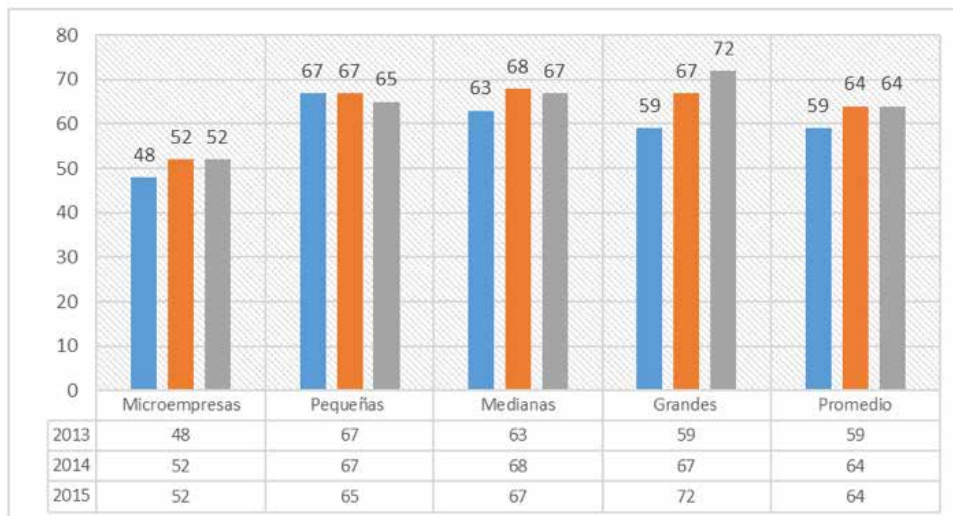


Figura 2. Concentración del endeudamiento en el corto plazo (%)

Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador. Elaboración propia

Las pequeñas y medianas empresas del sector de hotelería y restaurantes presentan situaciones riesgosas, porque si existiera dificultad para generar recursos no podrían cumplir sus compromisos menores a un año

(Zeitun, R. y Tian, G. G. 2007), esto se evidencia en el 67% de concentración de deuda corriente, porcentaje que varía en función del tamaño de la empresa como se muestra en la Figura 2.

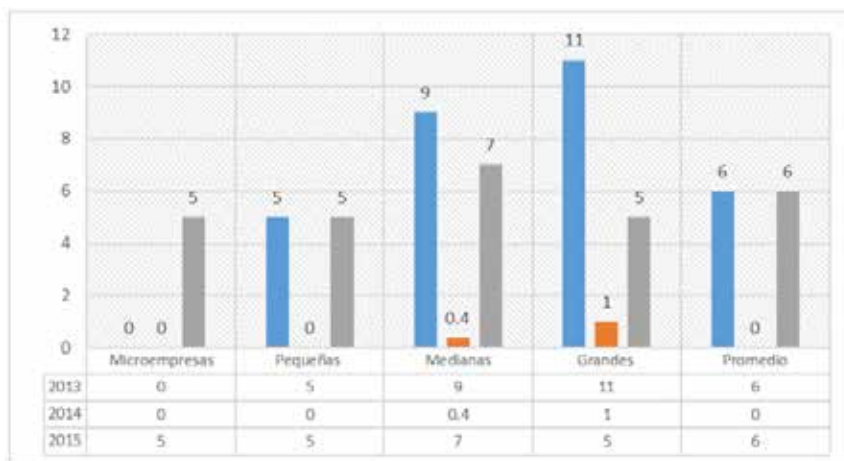


Figura 3. Concentración del endeudamiento con entidades financieras (%)
Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador. Elaboración propia

Al analizar las obligaciones con instituciones financieras referenciadas en la Figura 3, el sector presentó resultados estrechamente relacionados con el tamaño del negocio, es así que, mientras más grande es la empresa mayor endeudamiento financiero presenta. Estos resultados muestran las dificultades de las mipymes para acceder a créditos, generando reducción de la inversión y la aplicación

de otras estrategias de financiación que la colocan en desventaja con sus pares de mayor tamaño. Esto surge principalmente, porque se asume que las mipymes no poseen una adecuada planificación financiera y los inversionistas o instituciones bancarias no están dispuestos a asumir el riesgo (Vera-Colina, M.A., Melgarejo-Molina, Z.A. y Mora-Riapira, E.H., 2014).

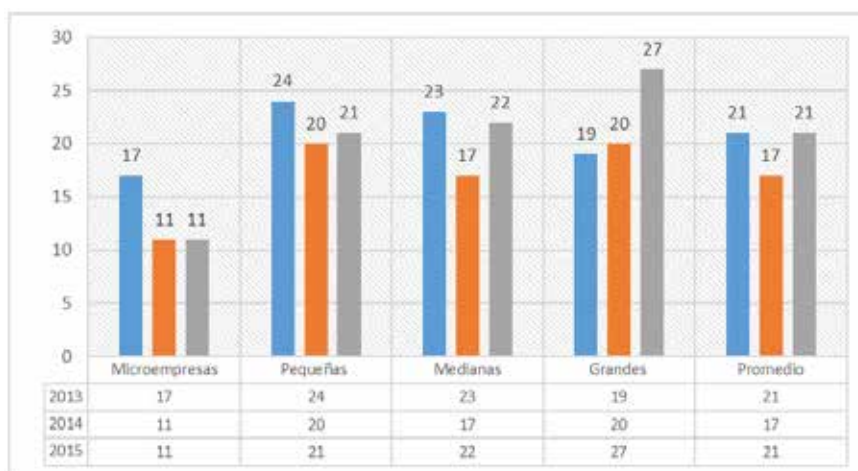


Figura 4. Concentración del endeudamiento con proveedores (%)
Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador. Elaboración propia

La opción de financiamiento que ocupa el segundo lugar es el endeudamiento con los proveedores. En la Figura 4, este indicador se ubica entre el 11 % y el 27 %. En las mipymes se evidencia una disminución de la financiación con proveedores, al mostrar resultados porcentuales en descenso desde el 2013 al 2015, esto se debe a los incentivos que se dan en la actualidad, aunque no responden

a todas las necesidades del sector porque muchas empresas no pueden acceder a recursos bancarios por la asimetría de la información, o la carencia de garantías hipotecarias (Larsen, et. al., 2014). Sin embargo, en las grandes empresas este porcentaje aumenta del 19 % al 27 %, como resultado de contar con los activos necesarios para asumir los compromisos financieros.

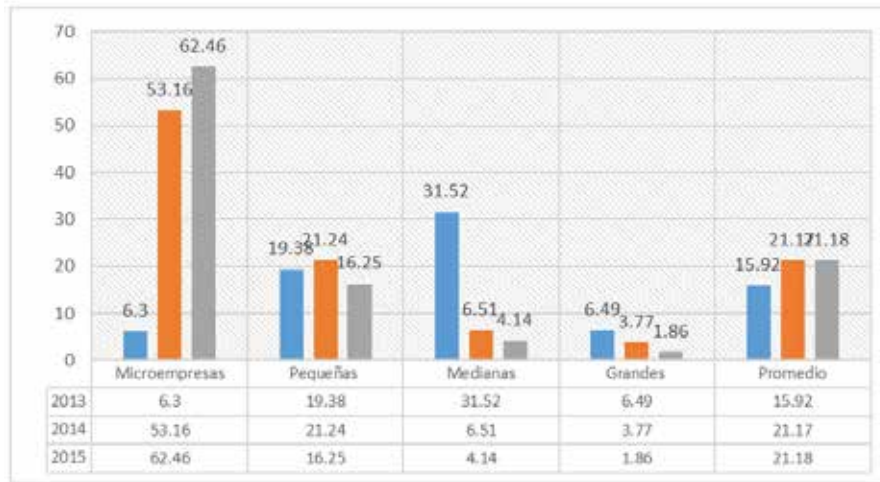


Figura 5. Indicadores de apalancamiento financiero total
Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador. Elaboración propia

En la Figura 5, se relaciona los pasivos con el patrimonio. Este indicador define el nivel de compromiso de la empresa con sus acreedores. Los resultados del apalancamiento financiero total son variables, se considera que los resultados surgen por las pérdidas que reporta el sector. Se

observa que, a mayor tamaño de la empresa, menos comprometido se encuentra su patrimonio. El apalancamiento financiero total de las microempresas pasa del 6.3 % en el 2013 al 62.46 % en el 2015, comportamiento diferente se observa en las pequeñas, medianas y grandes empresas.

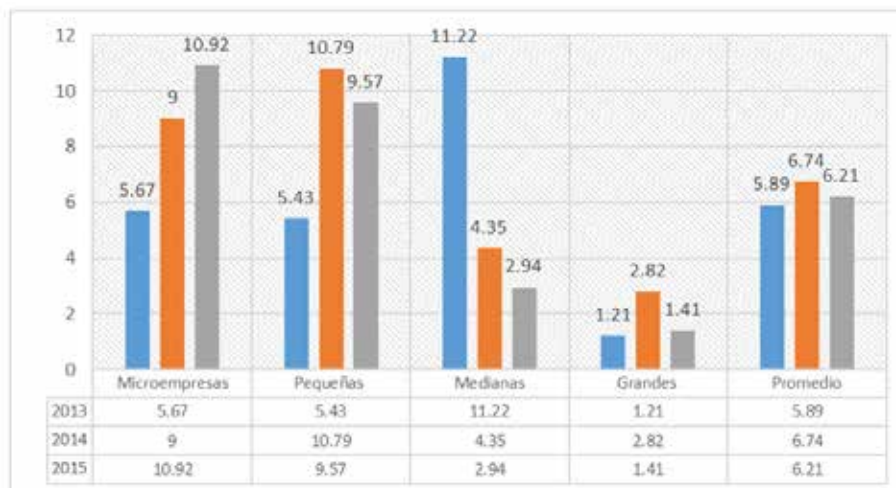


Figura 6. Indicadores de apalancamiento financiero a corto plazo
Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador. Elaboración propia

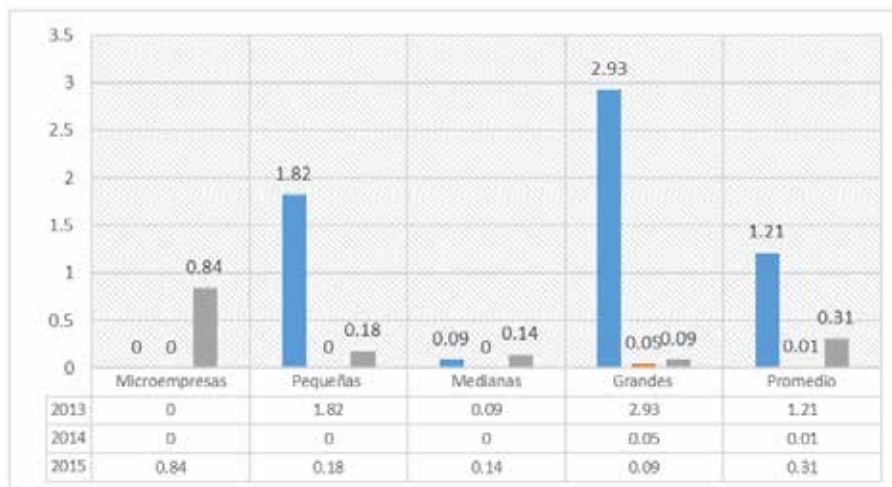


Figura 7. Indicadores de apalancamiento financiero con entidades financieras
Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador. Elaboración propia

Las empresas del sector de hotelería y restaurantes, desde el 2013 al 2015 disminuyeron su financiamiento con instituciones bancarias, presentando promedios significativamente bajos en la Figura 7. Los resultados que destacan es la poca o nula presencia de recursos bancarios como parte de la financiación en las microempresas. Con relación a las pequeñas y grandes empresas, se observa mayor presencia de apalancamiento con entidades financieras, aunque en porcentajes muy pequeños.

Estructura financiera de las empresas del sector de hotelería y restaurante

En el período 2013 – 2015 las empresas del sector de hotelería y restaurante del Ecuador poseen mayor concentración de deuda a corto plazo, patrón similar se evidencia si se analiza las empresas por tamaño,

ajustándose a la teoría de jerarquización financiera, al utilizar un mínima cantidad de deuda externa y un gran volumen de deuda interna.

El análisis financiero de la estructura de capital por el tamaño de las empresa, muestran algunas diferencias relevantes; las empresas grandes presentan mayor concentración de endeudamiento con instituciones financieras, debido a que poseen mayor capacidad para asumir riesgos y gozan de facilidades para adquirir préstamos al contar con una mayor proporción de activos. Las empresas pequeñas y medianas presentan más deuda con mayor concentración en el corto plazo y las microempresa presentan poco o nula concentración de endeudamiento con instituciones financieras, pero mayor concentración a corto plazo.

Tabla 1. Análisis correlacional

Variables	Nivel de endeudamiento	Tangibilidad de los activos	Crecimiento en ventas	Rentabilidad neta de los activos	Tamaño	Edad	Actividad económica
Correlación (%)	100	-0,37	0,19	-3,29	-10,53	13,67	-9,31

Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador. Elaboración propia

Con respecto a la correlación en la Tabla 1, muestra una asociación lineal positiva entre el nivel de endeudamiento y el crecimiento en las ventas y la edad. Por el contrario, existe una correlación negativa entre la variable dependiente y las variables tangibilidad de los activos, rentabilidad neta de los activos, tamaño y actividad económica.

Regresión lineal Múltiple

La literatura financiera no presenta unanimidad

sobre la forma adecuada de medir la estructura de capital, planteándose, como opción, el nivel de endeudamiento (Medina, et al., 2012).

Se consideran dos tipos de variables i) La variable utilizada para describir la composición de la estructura de capital, en la Tabla 2 y, ii) aquellas variables que influyen y explican la estructura de capital, descritas en la Tabla 3.

Tabla 2. Variable para describir la estructura de capital

Variable Dependiente	
Ratio Financiero	Descripción de la variable
Nivel de endeudamiento	(Pasivo Total)
	(Activo Total)

Fuente: Elaboración Propia, con información extraída de la Supercías del Ecuador

Tabla 3. Variables que influyen y explican la estructura de capital

Variabes Independientes	Descripción de la variable
Microempresas	Considerando el Reglamento de la estructura e institucionalidad de desarrollo productivo, de la inversión y de los mecanismos e instrumentos de fomento productivo, establecidos en el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones [COPCI], se define:
Pequeñas empresas	Micro: 1-9 empleados, ingresos menores a \$100.000,00
Medianas empresas	Pequeñas: 10-49 empleados, ingresos entre \$100.001,00 y \$1.000.000,00
Grandes empresas	Medianas: 50-199 empleados, ingresos entre \$1.000.001,00 y \$5.000.000,00 Grandes: 200 en adelante, ingresos superiores a los \$5.000.001,00
Edad	Empresas jóvenes: Empresas < 10 años; Empresas Maduras > 10 años
Actividad Económica	Variable binaria que toma el valor de 1 si la actividad económica es Servicio de alojamiento prestado por hoteles y 0 para restaurantes y servicios de comida
Tangibilidad del activo	Ratio de Propiedad, Planta y Equipo con respecto al Total de Activos
Crecimiento en ventas	Variación porcentual de las ventas con respecto a las ventas
Rentabilidad del activo	Utilidad Neta / Ventas * Ventas / Activo Total

Fuente: Elaboración Propia, con información extraída de la Supercías del Ecuador y el COPCI

La regresión utilizada se puede representar:

$$[1] \text{End}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tangit} + \beta_2 \Delta \text{ventasit} + \beta_3 \text{Rentabit} + \beta_4 \text{Edadit} + \beta_5 \text{Activ}_{it} + \beta_6 \text{Tam}_{it} + \epsilon_{it}$$

Donde,

End: nivel de endeudamiento

Tang: tangibilidad de los activos

Δventas: crecimiento en ventas

Rentab: rentabilidad neta de los activos

Tam: tamaño de la empresa

β₀: efecto constante de endeudamiento, independiente de las variables explicativas

β_j: impacto de las variables explicativas en la variable dependiente

εit: Error aleatorio

Tabla 4. Estimaciones para las empresas del sector de alojamiento y servicios de comida sin diferenciación de tamaño

Variabes Independientes	Variable dependiente: Nivel de endeudamiento
Tangibilidad del activo	(-0.01086364)
Crecimiento de las ventas	(0.00016157)
Rentabilidad neta de los activos	(-0.00139724)
Tamaño	-0.02671797***
Edad	0.00249152***
Actividad económica	-0.03624651**
Constante	1.0296966***
Observaciones	1842
R-squared	0.0291

Nota. Error estándar entre paréntesis. Significancia * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001.

Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador. Elaboración propia

En la Tabla 4 se observan los resultados de las estimaciones de la regresión lineal múltiple de las empresas, en ella se muestra que las variables que más explican la estructura de capital de este sector son el tamaño, la edad y la actividad económica.

El tamaño de las empresas posee una relación negativa con la estructura de capital, a mayor tamaño de la empresa menor será su nivel de endeudamiento. En cuanto a la edad, existe una relación positiva, es decir, a mayor edad mayor nivel de endeudamiento de las empresas, lo cual confirma la evidencia empírica, porque

la competencia en los últimos años se ha hecho más agresiva, por ello las empresas deben esforzarse para generar rendimientos económicos y lograr estabilidad y permanencia.

Con respecto a la actividad económica, el modelo de regresión toma el valor de cero, resultado que se refiere a la actividad de restaurantes, este resultado muestra una relación negativa con una significancia de $p < 0.01$ que evidencia que esta actividad tiene menor nivel de endeudamiento en comparación con el servicio de hotelería.

Tabla 5. Estimaciones por tamaño de la empresa

Variables Independientes	Variable dependiente: Nivel de endeudamiento			
	Microempresas	Pequeñas	Medianas	Grandes
Tangibilidad del activo	(-0.02777404)	(-0.015250)	(-0.026175)	(-0.0153739)
Crecimiento de las ventas	(0.00018267)	(0.000679)	-0.022879*	(0.0270525)
Rentabilidad neta de los activos	-0.00064521*	-0.011743***	-0.134291*	(-0.015373)
Edad	0.0080887***	0.004994***	(-0.000063)	-0.0039815*
Actividad económica	0.01489635	-0.065037***	-0.037225**	0.0879641*
Constante	0.7931115***	0.965982***	1.06925***	0.85931***
Observaciones	300	930	481	131
R-squared	0.0477	0.0540	0.0957	0.1369

Nota. Error estándar entre paréntesis. Significancia * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$; *** $p < 0.001$.
Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador. Elaboración propia

En la Tabla 5 se observan los resultados de las estimaciones de la regresión lineal múltiple de las empresas por distinción de tamaño. Los resultados de las estimaciones muestran que la Tangibilidad de los activos no es estadísticamente significativa para todas las empresas del sector de hotelería y restaurante. Según lo expuesto en la teoría de jerarquización financiera, la tangibilidad de los activos es un factor que proporciona mayor oportunidad de obtener financiamiento (Cole, 2013).

Con respecto al crecimiento de las ventas, la teoría de apalancamiento objetivo establece que a mayor venta mayor la necesidad de endeudarse para adquirir activos fijos, este resultado solo se verifica en las empresas medianas. De acuerdo con las estimaciones su relación es inversa, a más crecimiento en las ventas menor será la necesidad de endeudamiento, adaptándose a lo que pronóstica la teoría de jerarquización financiera.

La jerarquización financiera predice que la rentabilidad neta de los activos se relaciona con la capacidad de la empresa para generar recursos internos y por tanto reducen sus niveles de deuda (Jost H. Heckemeyer & Ruud A. de Mooij, 2017), (Gutiérrez

Urzúa, M., Aguayo Ramírez, P., Panes Parra, J., 2015); esta relación se comprueba porque es inversa y altamente significativa en las pequeñas empresas y con poca significancia se aplica en las micro y medianas empresas.

La edad influye en las micro, pequeñas y grandes empresas, se considera que, a mayor edad existirá una relación positiva con el endeudamiento.

3. Discusión de resultados

De acuerdo con los resultados de los indicadores se identifica que existe en promedio un nivel de endeudamiento del 64 %, de los cuales la concentración de endeudamiento con proveedores alcanza el 20 %, mientras que la concentración con entidades financieras representa un 4 %, es decir, las empresas del sector de hotelería y restaurantes, en promedio, se inclinan por la financiación, con la particularidad de que, las grandes empresas prefieren la deuda bancaria en mayor medida, a diferencia de las micro y pequeñas empresas, ya que las instituciones financieras prefieren otorgar recursos monetarios a aquellas empresas que tengan mayor garantía para cubrir sus préstamos, originando limitaciones para acceder a recursos y por

tanto, desigualdad empresarial, caracterizado por el desconocimiento del potencial de las micro, pequeñas y medianas empresas.

Si se analiza el modelo de regresión se corrobora que el tamaño de la empresa influye al momento de financiarse, constatando los resultados de los indicadores financieros y afirmando que a más de lo mencionado, estos resultados surgen por las exigencias de las instituciones financieras que marcan la diferencia de las pymes con las grandes empresas, porque las pequeñas y medianas empresas al llegar a recurrir a deuda deben asumir mayores tasas de interés y a su vez generan a las instituciones bancarias más costos administrativos, originando que en muchos casos estas empresas por su tamaño no puedan financiar sus proyectos a través de la banca.

También se detecta que la edad de las empresas tiene una relación positiva, es decir, a mayor edad mayor nivel de endeudamiento, situación que surge por la necesidad que tienen de mantenerse en el mercado, hacer frente a la competencia y expandir su negocio.

Los propietarios de estos negocios muchas veces no están dispuestos a asumir riesgos, siendo necesario en el quehacer empresarial que la administración mejore su desempeño. Lo lamentable es que, cuando estas empresas logran cierta estabilidad, no están dispuestos a perderla con la implementación de nuevas estrategias que podrían poner en riesgo su solidez empresarial, pero que trae consigo poca expansión de sus actividades y poco reconocimiento en el medio. Esta visión emprendedora, es característica de las grandes empresas, debido a la diversificación de sus negocios y los recursos que disponen para asumir las posibles eventualidades.

Es importante tener en cuenta que las pymes tienen adaptabilidad al cambio económico, mayor productividad y tienen mayor índice de contribución social como, el de generación de empleo, siendo relevante obtener facilidades para adquirir recursos de fuentes de externas cuando se agotan los recursos internos.

Analizando los resultados de los indicadores de endeudamiento y apalancamiento, la forma de financiarse se ajustan a la tendencia establecida en la teoría de la jerarquización financiera, esto es, utilizan un mínima cantidad de deuda externa y un gran volumen de deuda interna. Estos resultados explican porque los empresarios prefieren autofinanciarse antes que recurrir a recursos externos, trayendo consigo aspectos negativos, como, no asumir nuevos retos y desistir de

implementar ideas innovadoras, principalmente por su aversión al riesgo.

Se aprecia que las empresas del sector de hotelería y restaurantes tienen como estrategia de financiación los siguientes: 1. capitales propios, 2. Deudas corrientes, con alta dependencia en proveedores, y 3. En un nivel menor acuden a la deuda con instituciones financieras.

III. CONCLUSIONES

Mediante la investigación se pudo concluir que, las empresas del sector de hotelería y restaurantes del Ecuador para los años 2013-2015, se inclinan por los postulados de jerarquización financiera, donde su preferencia es la autofinanciación. Para llegar a estas conclusiones, se efectuó un análisis macroeconómico donde las variables edad y crecimiento en ventas influyen directamente con las decisiones de financiación. El tamaño de la empresa permite analizar el sector por categorías y muestra que a mayor tamaño del negocio menor dificultades para generar recursos y por tanto para acceder al financiamiento externo, además que la asimetría de la información se reduce, siendo más atractiva para futuros inversionistas. Otras variables que sustentan la hipótesis planteada son los ratios financieros de rentabilidad y endeudamiento, al presentar una relación inversa, donde a mayor rentabilidad de la empresa, mejor gestión de los propietarios y por ende menor necesidad de recurrir a deuda financiera.

A partir de los resultados obtenidos, varias son las consideraciones que se pueden deducir. Por una parte, se corrobora que las empresas prefieren financiarse con recursos propios. Por otro lado, de acuerdo con los indicadores financieros evaluados, se llega a identificar que las empresas se endeudan con recursos al corto plazo, destacando el uso de proveedores, con baja dependencia de créditos bancarios.

Las microempresas prefieren no financiarse con recursos de instituciones financieras, por su parte las pequeñas empresas se endeudan pero al corto plazo con alta dependencia en los proveedores. Si se analiza a las medianas y grandes empresas, estas prefieren financiarse con recursos a largo plazo, con la diferencia que las grandes empresas se apalancan en menor medida.

Es necesario enfatizar en las limitaciones de la investigación. Una de las limitaciones más representativas son los datos objeto de análisis, debido a que los resultados surgen de la información colocada en la plataforma de la Superintendencia de compañías

del Ecuador durante los años de estudio, información que puede arrojar resultados diferentes en períodos distintos, otra limitación es el desconocimiento de las circunstancias que originaron las decisiones financieras de las empresas analizadas. Por lo anterior, es primordial que en posteriores estudios se analice a detalle la gestión empresarial, el flujo de información contable, las estrategias de financiación tomadas por cada empresario y las situaciones que motivan dichas decisiones.

IV. REFERENCIA

- Amponsah, A., Nyarko-Baasi y Hughes, D., (2013). The Effects of Capital Structure on Profitability of Listed Firms in Ghana, *European Journal of Business and Management*, 5(31), 215-229. Recuperado de [http://pakacademicsearch.com/pdf-files/ech/517/215-229%20Vol%205,%20No%2031%20\(2013\).pdf](http://pakacademicsearch.com/pdf-files/ech/517/215-229%20Vol%205,%20No%2031%20(2013).pdf)
- Araya Sepúlveda, Felipe, Jara Bertin, Mauricio, Maquieira Villanueva, Carlos, & San Martín Mosqueira, Pablo. (2015). Influencia de los inversionistas institucionales en las decisiones de estructura de capital de la empresa. Evidencia para un mercado emergente. *El trimestre económico*, 82(326), 279-311. Recuperado en 17 de agosto de 2018, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2448-718X2015000200279&lng=es&tlng=es.
- Barona Zuluaga, B., y Rivera Godoy, J. A. (2012). Análisis empírico de la financiación de nuevas empresas en Colombia. *Revista Innovar Journal*, 22(43), 5-18. Recuperado de <https://revistas.unal.edu.co/index.php/innovar/article/view/35467>
- Berlingeri, H. (2014). ¿Trade-Off o Pecking Order? Una Investigación sobre las decisiones de financiamiento. *Prenda*, 4(8) 119-139. Doi: 10.15765/plnt.v2i3.349
- Briozzo, Vigier, Castillo, Pesce y Speroni, (2016), Decisiones de financiamiento en pymes: ¿existen diferencias en función del tamaño y la forma legal?, *Estudios Gerenciales* 32 (2016) 71-81. Doi: 10.1016/j.estger.2015.11.003
- Cabrer Borrás, B. y Rico Belda, P., (2015). Determinantes de la estructura financiera de las empresas españolas. Red de Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal. *Estudios de economía aplicada*. 33-(2), 513-532. Recuperado de <http://www.redalyc.org/pdf/301/30141391009.pdf>
- Camino Mogro, S., y Guale Córdova, A. (2017). Estudios sectoriales: Alojamiento y Servicios de Comida. Dirección Nacional de Investigación y Estudios, *Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador*, 1-83. Recuperado de <http://www.supercias.gob.ec/portalscv/>
- Carvajal, H. D. (2013). El flujo de caja libre y el costo promedio ponderado de capital: factores claves para la optimización de la estructura de capital de empresas del sector de infraestructura y obra civil. (Tesis de Maestría), *Colegio de Estudios Superiores de Administración CESA, Disertación mayo, 2013*, 1-70.
- Cole, R. A. (2013). What do we know about the capital structure of privately held US firms? Evidence from the surveys of small business finance. *Financial Management*, 42(4), 777-813.
- Etudaiye-Muhtar, O. F., Ahmad, R. y Matemilola, B. T. (2017) Corporate Debt Maturity Structure: The Role of Firm Level and Institutional Determinants in Selected African Countries, *Global Economic Review*, 46:4, 422-440, DOI: 10.1080/1226508X.2017.1350589
- 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), 7-19.
- Hang, Markus; Geyer-Klingeborg, Jerome; Rathgeber, Andreas & Stöckl, Stefan (2018). Measurement Matters – A Meta-Study of the Determinants of Corporate Capital Structure. *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 68, pp. 211-225, DOI: 10.1016/j.qref.2017.11.011. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2985375> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2985375>
- Isaac, F., Flores, O. y Jaramillo, J. (2010). Estructura de financiamiento de las pymes exportadoras mexicanas. Análisis de política de deuda. *Observatorio de la Economía Latinoamericana*, 135. Recuperado de <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/mx/2010/ifj.htm>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jost H. Heckemeyer and Ruud A. de Mooij (2017), Taxation and Corporate Debt: Are Banks Any Different? *National Tax Journal*, 70(1), 53-76 DOI: dx.doi.org/10.17310/ntj.2017.1.02
- Larsen, Melisa, Vigier, Hernán P., Guercio, M. Belén, y Briozzo, Anahí E. (2014). Financiamiento

- mediante obligaciones negociables. El problema de ser PyMEs. *Visión de futuro*, 18(2) Recuperado en 17 de agosto de 2018, de http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1668-87082014000200005&lng=es&tlng=es.
- Medina O., A. M., Salinas R., J. D., Ochoa B., L. M., y Molina G., C. A. (2012). La estructura financiera de las empresas manufactureras colombianas, una mirada econométrica, macroeconómica y financiera. *Perfil de Coyuntura Económica*, 20(20), 155–176.
- Mejía Amaya, A. (2013). La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo. *Finanzas y Política Económica*, 5(2), 141–160.
- Miglo, A., Lee, Z., y Liang, S. (2014). Capital Structure of Internet Companies: Case Study. *Journal of Internet Commerce*, 13(1533-2861 print=1533–287X online), 253–281.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Recuperado de http://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf
- Modigliani, F. y Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443. Recuperado el 18/03/2017 de: <https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/MM1963.pdf>
- 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. Recuperado de la página web <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3164848>
- Myers, S. y Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221
- Öztekin, Özde; Flannery, Mark J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*. 103(1), 88-112. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.014>
- Pesce, G., Esandi, J. I., Briozzo, A. E., Vigier, H. P. (2015). Decisiones de financiamiento en pymes particularidades derivadas del entrelazamiento empresa-propietario. *Rege. En RIDCA*. Recuperado de <http://repositoriodigital.uns.edu.ar/handle/123456789/4221>
- Pettit, R. y Singer, R. (1985) "Small Business Finance: A Research Agenda", *Financial Management*, Autumn, 14(3), 47-60. Doi: 10.2307/3665059
- Portal, M.T., Zani, J., y Da Silva, C.E.S. (2012), *Financial frictions* and substitution between internal and external funds in publicly traded Brazilian companies. *Revista Contabilidade e Finanças*, 23(58), 19- 32.
- Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones (2010), Suplemento R.O. No. 351 del 29 de diciembre de 2010. Recuperado de <http://www.wipo.int/edocs/lexdocs/laws/es/ec/eco5oes.pdf>
- Rivera G. Jorge A. (2002), Teoría sobre la Estructura de Capital, *Estudios gerenciales*, 18(84). Recuperado de http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0123-59232002000300002
- Rivera G. Jorge A. (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, Cuaderno de Administración, Bogotá (Colombia), 20 (34), 191-219.
- Rivera G. Jorge A. (2008). Decisiones de Financiación de la Industria Metalmecánica del Valle del Cauca. *Estudios Gerenciales*, 24(107), 35–57.
- Rodrigues L. y Frois C. (2014), Capital structure, cash holdings and firm value: a study of brazilian listed firms. *Revista Contabilidade e Finanças*, 25(64). Doi: 10.2139/ssrn.2329346
- Serrasqueiro, Z., Matias, F. y Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, 28, 13-28.
- Ross, S., Westerfield, R., y Jaffe, J. (2012). *Finanzas corporativas*. Novena edición. Ed. México DF, México: McGrawHill.
- Terhaag, J. (Julio de 2015), The determinants of capital structure: Evidence from Sweden. 5th IBA Bachelor Thesis Conference, July 2nd, Enschede. Congresso llevado a cabo en The Netherlands, University of Twente, The Faculty of Behavioural, Management and Social sciences. Recuperado de https://essay.utwente.nl/67333/1/Terhaag_BA_MB.pdf
- Vandana, Bhamaa, Pramod Kumar Jainb, Surendra Singh Yadav, (2018). Relationship between the pecking order theory and firm's age: Empirical

- evidences from India. *IIMB Management Review*, 30, 104-114.
- Vera-Colina, M.A.; Melgarejo-Molina, Z.A. & Mora-Riapira, E.H. (2014). Acceso a la financiación en Pymes colombianas: una mirada desde sus indicadores financieros. *Innovar*, 24(53), 149-160.
- Yildirim, R., Masih, M. y Bacha, O. (2018). Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. *Pacific Basin Finance Journal*, 51, 198-219.
- Zambrano V., Sandra M. y Acuña C., Gustavo A. (2011). Estructura de capital. *Evolución teórica. Criterio Libre*, 9 (15), 81-102. Recuperado de file:///C:/Users/R-Ciencia%20Unemi/Downloads/Dialnet-EstructuraDeCapitalEvolucionTeorica-3815888.pdf
- Zata-Potziouris, P. (2011). The financial structure and performance of owner-managed family firms: Evidence from the UK economy.
- Zeitun, R. y Tian, G. G. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan, Australasian Accounting, *Business and Finance Journal*, 1(4). Recuperado de <http://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1018&context=aabfj>