



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA
La Universidad Católica de Loja

ÁREA ADMINISTRATIVA

TÍTULO DE INGENIERA EN ADMINISTRACIÓN EN BANCA Y
FINANZAS

“Estructura de capital de las pymes ecuatorianas: Variación de la rentabilidad en función de las fuentes de financiamiento, caso de las Medianas Empresas Societarias de Ecuador (MESE), periodo 2000 a 2012 – Clasificación CIU C2511.01– Fabricación de estructuras de metal marcos o armazones para construcción y partes de esas estructuras: torres, mástiles, armaduras, puentes, etcétera;”

TRABAJO DE TITULACIÓN.

AUTORA: Muñoz Cerón, Ana Lucía

DIRECTOR: Guerra Hoyos, Leonardo Enrique, Ing

CENTRO UNIVERSITARIO QUITO

2016

APROBACIÓN DEL DIRECTOR DEL TRABAJO DE TITULACIÓN

Ingeniero.

Leonardo Enrique Guerra Hoyos.

DOCENTE DE LA TITULACIÓN

De mi consideración:

El presente trabajo de titulación: Estructura de capital de las pymes ecuatorianas: Variación de la rentabilidad en función de las fuentes de financiamiento, caso de las Medianas Empresas Societarias de Ecuador (MESE), periodo 2000 a 2012 – Clasificación CIIU C2511.01 – Fabricación de estructuras de metal marcos o armazones para construcción y partes de esas estructuras: torres, mástiles, armaduras, puentes, etcétera;” realizado por Muñoz Cerón Ana Lucía, ha sido orientado y revisado durante su ejecución, por cuanto se aprueba la presentación del mismo.

Quito, abril de 2016

f)

DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS

“Yo, Muñoz Cerón Ana Lucía declaro ser autor (a) del presente trabajo de fin de titulación: Estructura de capital de las pymes ecuatorianas: Variación de la rentabilidad en función de las fuentes de financiamiento, caso de las Medianas Empresas Societarias de Ecuador (MESE), periodo 2000 a 2012 – Clasificación CIIU C2511.01 – Fabricación de estructuras de metal marcos o armazones para construcción y partes de esas estructuras: torres, mástiles, armaduras, puentes, etcétera;” de la Titulación de Ingeniero en Administración en Banca y Finanzas, siendo Leonardo Enrique Guerra Hoyos director (a) 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.

Muñoz Cerón Ana Lucía

Cédula 1723935605

DEDICATORIA

Este trabajo final de tesis está dedicado a Dios, esposo, hijas y padres; ya que a lo largo de mi carrera, siempre me brindaron los medios y me dieron las fuerzas para terminar cada ciclo con éxito y de esta manera culminar mis estudios universitarios.

AGRADECIMIENTO

Mi gratitud más sincera es hacia Dios y mi familia, por permitirme desarrollarme en el ámbito profesional, brindándome su apoyo incondicional. Así mismo agradezco a la UTPL ya que a través de este proyecto, me permiten culminar esta etapa profesional, tan anhelada.

TABLA DE CONTENIDO

APROBACIÓN DEL DIRECTOR DEL TRABAJO DE TITULACIÓN.....	ii
DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS.....	iii
DEDICATORIA	iv
AGRADECIMIENTO	v
TABLA DE CONTENIDO	vi
RESUMEN EJECUTIVO	2
ABSTRACT	3
CAPÍTULO I. ENTORNO DE LAS MEDIANAS EMPRESAS SOCIETARIAS DEL ECUADOR.....	4
1.1 Estructura de la composición de empresas societarias en Ecuador.....	5
1.1.1 Las empresas societarias en Ecuador.....	5
1.1.2 Evolución geográfica de las MESE	9
1.1.3 Caracterización de las MESE basado en la clasificación CIU	11
1.2 Fuentes de financiamiento de las MESE	12
1.2.1 Clasificación de las fuentes de financiamiento.....	12
1.2.2 Características del mercado de dinero.....	13
2 CAPÍTULO II. GENERALIDADES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS MESE	15
2.1 Antecedentes sobre la estructura de capital de las Pymes.	16
2.1.1 Técnicas financieras para evaluar la estructura de capital y la rentabilidad de las empresas.	16
2.1.2 Análisis de indicadores financieros de solvencia y rentabilidad de las MESE.	20
2.1.3 Análisis de rentabilidad de las MESE derivada de su estructura de capital.	26
3 CAPITULO III. LA GESTION FINANCIERA EN LAS MESE CLASIFICACION CIU: C2511.01– Fabricación de estructuras de metal marcos o armazones para construcción y partes de esas estructuras: torres, mástiles, armaduras, puentes, etcétera.....	31

3.1	Los gestores financieros de las MESE.....	32
3.1.1	Perfil de los gestores financieros.....	32
3.1.2	Formación empírica de los gestores financieros de las MESE.....	34
3.2	El financiamiento de las MESE.....	35
3.2.1	Las fuentes de financiamiento.....	35
3.2.2	El uso del financiamiento.....	39
3.3	Las herramientas financieras que utilizan las MESE.....	46
3.3.1	La utilidad de las herramientas financieras.....	46
3.3.2	Herramientas financieras utilizadas en la gestión financiera.....	47
4	CONCLUSIONES.....	50
5	RECOMENDACIONES.....	51
6	BIBLIOGRAFIA.....	52
7	ANEXOS.....	53

INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Empresas societarias según su clasificación.....	6
Tabla 2. Clasificación por tipo de compañía, según art. 2 Ley de Compañías	7
Tabla 3. Empresas según su tamaño.....	9
Tabla 4. Empresas según su CIU 11	11
Tabla 5. Tasas de interés	14
Tabla 6. Apalancamiento	20
Tabla 7. Apalancamiento financiero	21
Tabla 8. Endeudamiento del activo	22
Tabla 9. Endeudamiento patrimonial.....	23
Tabla 10. Rentabilidad financiera.....	24
Tabla 11. Rentabilidad neta del activo	25
Tabla 12. Correlación rentabilidad financiera-apalancamiento	26
Tabla 13. Correlación rentabilidad neta del activo-endeudamiento del activo	27
Tabla 14. Correlación endeudamiento del activo-rentabilidad financiera.....	28
Tabla 15. Correlación endeudamiento patrimonial-rentabilidad de los activos	29
Tabla 16. Correlación endeudamiento patrimonial-rentabilidad financiera	30

INDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Apalancamiento	20
Ilustración 2. Apalancamiento financiero.....	21
Ilustración 3. Endeudamiento del activo.....	22
Ilustración 4. Endeudamiento patrimonial	23
Ilustración 5. Rentabilidad financiera	24
Ilustración 6. Rentabilidad neta del activo	25
Ilustración 7. Correlación rentabilidad financiera-apalancamiento.....	26
Ilustración 8. Correlación rentabilidad neta del activo-endeudamiento del activo.....	27
Ilustración 9. Correlación endeudamiento del activo-rentabilidad financiera	28
Ilustración 10. Correlación endeudamiento patrimonial-rentabilidad de los activos	29
Ilustración 11. Correlación endeudamiento patrimonial-rentabilidad financiera	30
Ilustración 12. Edad	32
Ilustración 13. Género.....	33
Ilustración 14. Experiencia profesional.....	33
Ilustración 15. Cargo.....	34
Ilustración 16. Experiencia en el cargo	35
Ilustración 17. Fuentes de financiamiento.....	36
Ilustración 18. Mayor accesibilidad al crédito	36
Ilustración 19.Cuál es el mejor financiamiento	37
Ilustración 20. Tiempo de trabajo.....	37
Ilustración 21. Conocimiento de la competencia	38
Ilustración 22. Ventajas en relación a la competencia.....	38
Ilustración 23. Nivel de deuda óptimo	39
Ilustración 24. Regulaciones del BCE	40
Ilustración 25. Requisitos.....	40
Ilustración 26. Tiempo de adjudicación del crédito.....	41
Ilustración 27. Herramienta financieras, ¿son de ayuda?.....	41
Ilustración 28. Gestión financiera, ¿es relevante?.....	42
Ilustración 29. Financiamiento de activo con deuda.....	42
Ilustración 30. Ha tomado deuda	43
Ilustración 31. Frecuencia de apalancamiento financiero.....	43
Ilustración 32. Reinversión de utilidades.....	44
Ilustración 33. Tendencia con las utilidades.....	44
Ilustración 34. Endeudamiento con proveedores	45

Ilustración 35. Financiamiento con bancos	45
Ilustración 36. Fuentes de financiamiento	47
Ilustración 37. Destino de fondos de financiamiento	48
Ilustración 38. Uso de herramientas financieras.....	48
Ilustración 39. Tipos de herramientas financieras	49
Ilustración 40. Información financiera.....	49

RESUMEN EJECUTIVO

El trabajo de titulación: Estructura de capital de las pymes ecuatorianas: Variación de la rentabilidad en función de las fuentes de financiamiento, caso de las Medianas Empresas Societarias de Ecuador (MESE), periodo 2000 a 2012; tiene como finalidad, analizar el comportamiento de las medianas empresas en el país, de acuerdo a su estructura de capital, en un horizonte de estudio de 12 años.

Un factor determinante para el crecimiento de las MESE, es la manera en cómo se financian. Por lo general, la tendencia es recurrir a créditos en el sistema financiero, el cual, a lo largo de este periodo, ha sido susceptible a constantes cambios por parte de los entes reguladores en el país, cambios que indudablemente afectan de manera significativa en el crecimiento de éstas.

Por otro lado, podemos observar el comportamiento de las MESE, de acuerdo a la evolución de los diferentes indicadores financieros y herramientas financieras, que utilizan para la toma de decisiones sobre la estructura de capital.

PALABRAS: Estructura de capital, sistema financiero, indicadores financieros, herramientas financieras, sector de actividad.

ABSTRACT

The thesis entitled: Capital structure of Ecuadorian SMEs: Variation in profitability depending on funding sources, of Midsize Business Corporate Ecuador (MESE), period 2000-2012; analyzes the behavior of midsize businesses in the country, according to, its capital structure in a study horizon of 12 years.

A decisive factor for the growth of the MESE, is the way how they are funded. In general, the tendency is to apply to loans in the financial system, that during this period, has been susceptible to constant changes by regulators in the country, changes that significantly affected their growth.

Also, we can observe the behavior of the MESE, according to the evolution of different financial indicators and financial tools that they use for making decisions about capital structure.

Companies that have been studied are in different sectors, allowing a wider analysis of the development of medium-sized companies in the domestic market.

KEYWORDS: Capital structure, financial system, financial indicators, financial tools, activity sector.

**CAPÍTULO I. ENTORNO DE LAS MEDIANAS EMPRESAS SOCIETARIAS DEL
ECUADOR**

1.1 Estructura de la composición de empresas societarias en Ecuador

1.1.1 Las empresas societarias en Ecuador.

Las empresas societarias, son instituciones claves para el desarrollo de la economía de cualquier país, son creadas para satisfacer las necesidades de la sociedad, en la cual ejercen su actividad, gracias a la producción y comercialización de los productos o servicios que ofrecen. Su finalidad principal es obtener un valor agregado para sus socios, como son las utilidades, de acuerdo al aporte inicial de cada uno de ellos.

Inicialmente la mayoría de las empresas son creadas con capital propio, a lo largo de sus operaciones, y de acuerdo a su crecimiento, ven la necesidad de recurrir a capital externo. Es aquí donde los activos se financian a través de una combinación de capital propio y deuda, esto es lo que se conoce como “**estructura de capital**”.

$$\text{Activo} = \text{Pasivo} + \text{Capital}$$

Según el Teorema Modigliani-Miller (1958), el valor de una compañía no se ve afectado por la forma en que ésta es financiada, en ausencia de impuestos, costes de quiebra y asimetrías en la información de los agentes. Dicho de otra manera, esta posición se basa en que sin importar la manera en que se divida la estructura de capital, existe un valor de conservación de la inversión. (James C. Van Horne & John M. Wachowicz, Jr. , 2002)

Según el enfoque tradicional, los directores pueden incrementar el valor total de las empresas mediante la adecuada utilización del apalancamiento financiero. Inicialmente pueden disminuir su costo de capital e incrementar el apalancamiento. (James C. Van Horne & John M. Wachowicz, Jr. , 2002)

En el teorema M&M (Modigliani-Miller), bajo un mercado perfecto, la manera en como las empresas se financian, no incide directamente en el aumento de sus ganancias y su valor de mercado de los activos. En cambio en la teoría tradicional conforme se recurre a más financiamiento, los accionistas o inversionistas pueden elevar su rendimiento.

Sin embargo en la mayoría de las organizaciones, los administradores prefieren primero utilizar el patrimonio o capital propio, antes de endeudarse externamente.

En el siguiente cuadro se detalla la relación de las empresas societarias, según su clasificación (forma institucional), número de empresas según su tamaño y la participación en ventas de cada una de estas.

Tabla 1. Empresas societarias según su clasificación

EMPRESAS SOCIETARIAS		NUMERO DE EMPRESAS	PARTICIPACION EN VENTAS
CLASIFICACION SEGUN FORMA INSTITUCIONAL	Persona Natural no obligada a llevar contabilidad	589.462	1.596.397,78
	Persona Natural obligada a llevar contabilidad	40.028	16.123.401,67
	Sociedad con fines de lucro	57.146	105.953.236,18
	Sociedad sin fines de lucro	10.728	2.557.334,98
	Empresa Pública	271	18.002.541,40
	Institución Pública	4.712	31.319,05
	Economía Popular y Solidaria	2.209	361.143,49
	TOTAL	704.556	144.625.374,55
EMPRESAS POR TAMAÑO	Microempresa	631.430	1.316.381,23
	Pequeña empresa	57.772	16.695.385,47
	Mediana empresa "A"	6.990	8.538.939,53
	Mediana empresa "B"	4.807	13.245.094,28
	Grande empresa	3.557	104.829.574,03
	TOTAL	704.556	144.625.374,54

Fuente: Página web del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC)

Elaborado por: La autora

En el Ecuador existe un total de 704.556. Podemos observar que, tanto en la clasificación, según la forma institucional, y el tamaño; el mayor número de empresas se encuentran en el grupo de: personas naturales y microempresa. En ambos casos

los posibles factores que limitan que los emprendedores opten por constituir su negocio como compañía o sociedad, son los siguientes:

- La política tributaria del país.
- Los trámites y tiempo de constitución de las sociedades o compañías.
- La inscripción que exigen algunos organismos de control como por ejemplo, el registro mercantil.
- El capital inicial mínimo requerido para constituir dichas compañías o sociedades.
- Falta de financiamiento.

Así mismo se pueden enmarcar algunas ventajas de las pymes, frente a los demás tipos de empresas:

- Gracias a su estructura poseen mayor flexibilidad para adaptarse a cualquier crisis.
- Aprovechan nichos de mercado que las empresas grandes, debido a su organización, no pueden abastecer.

Por el contrario, en la participación en ventas en el mercado, existe una notable ventaja de las grandes empresas. Probablemente a factores como:

- Capital de trabajo suficiente
- Capacitación de la mano de obra
- Innovación tecnológica

Tabla 2. Clasificación por tipo de compañía, según art. 2 Ley de Compañías

Número de Compañías	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ANÓNIMAS	25,999	27,379	29,530	31,405	33,332	35,092	37,050	38,381	39,278	39,540	40,119	38,842	32,432
ASOCIACIONES O CONSORCIOS	29	27	28	27	29	31	31	29	34	31	37	30	26
COMANDITA POR ACCIONES	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DE ECONOMIA MIXTA	32	31	33	35	40	41	39	38	42	39	36	28	20
DE RESPONSABILIDAD LIMITADA	10,140	10,727	11,293	11,806	12,242	12,734	13,447	14,185	14,775	15,583	16,189	16,103	13,839
SUCURSALES DE COMPAÑIAS EXTRANJERAS	330	353	382	389	406	415	413	414	416	417	437	446	442
TOTAL NUMERO DE COMPAÑIAS	36,530	38,517	41,267	43,662	46,049	48,313	50,980	53,047	54,545	55,610	56,818	55,449	46,759

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

La Ley de Compañías considera las siguientes clases de sociedades mercantiles:

- Compañías anónimas: Es una sociedad cuyo capital se divide en acciones negociables, por lo que los socios o accionistas responden únicamente por el monto de sus acciones. Se constituye con un capital mínimo de 800 dólares previo mandato de la Superintendencia de Compañías y posteriormente se inscribe en el Registro Mercantil, no se establece un número mínimo de socios. (Andrade, 2003)
- Asociaciones o consorcios: Es un contrato celebrado entre dos o más empresas, que se dedican a actividades económicas similares o complementarias entre sí, que tiene como objeto potenciar las capacidades empresariales de sus consorciados, para llevar a cabo determinados proyectos. (Pontificia Universidad Católica del Ecuador, 2011)
- Comandita por acciones: La aprobación de estas compañías corresponden al Juez de lo Civil del domicilio en que se constituyan, están compuestas por comerciantes, se sujetan al control y vigilancia de la Superintendencia de Compañías. Los socios son solidaria e ilimitadamente responsables por todos los actos que ejecuten a nombre de la empresa. (Andrade, 2003)
- Economía mixta: El capital de estas empresas se compone por fondos públicos y privados, proveniente de entidades como el estado, municipalidades, consejos provinciales. Estas empresas promueven la inversión en áreas en las cuales el sector privado no puede hacerlo sin participación del sector público (Andrade, 2003)
- Responsabilidad limitada: Se constituye entre tres o más personas quienes responderán únicamente por las obligaciones sociales, hasta el monto de sus aportaciones individuales. El capital está representado por participaciones transferibles. (Andrade, 2003)
- Sucursales de compañías extranjeras: De acuerdo a la Ley de Compañías existen tres situaciones para las compañías extranjeras:
 - a) Sociedades extranjeras que ingresan al país para ejercer determinados actos jurídicos que tienen la calidad de esporádicos o aislados.

- b) Sociedades extranjeras que ingresan al país con el fin de ejercer en el Ecuador actividades como ejecución de obras públicas, prestación de servicios públicos o explotación de recursos naturales del país.
- c) Sociedades extranjeras que ingresan al país a ejercer directa y habitualmente sus actividades económicas en el Ecuador. (Revista Judicial, 2014)

1.1.2 Evolución geográfica de las MESE

Tabla 3. Empresas según su tamaño

REGION	TAMAÑO EMPRESA					
	Microempresa	Pequeña empresa	Mediana empresa "A"	Mediana empresa "B"	Grande empresa	Total
AZUAY						
Sierra	33.075	3.409	382	280	160	37.306
BOLIVAR						
Sierra	10.144	287	26	14	10	10.481
CAÑAR						
Sierra	11.963	579	76	28	19	12.665
CARCHI						
Sierra	7.529	552	42	46	15	8.184
COTOPAXI						
Sierra	19.951	1.198	139	84	36	21.408
CHIMBORAZO						
Sierra	23.696	1.137	111	73	26	25.043
EL ORO						
Costa	31.889	3.019	339	221	102	35.570
ESMERALDAS						
Costa	16.631	1.154	118	71	40	18.014
GUAYAS						
Costa	116.807	14.066	1.992	1.357	1.143	135.365
IMBABURA						
Sierra	18.781	1.487	122	74	43	20.507
LOJA						
Sierra	23.574	1.356	140	107	46	25.223
LOS RIOS						
Costa	29.147	1.542	201	120	76	31.086
MANABI						
Costa	64.319	3.194	360	209	145	68.227
MORONA SANTIAGO						
Oriente	6.206	321	37	25	7	6.596
NAPO						

Oriente	5.496	287	34	17	7	5.841
PASTAZA						
Oriente	5.878	293	31	15	9	6.226
PICHINCHA						
Sierra	128.421	17.929	2.238	1.638	1.445	151.671
TUNGURAHUA						
Sierra	30.721	2.313	247	164	95	33.540
ZAMORA CHINCHIPE						
Oriente	7.355	274	23	18	13	7.683
GALAPAGOS						
Insular	1.946	228	24	19	7	2.224
SUCUMBIOS						
Oriente	7.439	620	65	41	19	8.184
ORELLANA						
Oriente	6.136	504	48	28	20	6.736
SANTO DOMINGO						
Sierra	13.862	1.482	131	105	51	15.631
SANTA ELENA						
Costa	10.464	541	64	52	22	11.143
ZONAS NO DELIMITADAS						
No Delimitadas	-	-	-	1	1	2
TOTALES	631.430	57.772	6.990	4.807	3.557	704.556

Fuente: Página web del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC)

Elaborado por: La autora

En el gráfico se observa que la mayoría de las MESE en Ecuador, se concentran en las provincias de Guayas y Pichincha.

Esta marcada distribución se debe a que gran parte de los recursos económicos, tecnológicos, y humanos que se encuentran en estas provincias. Por el contrario establecer una empresa en las provincias más alejadas, conllevaría una inversión más grande, al tener que movilizar todos los recursos anteriormente mencionados, desde las ciudades importantes.

Según el INEC los motores del crecimiento empresarial están en Quito y Guayaquil, Quito ya no solo es la capital política de Ecuador, sino la nueva capital económica del país, donde cada vez es más frecuente que se constituyan empresas en todos los sectores. (INEC)

1.1.3 Caracterización de las MESE basado en la clasificación CIU

La CIU (Clasificación Industrial Internacional Uniforma); tiene como finalidad establecer una clasificación uniforme de las actividades económicas productivas, de tal modo que las entidades puedan clasificarse según las actividades que realicen.

Tabla 4. Empresas según su CIU

Código CIU4 - Sección (1 Dígito)	Tamaño de la empresa					
	Microempresa	Pequeña empresa	Mediana empresa "A"	Mediana empresa "B"	Grande empresa	Total
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	98.065	4.117	581	377	184	103.324
Explotación minas y canteras	3.072	268	46	33	74	3.493
Industrias manufactureras	45.625	5.168	576	454	569	52.392
Suministro electricidad, gas, vapor y aire acondicionado	144	69	10	8	20	251
Distribución agua; alcantarillado, desechos y saneamiento	206	89	20	8	15	338
Construcción	20.524	3.424	389	241	151	24.729
Comercio, reparación automotores y motocicletas	243.902	23.887	3.012	2.294	1.471	274.566
Transporte y almacenamiento	55.843	3.052	288	182	132	59.497
Actividades de alojamiento y de servicio de comidas	49.142	1.995	133	73	36	51.379
Información y comunicación	4.915	885	98	56	60	6.014
Actividades financieras y de seguros	1.429	624	72	69	126	2.320
Actividades inmobiliarias	12.537	1.386	106	49	36	14.114
Actividades profesionales, científicas y técnicas	20.976	5.064	438	219	107	26.804
Actividades de servicios administrativos y de apoyo	8.622	1.676	207	128	63	10.696
Administración pública y defensa, seguridad social	2.066	658	167	196	272	3.359
Enseñanza	7.805	2.889	541	198	91	11.524
Actividades de atención a la salud humana y asistencia social	12.423	1.111	173	144	112	13.963
Artes, entretenimiento y recreación	3.430	242	39	32	10	3.753
Otras actividades de servicios	40.704	1.168	94	46	28	42.040
Total	631.430	57.772	6.990	4.807	3.557	704.556

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

Según la anterior tabla, en Ecuador, sin lugar a dudas, las actividades de “Comercio, reparación de automotores y motocicletas”, se constituye en el sector con más

participación empresarial. Esta concentración radica en que la gran mayoría de actividades económicas del país, tienen relación directa o indirecta con el comercio de bienes y servicios. Otro aspecto puede ser que las actividades de comercio conlleva una inversión más pequeña; ya que su objetivo no es fabricar sino comprar bienes o servicios y comercializarlos con un valor agregado.

1.2 Fuentes de financiamiento de las MESE

1.2.1 Clasificación de las fuentes de financiamiento.

Cuando se analizan decisiones de estructura de capital existen dos fuentes de fondos, interno y externo. El financiamiento interno surge de las operaciones de la empresa, como utilidades retenidas, cuentas por pagar y salarios devengados. Mientras que el financiamiento externo ocurre cuando los administradores tienen que obtener fondos de prestamistas o inversionistas externos. (Bodie & Merton, 2003)

Las fuentes de financiamiento son los recursos monetarios financieros que le permiten a una empresa contar con la liquidez requerida para llevar a cabo una actividad económica, por lo general son préstamos que complementan el capital propio.

Los tipos de financiamiento son: interno y externo.

El financiamiento interno surge de las operaciones propias de la empresa, como son:

- Aportes de capital. Corresponden a las aportaciones de los socios, éstas generalmente tienen una permanencia indefinida en la empresa.
- Utilidades retenidas. Es la fuente más común, donde los socios deciden no repartir sus dividendos, producto de las ganancias de la empresa; para de esta manera aumentar el capital de la misma.
- Venta de activos. Es una opción ágil para aumentar el flujo; pero a su vez de esta manera se está disminuyendo el valor de la empresa.
- Fondos de depreciación. La depreciación reduce los impuestos; por lo tanto es dinero excedente que posee la empresa.

El financiamiento externo ocurre cuando las compañías obtienen fondos de prestamistas o inversores extranjeros.

- Créditos bancarios. La empresa obtiene un monto a un plazo e interés determinado, durante el cual se compromete a pagar a una entidad financiera.
- Emisión de bonos o acciones. El capital de la empresa aumenta a través de la emisión de bonos y acciones, este título representa para el beneficiario, la propiedad de una parte del capital de la compañía.
- Créditos de proveedores. Ambas partes de común acuerdo pactan un plazo para el pago de la deuda; de esta manera la parte deudora puede disponer de esos valores durante un tiempo adicional.
- Leasing. Contrato de arrendamiento, mediante el cual la empresa se compromete a pagar un valor de renta durante un tiempo determinado, y al final de este tiene la opción de compra de dicho bien.
- Cartas de crédito. Es un instrumento de pago que solicita una empresa importadora a una entidad financiera, y bajo unos términos de negociación, para que esta cancele a un exportador la cantidad establecida.

1.2.2 Características del mercado de dinero.

El mercado de dinero se crea por una relación entre proveedores y demandantes de fondos a corto plazo; en donde algunas empresas, gobiernos e instituciones financieras, tienen fondos inactivos que desean que les genere intereses, y a su vez están los otros individuos que necesitan financiamiento temporal. (Lawrence J. & Nuñez Ramos, 2007)

Los oferentes y demandantes establecen contacto a través de grandes instituciones financieras alrededor del mundo, regulados por su respectivo banco central. Las características más importantes del mercado de dinero son la negociación en corto plazo, existe un menor riesgo, gracias a las entidades que intervienen en este tipo de transacciones, y la liquidez de sus activos.

Tabla 5. Tasas de interés

Tasas de Interés			
Mayo 2015			
1. TASAS DE INTERES ACTIVAS EFECTIVAS VIGENTES			
Tasas Referenciales	%	Tasas Máximas	%
Productivo Corporativo	8,45	Productivo Corporativo	9,33
Productivo Empresarial	9,53	Productivo Empresarial	10,21
Productivo PYMES	11,15	Productivo PYMES	11,83
Consumo	15,82	Consumo	16,3
Vivienda	10,76	Vivienda	11,33
Microcrédito Acumulación Ampliada	22,07	Microcrédito Acumulación Ampliada	25,5
Microcrédito Acumulación Simple	24,67	Microcrédito Acumulación Simple	27,5
Microcrédito Minorista	27,75	Microcrédito Minorista	30,5
2. TASAS DE INTERES PASIVAS EFECTIVAS PROMEDIO POR INSTRUMENTO			
Tasas Referenciales	%	Tasas Referenciales	%
Depósitos a plazo	5,51	Depósitos de Ahorro	1,23
Depósitos monetarios	0,55	Depósitos de Tarjetahabientes	1,26
Operaciones de Reporto	0,08		
3. TASAS DE INTERES PASIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES POR PLAZO			
Tasas Referenciales	%	Tasas Referenciales	%
Plazo 30-60	4,37	Plazo 121-180	5,96
Plazo 61-90	4,88	Plazo 181-360	6,61
Plazo 91-120	5,65	Plazo 361 y más	7,54
4. TASAS DE INTERES PASIVAS EFECTIVAS MAXIMAS PARA LAS INVERSIONES DEL SECTOR PUBLICO			
5. TARIFA BASICA DEL BANCO CENTRAL DEL ECUADOR			
6. OTRAS TARIFAS REFERENCIALES			
Tasa Pasiva Referencial	5,51	Tasa Legal	8,45
Tasa Activa Referencial	8,45	Tasa Máxima Convencional	9,33
7. TASA INTERBANCARIA			

Fuente: Página web del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaborado por: La autora

**CAPÍTULO II. GENERALIDADES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS
MESE**

2.1 Antecedentes sobre la estructura de capital de las Pymes.

2.1.1 Técnicas financieras para evaluar la estructura de capital y la rentabilidad de las empresas.

Las técnicas financieras les permiten a los administradores analizar y evaluar el estado financiero de la empresa, de acuerdo a ciertas circunstancias; en donde se determina la situación actual de la misma, y en consecuencia, se establecen los objetivos a implementarse en el futuro.

Los indicadores financieros permiten establecer de la manera más acertada el comportamiento de una empresa; sin embargo cabe señalar que es de suma importancia la interpretación que se da a cada uno de ellos, ya que se afectan entre sí, por ello debe existir una definición coherente e interrelacionada.

Así mismo, y aunque el análisis de los indicadores financieros se realiza de manera particular por cada empresa, es importante que dichos resultados se comparen con los presentados por empresas similares que operan en el mercado; de esta manera podemos analizar si los resultados que hemos obtenido son tan favorables o desfavorables como lo dice su resultado.

Los indicadores financieros se clasifican de la siguiente forma: (Superintendencia de Compañías)

Indicadores de liquidez: Permiten medir la capacidad de la empresa para atender sus obligaciones a corto plazo.

- Liquidez corriente: Muestra la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, relacionando los activos corrientes con los pasivos corrientes.

$$\text{Activo corriente} / \text{Pasivo corriente}$$

- Prueba ácida: Verifica la capacidad que tiene la empresa para cancelar sus obligaciones corrientes con los saldos en efectivo que posee.

$$\text{Activo corriente} - \text{Inventarios} / \text{Pasivo corriente}$$

Indicadores de solvencia: Su objetivo es determinar en qué grado y de qué manera participan los acreedores dentro del financiamiento de la empresa. A su vez miden, el riesgo, las ventajas y desventajas del endeudamiento.

- Endeudamiento del activo: Determina el nivel de autonomía financiera, o en qué nivel depende de sus acreedores.

Pasivo total / Activo total

- Endeudamiento patrimonial: Indica el nivel en el que el patrimonio está comprometido con los acreedores.

Pasivo total / Patrimonio

- Endeudamiento del activo fijo: Indica la cantidad de unidad monetaria que se tiene de patrimonio por cada unidad invertida en activos fijos.

Patrimonio / Activo fijo neto

- Apalancamiento: Indica el número de dólares de activos que se han conseguido por cada dólar de patrimonio. Determina el uso de los recursos internos, sobre los recursos de terceros.

Activo total / Patrimonio

- Apalancamiento financiero: Este indicador nos permite determina las ventajas o desventajas del endeudamiento con terceros y como éste afecta a la rentabilidad de la empresa.

(UAI / Patrimonio) / (UAI / Activos totales)

Indicadores de gestión: Indica la habilidad con la que la empresa utiliza los recursos de los que dispone.

- Rotación de cartera: Muestra el número de veces que las cuentas por cobrar, proveniente únicamente de las ventas, giran en un periodo determinado de tiempo.

Ventas / Cuentas por cobrar

- Rotación del activo fijo: Mide la relación que existe entre el monto de los ingresos, de las ventas, y el monto de la inversión en activos fijos.

Ventas / Activo fijo

- Rotación de ventas: Indica el número de veces que en un determinado nivel de ventas, se utilizan los activos.

Ventas / Activo total

- Periodo medio de cobranza: Permite analizar el grado de liquidez, en días, de las cuentas y documentos por cobrar.

*(Cuentas por cobrar * 365) / Ventas*

- Periodo medio de pago: Indica el tiempo que tarda la empresa en cubrir sus obligaciones de inventarios.

*(Cuentas y documentos por pagar * 365) / Compras*

- Impacto de los gastos de administración y ventas: Un aumento, fuera del margen aceptable, de alguno de estos gastos, podrían determinar un bajo margen operacional, y a su vez la disminución de las utilidades netas de la empresa.

Gastos administrativos y de ventas / Ventas

- Impacto de la carga financiera: Establece la incidencia que tienen los gastos financieros, sobre los ingresos de la empresa, ventas.

Gastos financieros / Ventas

Indicadores de rentabilidad: Mide la capacidad de la empresa para generar utilidades a partir de los recursos disponibles.

- Rentabilidad neta del activo (Dupont): Indica la capacidad del activo para producir utilidades.

$$(UN / Ventas) * (Ventas / Activo\ total)$$

- Margen bruto: Permite conocer la rentabilidad de las ventas frente a su costo, y la capacidad de la empresa para cubrir los gastos operativos y generar utilidades antes de deducciones e impuestos.

$$Ventas - Costo\ de\ ventas / Ventas$$

- Margen operacional: Indica si el negocio es lucrativo o no, independientemente de la forma como ha sido financiado. Los gastos financieros no se consideran como gastos operacionales, ya que en teoría, estos no son absolutamente necesarios para la marcha del negocio.

$$Utilidad\ operacional / Ventas$$

- Rentabilidad neta de ventas: Muestra la utilidad de la empresa, por cada unidad de venta. En otras palabras indica el porcentaje que queda para los propietarios por operar la empresa.

$$Utilidad\ neta / Ventas$$

- Rentabilidad operacional del patrimonio (ROE): Mide la rentabilidad que están obteniendo los inversionistas, sin tomar en cuenta los gastos financieros, impuestos, y participación a trabajadores.

$$Utilidad\ operacional / Patrimonio$$

- Rentabilidad financiera: Indica el beneficio neto en relación a la inversión de los propietarios de la empresa.

$$(Ventas / Activo) * (UAI / Ventas) * (Activo / Patrimonio) * (UAI / UAI) * (UN / UAI)$$

2.1.2 Análisis de indicadores financieros de solvencia y rentabilidad de las MESE.

A continuación se desarrolla y analiza la evolución de los indicadores financieros consolidados promedio, de solvencia y rentabilidad en un horizonte desde el año 2000 al 2012.

Apalancamiento

Es el número de unidades monetarias de activos, que se han conseguido por cada unidad monetaria de patrimonio. Determina el grado de apoyo de los recursos internos de la empresa sobre recursos de terceros.

Tabla 6. Apalancamiento

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
APALANCAMIENTO	3,98	7,38	39,00	8,55	11,15	13,17	21,68	16,72	8,91	10,56	21,90	12,47	7,79

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

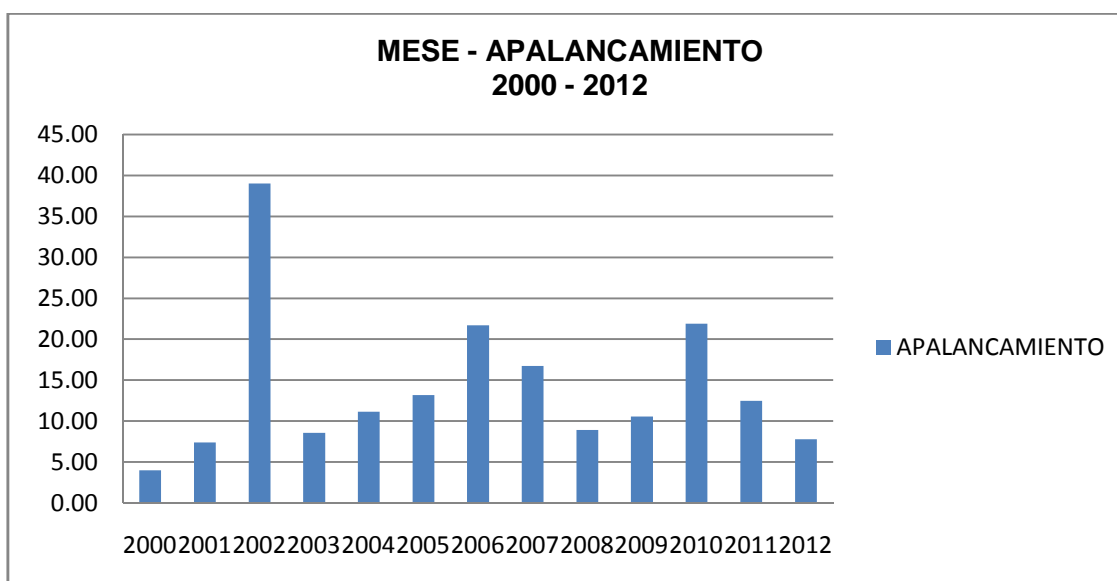


Ilustración 1. Apalancamiento

Elaborado por: La autora

En el gráfico podemos considerar que el mayor apalancamiento, en el horizonte analizado, se suscita en el año 2012. Esto significa que se han conseguido \$39.00 millones de dólares en activos por cada dólar de patrimonio. Por lo tanto en el 2012 es

en donde la rentabilidad del capital propio, queda mejorada por el efecto de apalancamiento. Por el contrario en el año 2002, únicamente se consiguieron \$3.98 millones de dólares de activos por cada dólar de patrimonio.

Apalancamiento financiero

Indica el grado en que una empresa depende de financiamiento de terceros, y como este endeudamiento contribuye a la rentabilidad del negocio.

Tabla 7. Apalancamiento financiero

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
APALANCAMIENTO FINANCIERO	8,93	2,71	2,26	2,63	3,45	5,88	5,07	11,67	8,03	6,16	10,08	6,08	5,56

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

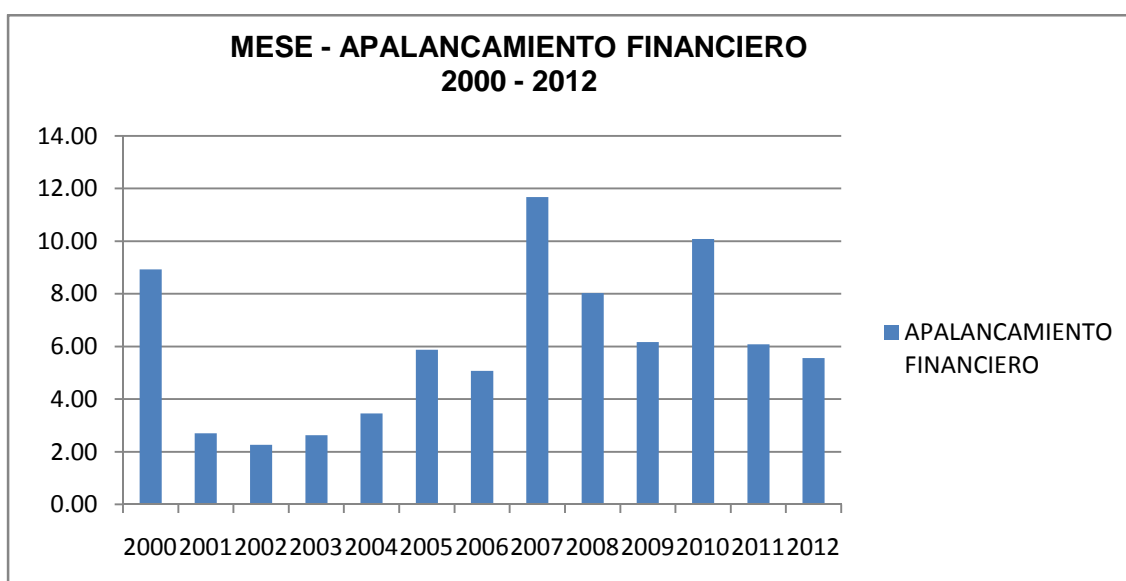


Ilustración 2. Apalancamiento financiero

Elaborado por: La autora

En todo el periodo analizado los índices son superiores a la media (1), esto significa que generalmente, los fondos ajenos contribuyen a que la rentabilidad de los fondos propios, sea superior a lo que sería si las empresas no estuvieran apalancadas financieramente. Por lo anterior, en el año 2007 es en donde se refleja un mayor apalancamiento financiero positivo, ya que las empresas al obtener financiamientos de terceros logran obtener un promedio de \$11.67 unidades por acción.

Endeudamiento del activo

Determina el nivel de autonomía financiera de la empresa. Si el índice es elevado, demuestra que la empresa depende mucho de sus acreedores. Por el contrario un índice bajo, representa un elevado grado de independencia.

Tabla 8. Endeudamiento del activo

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ENDEUDAMIENTO DEL ACTIVO	0,59	0,64	0,66	0,65	0,71	0,68	0,71	0,71	0,72	0,71	0,72	0,71	0,66

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

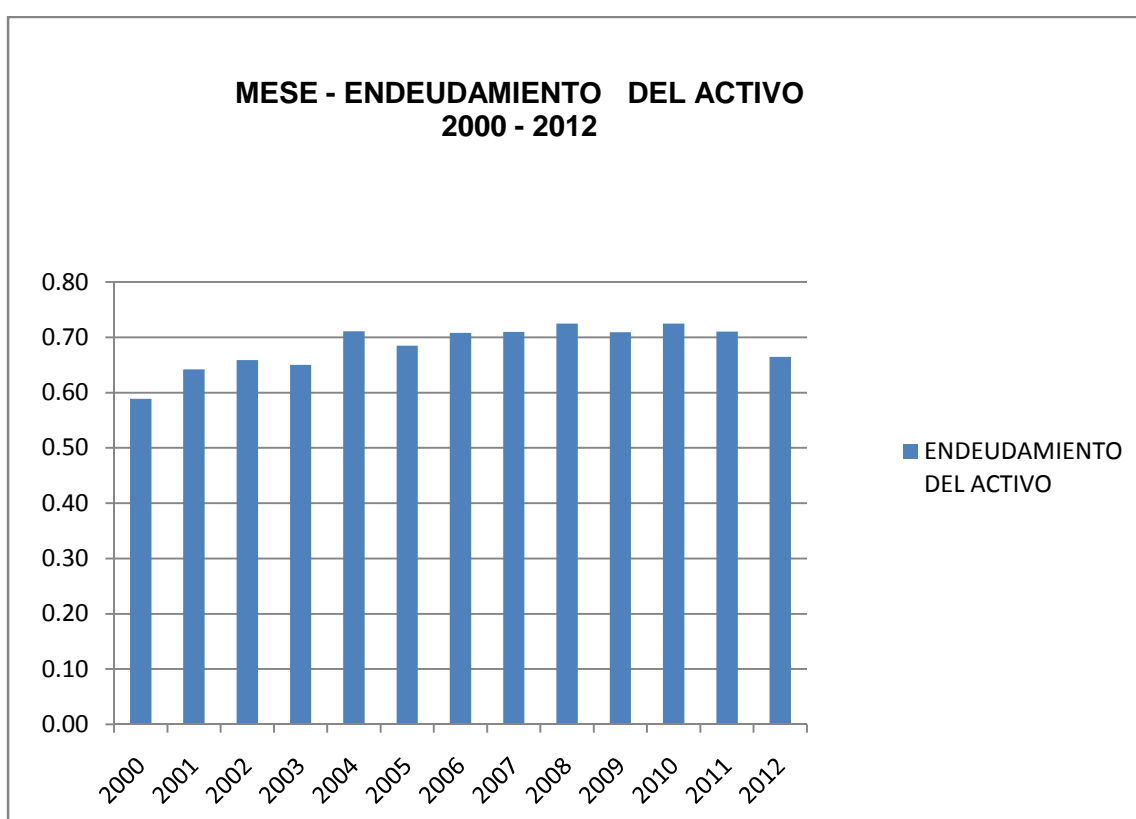


Ilustración 3. Endeudamiento del activo

Elaborado por: La autora

En los años 2008 y 2010, es donde se refleja una mayor participación de los acreedores sobre los activos de las empresas, en un 72%.

La media para este ratio, está entre el 50% y 60%. Por lo tanto, en el horizonte de estudio, excepto en el año 2002, en donde hay un equilibrio con un índice del 59%; las empresas están por encima de la media ideal. Este comportamiento podría analizarse

como una descapitalización de las empresas, por lo que se ven obligadas a escoger una estructura financiera más arriesgada.

Endeudamiento patrimonial

Mide el grado de compromiso del patrimonio para con los acreedores de la empresa. Sirve también para indicar la capacidad de créditos y conocer si los propietarios o los acreedores son los que financian mayormente la empresa.

Tabla 9. Endeudamiento patrimonial

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL	1,43	1,79	1,93	1,86	2,46	2,17	2,42	2,44	2,63	2,44	2,64	2,45	1,98

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

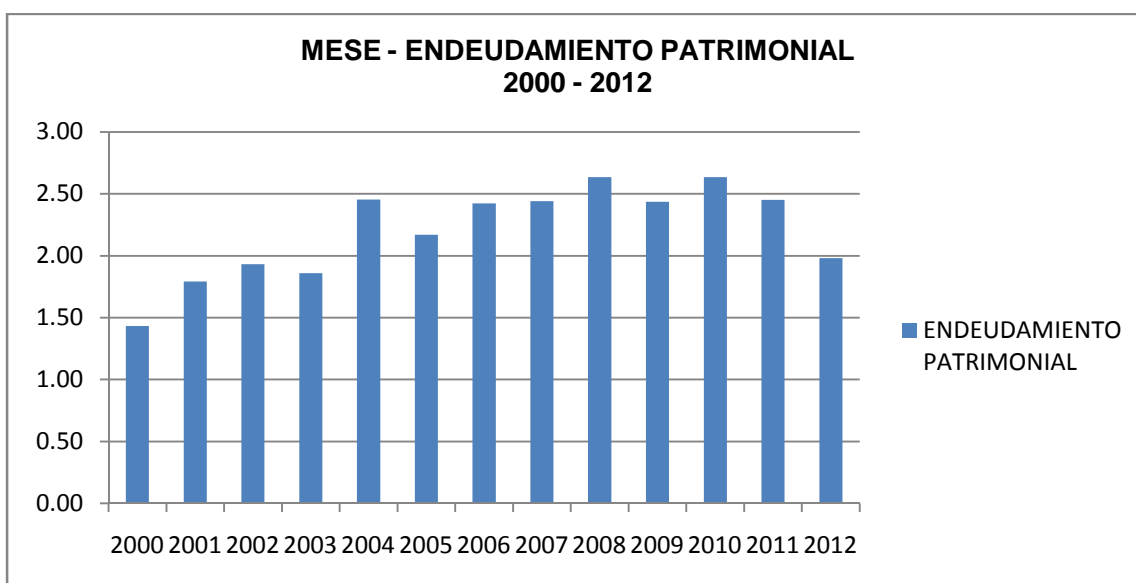


Ilustración 4. Endeudamiento patrimonial

Elaborado por: La autora

Entre los años 2004 y 2011 existe un comportamiento uniforme en las empresas, cuyos índices de endeudamiento patrimonial están entre 217% hasta 264%. La tendencia en los años mencionados es negativa, ya que el valor óptimo de este índice, debe oscilar entre el 70% y el 150% como valor máximo.

Lo que indica que el patrimonio de las compañías está altamente comprometido con los acreedores y no cuentan con autonomía, los números reflejan que se utilizan los fondos externos más que los propios.

Rentabilidad financiera

Este indicador permite al accionista medir el beneficio neto que obtiene de su inversión en la empresa; así como también, identificar qué factores afectan la rentabilidad del negocio.

Tabla 10. Rentabilidad financiera

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
RENTABILIDA FINANCIERA	-18,6 %	22,7 %	17,2 %	66,2 %	35,3 %	33,8 %	30,2 %	46,0 %	42,9 %	84,1 %	45,9 %	55,6 %	19,3 %

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

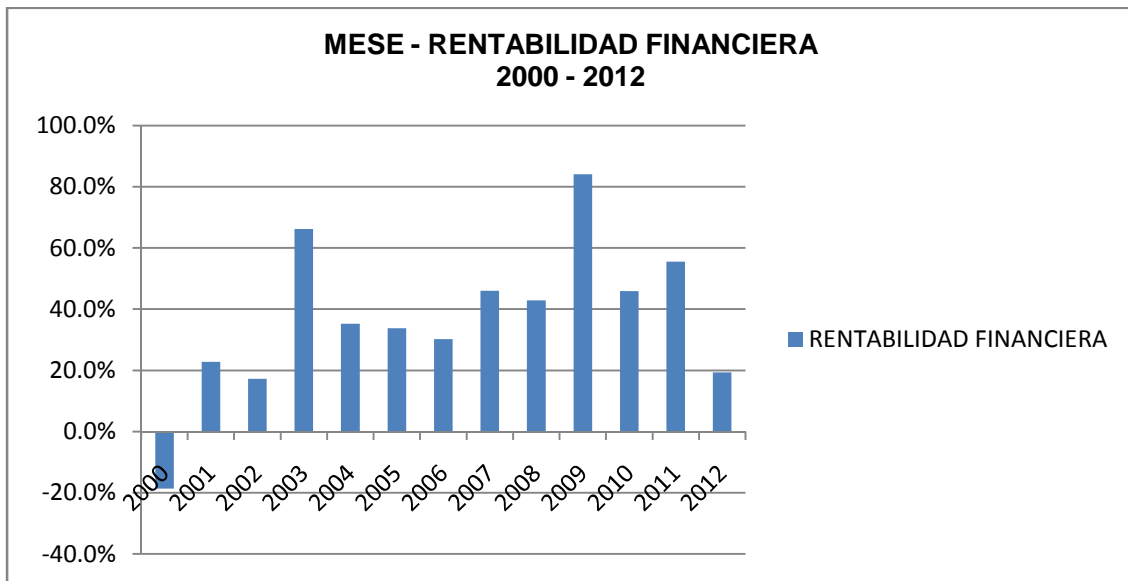


Ilustración 5. Rentabilidad financiera

Elaborado por: La autora

Entre los años 2001 al 2012 los rendimientos de las empresas promedio son favorables, ya que siempre se obtiene un porcentaje de utilidad positivo.

Sin embargo en el año 2000 consta un pérdida del -18.6%. Existen factores que posiblemente han afectado la rentabilidad obtenida en los años posteriores. En algunos casos el indicador es negativo, debido a que las utilidades netas, se ven

afectadas por la conciliación tributaria, en donde si existen altos gastos no deducibles el impuesto a la renta será elevado.

Rentabilidad neta del activo

Indica la capacidad del activo para producir utilidades, independiente de la forma como haya sido financiado.

Tabla 11. Rentabilidad neta del activo

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
RENTABILIDAD NETA DEL ACTIVO	3,7%	8,3%	7,0%	6,4%	5,8%	6,9%	1,4%	10,3%	9,8%	10,1%	19,2%	11,0%	6,0%

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

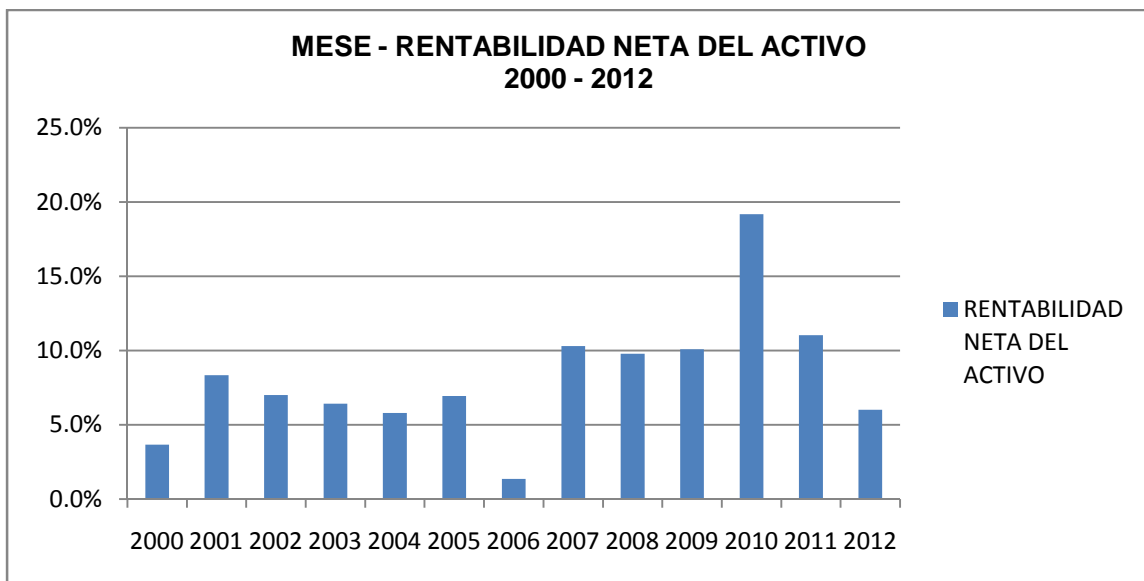


Ilustración 6. Rentabilidad neta del activo

Elaborado por: La autora

En el año 2010, fue donde la capacidad del activo para producir utilidades se maximizó, en donde se observa que por cada unidad monetaria invertida en los activos, se obtuvo un rendimiento de 19.20% sobre el capital invertido.

2.1.3 Análisis de rentabilidad de las MESE derivada de su estructura de capital.

En este subcapítulo se realiza un análisis de correlación entre los siguientes indicadores:

Rentabilidad financiera – Apalancamiento

Esta correlación refleja que tan positivo o negativo es el apoyo en el apalancamiento, frente a la rentabilidad obtenida del capital invertido.

Tabla 12. Correlación rentabilidad financiera-apalancamiento

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
RENTABILIDAD FINANCIERA	-18,6 %	22,7 %	17,2 %	66,2 %	35,3 %	33,8 %	30,2 %	46,0 %	42,9 %	84,1 %	45,9 %	55,6 %	19,3 %
APALANCAMIENTO	3,98	7,38	39,00	8,55	11,15	13,17	21,68	16,72	8,91	10,56	21,90	12,47	7,79

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

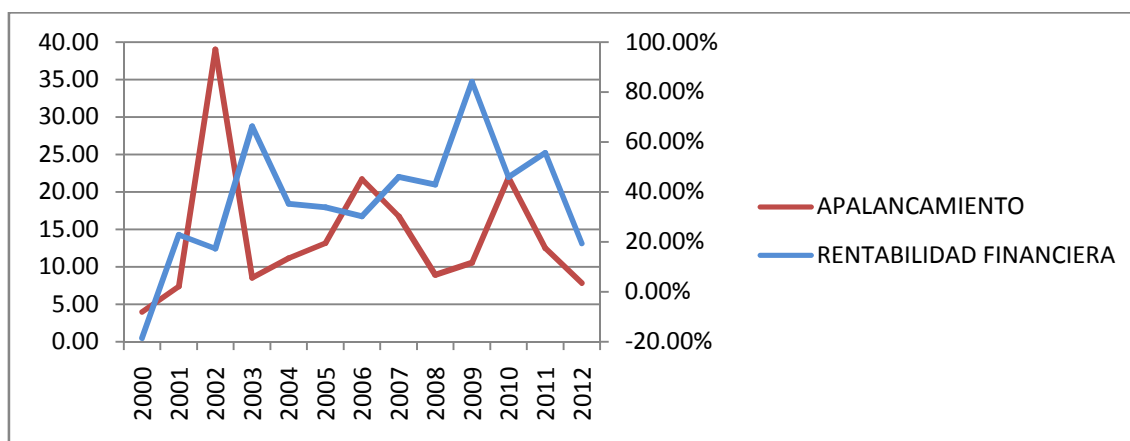


Ilustración 7. Correlación rentabilidad financiera-apalancamiento

Elaborado por: La autora

En el año 2000 el efecto es negativo, ya que por cada 3.98 unidades monetarias que se invirtieron en activos, se obtuvo una pérdida del -18.60%, y no existió retorno por el capital invertido. En los siguientes años el resultado fue positivo, siendo el 2003, el año donde se maximiza el efecto, revalorizándose el patrimonio, ya que por cada 8.55 unidades invertidas, se obtuvo una rentabilidad del 66.20%, siendo ésta la más alta del

periodo. Sin embargo se puede determinar que no existe una correlación directa, ya que no refleja que a mayor apalancamiento existe mayor rentabilidad.

Rentabilidad neta el activo – Endeudamiento del activo

Permite determinar que tanto puede comprometerse el activo para que éste genere utilidad.

Tabla 13. Correlación rentabilidad neta del activo-endeudamiento del activo

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
RENTABILIDAD NETA DEL ACTIVO	3,7%	8,3%	7,0%	6,4%	5,8%	6,9%	1,4%	10,3%	9,8%	10,1%	19,2%	11,0%	6,0%
ENDEUDAMIENTO DEL ACTIVO	0,59	0,64	0,66	0,65	0,71	0,68	0,71	0,71	0,72	0,71	0,72	0,71	0,66

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

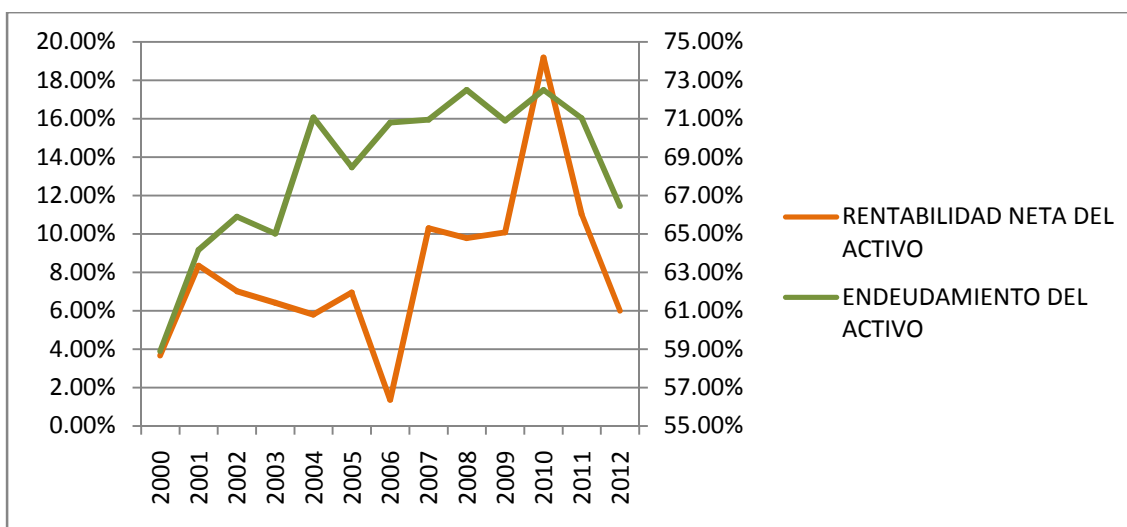


Ilustración 8. Correlación rentabilidad neta del activo-endeudamiento del activo

Elaborado por: La autora

Existe una correlación directamente proporcional; ya que a mayor rentabilidad del activo, existe un mayor endeudamiento del mismo. Este efecto se observa en los años 2000 donde el endeudamiento es bajo, por lo tanto la rentabilidad también lo es, y en el año 2010 existe un resultado contrario.

Endeudamiento del activo – Rentabilidad financiera

Esta correlación determina que tan comprometidos están los activos de la empresa para generar rentabilidad.

Tabla 14. Correlación endeudamiento del activo-rentabilidad financiera

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ENDEUDAMIENTO DEL ACTIVO	0,59	0,64	0,66	0,65	0,71	0,68	0,71	0,71	0,72	0,71	0,72	0,71	0,66
RENTABILIDAD FINANCIERA	-18,6%	22,7%	17,2%	66,2%	35,3%	33,8%	30,2%	46,0%	42,9%	84,1%	45,9%	55,6%	19,3%

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

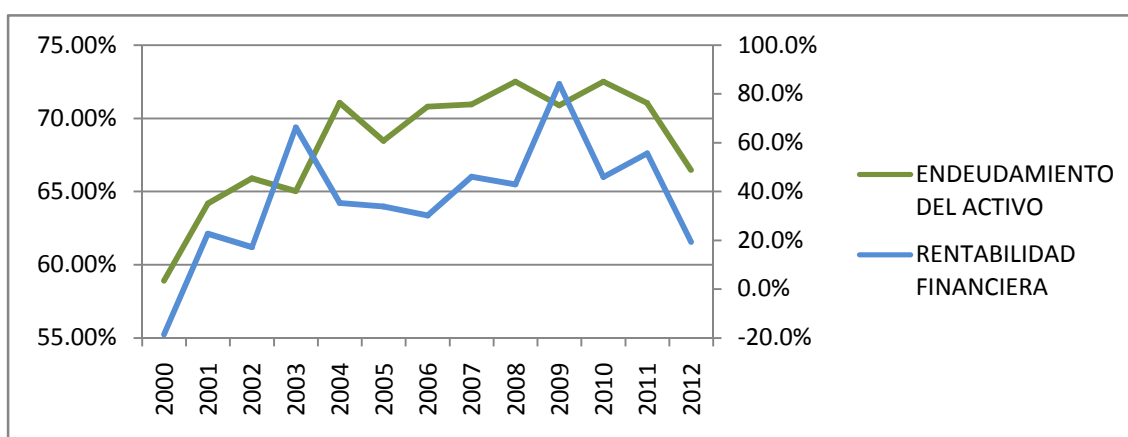


Ilustración 9. Correlación endeudamiento del activo-rentabilidad financiera

Elaborado por: La autora

En los años 2003 y 2009, se observa que los porcentajes de rentabilidad superan los de endeudamiento, 66.20% de rentabilidad, frente a 65% de endeudamiento; y 84.10% de rentabilidad, frente a 71% de endeudamiento, respectivamente.

Sin embargo, en los otros años, las empresas tienen el endeudamiento de sus activos, por encima del índice ideal, 50% - 60%, lo que significa que dependen mucho de sus acreedores. Por lo que la correlación es directa y las compañías deberían replantear su capacidad de endeudamiento, para de esta manera maximizar sus rendimientos.

Endeudamiento patrimonial – Rentabilidad de los activos

Aquí se refleja la dependencia entre propietarios y acreedores; y como esta relación afecta la rentabilidad de los activos de la empresa.

Tabla 15. Correlación endeudamiento patrimonial-rentabilidad de los activos

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL	1,43	1,79	1,93	1,86	2,46	2,17	2,42	2,44	2,63	2,44	2,64	2,45	1,98
RENTABILIDAD NETA DEL ACTIVO	3,7%	8,3%	7,0%	6,4%	5,8%	6,9%	1,4%	10,3%	9,8%	10,1%	19,2%	11,0%	6,0%

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

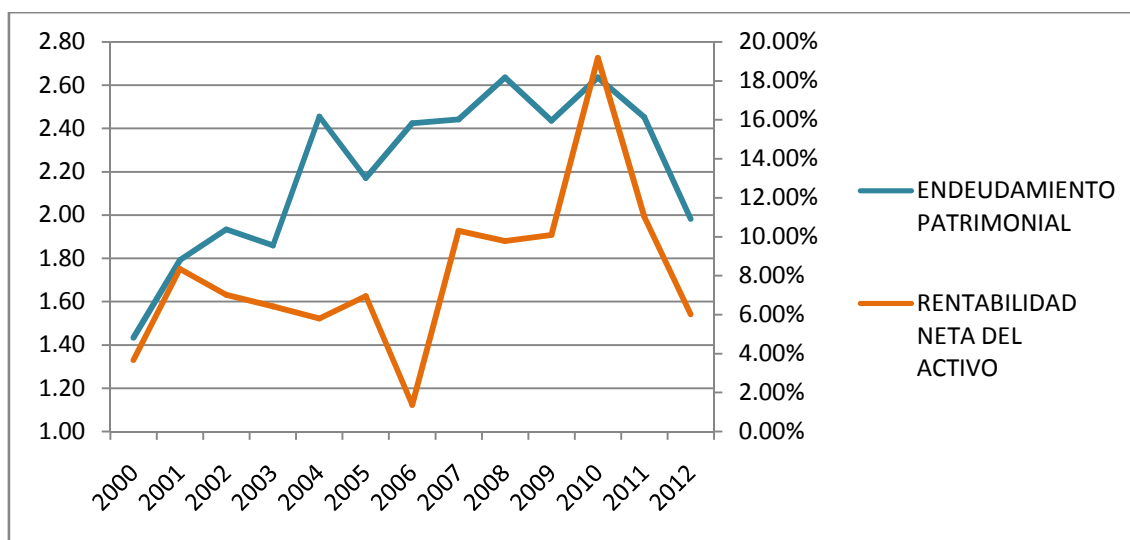


Ilustración 10. Correlación endeudamiento patrimonial-rentabilidad de los activos

Elaborado por: La autora

Por ejemplo en el año 2000 observamos que por cada dólar de patrimonio, los acreedores aportan tan solo 0.43 ctvs., es un índice bajo, que conlleva a que la rentabilidad neta del activo también sea baja, del 3.70%. En cambio en el año 2010, debido a que el aporte de los acreedores es alto, se produce una rentabilidad neta del activo igualmente mayor. Por lo tanto existe una correlación directamente proporcional.

Endeudamiento patrimonial – Rentabilidad financiera

La rentabilidad financiera mide el beneficio neto para los socios o accionistas, ya deducidos de impuestos, gastos financieros y participación a trabajadores.

Tabla 16. Correlación endeudamiento patrimonial-rentabilidad financiera

INDICADOR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL	1,43	1,79	1,93	1,86	2,46	2,17	2,42	2,44	2,63	2,44	2,64	2,45	1,98
RENTABILIDAD FINANCIERA	-18,6%	22,7%	17,2%	66,2%	35,3%	33,8%	30,2%	46,0%	42,9%	84,1%	45,9%	55,6%	19,3%

Fuente: Página web de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

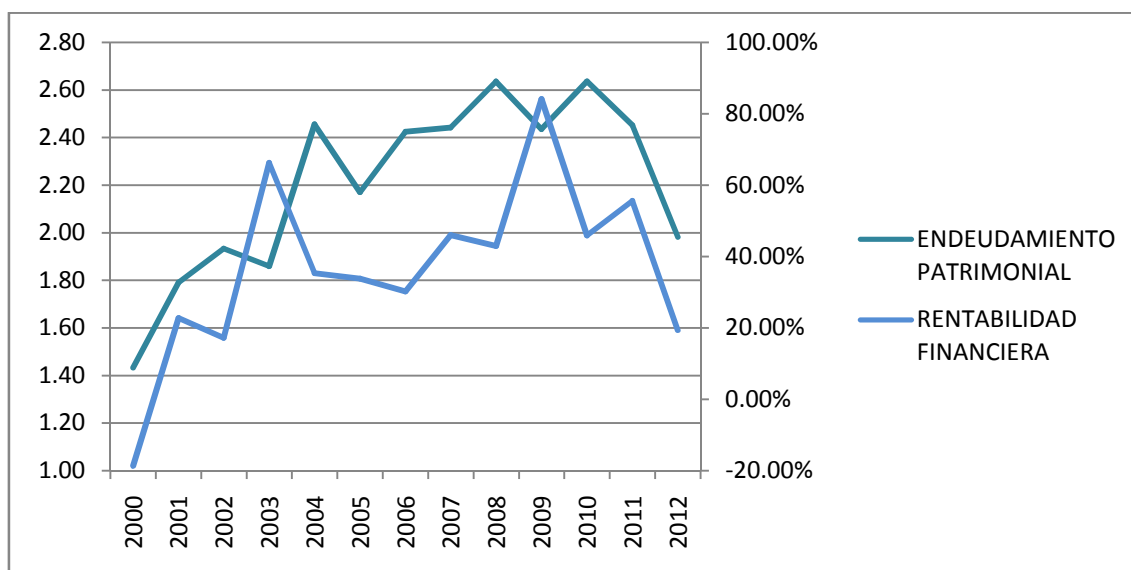


Ilustración 11. Correlación endeudamiento patrimonial-rentabilidad financiera

Elaborado por: La autora

Se observa que en los años donde se generó mayor rentabilidad financiera, es donde también existió un endeudamiento patrimonial alto, es decir se utilizaron más fondos provenientes de los acreedores, para compensar el patrimonio. Por lo tanto si existe correlación entre estos dos indicadores financieros.

Análisis

Una de las principales decisiones financieras de la empresa es la relativa a la estructura de capital. Esta decisión trata de determinar la proporción que deben guardar las distintas fuentes de recursos que la organización utiliza para financiar sus inversiones. Esto debe contribuir al logro de los objetivos planteados; que entre otros son: crear valor para los accionistas, aumentar el valor de la empresa y lograr una combinación óptima entre rentabilidad y riesgo. (Aguiar, Díaz, & García, 2006)

**CAPITULO III. LA GESTION FINANCIERA EN LAS MESE CLASIFICACION
CIIU: C2511.01– FABRICACIÓN DE ESTRUCTURAS DE METAL MARCOS O
ARMAZONES PARA CONSTRUCCIÓN Y PARTES DE ESAS ESTRUCTURAS:
TORRES, MÁSTILES, ARMADURAS, PUENTES, ETCÉTERA.**

3.1 Los gestores financieros de las MESE.

3.1.1 Perfil de los gestores financieros.

Históricamente los gestores financieros han dedicado su tiempo a la tramitación y contabilidad de las transacciones. Hoy en día deben afrontar el desafío de superar su papel tradicional, y convertirse más en generalistas en lo que se refiere a su capacidad para añadir valor al negocio, la manera de hacerlo es, racionalizar sus funciones financieras, invertir en nuevas tecnologías, dirigirse a la globalización, en fin, los gestores financieros deben implementar medidas basadas en aumentar el valor para los accionistas, convertirse en verdaderos socios empresariales. (Read , Ross, Dunleavy, Schulman, & Bramante, 2002)

Cada gerente tiene su propia personalidad, formación y capacidades, sin embargo para llevar a cabo el cumplimiento eficiente de sus funciones, debe poseer conocimientos en áreas fuera de las finanzas, para ser una asesor integro para la toma de las decisiones en la empresa.

Análisis descriptivo/interpretativo de los resultados de la encuesta pregunta 1 a 3.

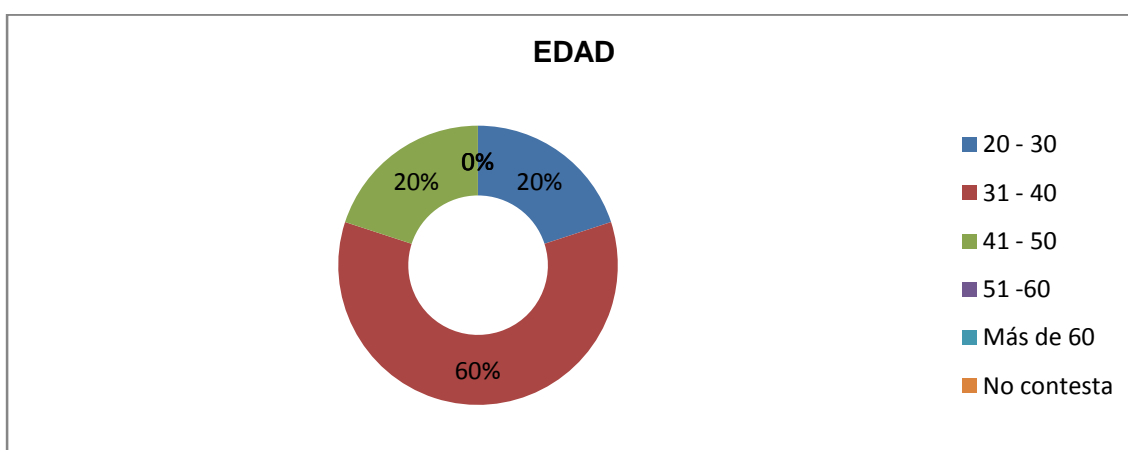


Ilustración 12. Edad

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

En el campo de “Fabricación de estructuras de metal marcos o armazones para construcción y partes de esas estructuras: torres, mástiles, armaduras, puentes, etcétera;” el 60% de los encuestados, que están a cargo de la gestión financiera,

oscilan entre las edad de 31 a 40 años. En el mercado la mayoría de empresas exigen para estos cargos profesionales con una experiencia mínima en el cargo de 3 años, y en ocasiones esta experiencia es exigida con títulos de cuarto nivel, como requisito básico, debido al perfil del cargo, anteriormente mencionado.

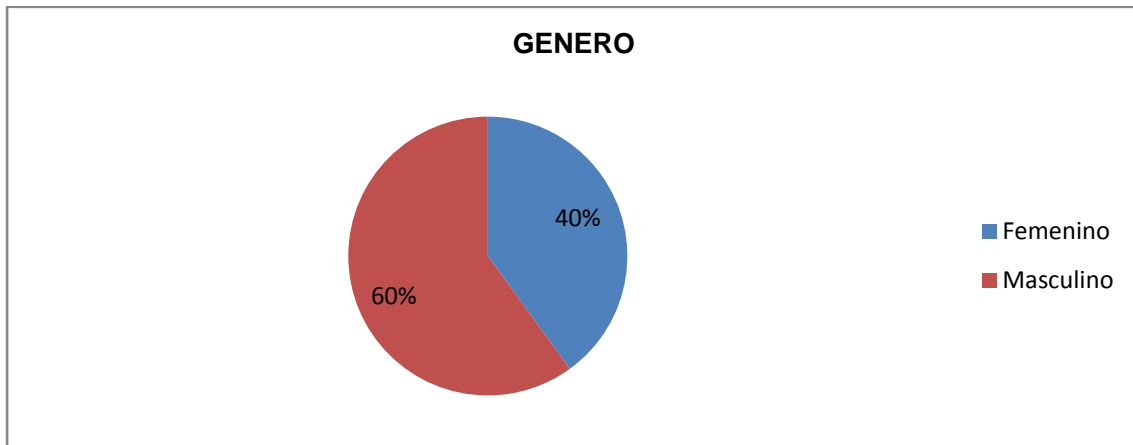


Ilustración 13. Género

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

En el sector objeto de este trabajo, no existe una preferencia de género para desempeñar el cargo de gestor financiero, aunque exista una pequeña predominancia del género masculino, con un 60%.

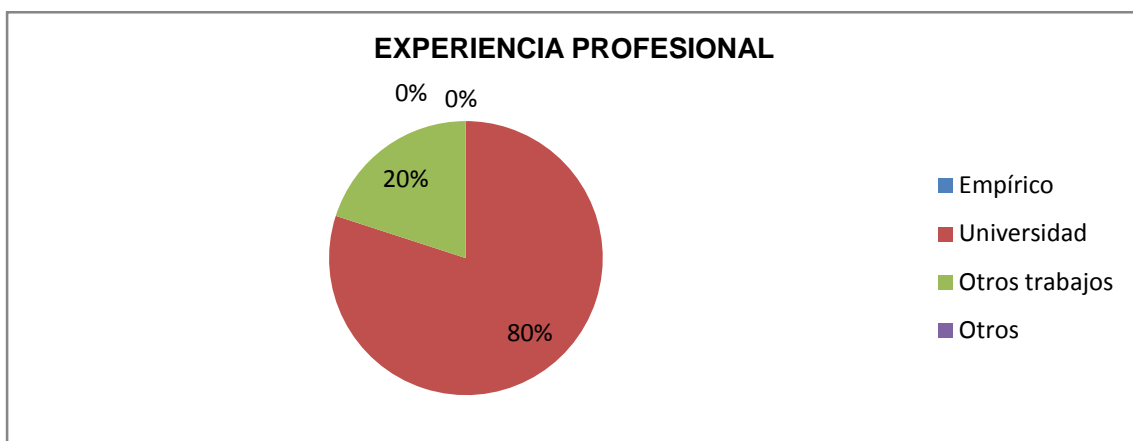


Ilustración 14. Experiencia profesional

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Esta relación indica que la experiencia profesional se debe en gran medida a la preparación universitaria, la cual amplía el campo de aplicación y la universalidad de

los conocimientos, por lo general las personas optan por estudiar una carrera de acuerdo al campo donde se pretende trabajar.

3.1.2 Formación empírica de los gestores financieros de las MESE.

La educación formal permite mejorar la capacidad de adquirir conocimiento a través de la experiencia laboral, es decir, enseña a aprender. Los procesos de aprendizaje fuera y dentro del lugar de trabajo dejan de ser independientes, ya que el primero influye sobre el segundo. Más educación formal permite mejorar la capacidad de aprendizaje por experiencia. (Ortín, 2004).

Hoy en día la preparación universitaria es un requisito imprescindible para ocupar cargos gerenciales en el mundo empresarial, como dice la anterior cita, esto conlleva a que los conocimientos adquiridos de la experiencia, estén basados en estudios que junto con la iniciativa y pro actividad de cada empleado, permitan resolver las diferentes circunstancias que se susciten a lo largo del trabajo.

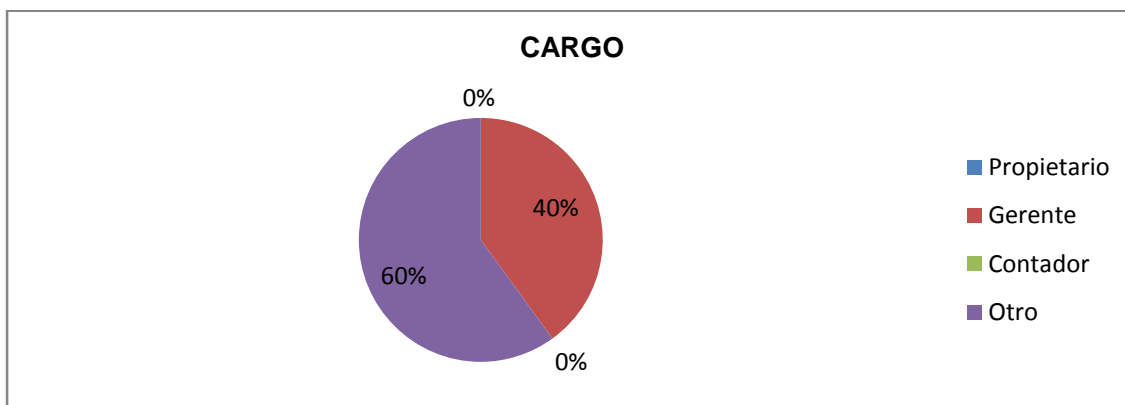


Ilustración 15. Cargo

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Asumiendo que el cargo "otro" corresponde al gerente financiero, y aunque predomina su rol con un 60%; cabe resaltar que en nuestro sector de estudio, aun la toma de decisiones financieras están a cargo del gerente, con un 40%. En muchas empresas por reducir costos operativos el cargo de gerente financiero es administrado por el gerente.

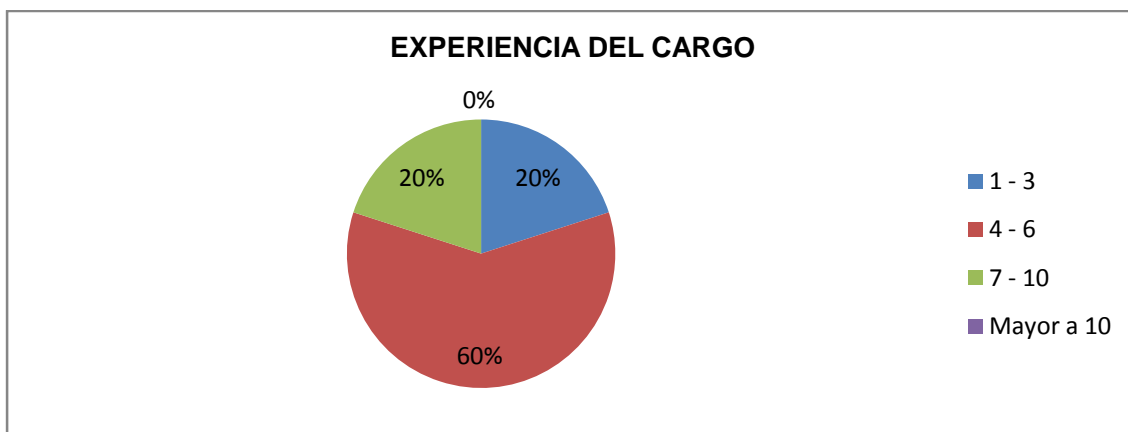


Ilustración 16. Experiencia en el cargo

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Debido a que las funciones que desempeñan, un gerente financiero o un gerente general, son de mucha responsabilidad. Las empresas optan por contratar personas que tengan experiencia en esos campos y si ya están dentro de la compañía procuran que dichos empleados les retribuyan cierta estabilidad en el cargo.

3.2 El financiamiento de las MESE

3.2.1 Las fuentes de financiamiento

En el presente subcapítulo se realiza un análisis descriptivo e interpretativo de las FUENTES DE FINANCIAMIENTO a los que recurren las MESE, según clasificación “C2511.01 Fabricación de estructura de metales, marcos o armazones para construcción, y partes de esas estructuras: torres, mástiles, armaduras, puentes, etcétera, marcos industriales de metal, marcos para altos hornos, equipos de elevación y manipulación, etc.”

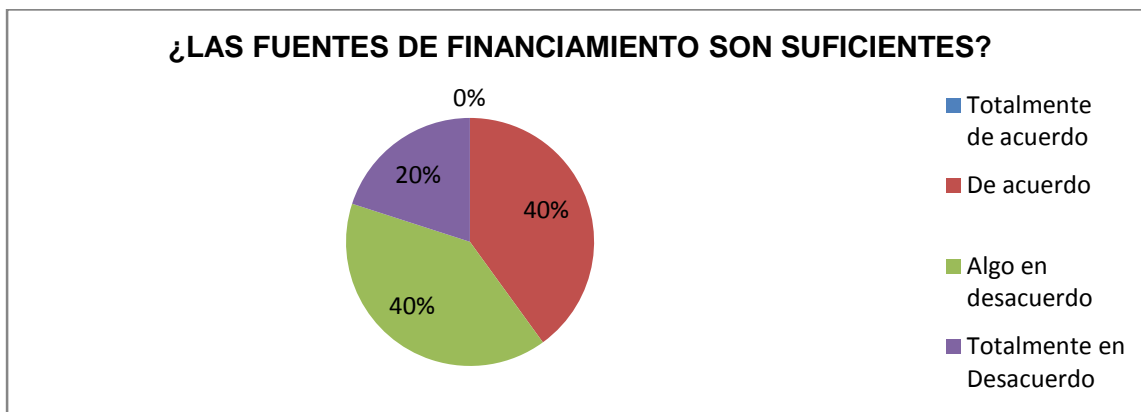


Ilustración 17. Fuentes de financiamiento

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

La opinión de los encuestados en cuanto a la suficiencia de las fuentes de financiamiento está dividida. El 40% de los encuestados está “algo” de acuerdo, mientras que para otro 40% no es suficiente, y para el 20% restante definitivamente las alternativas que existen no los benefician completamente.

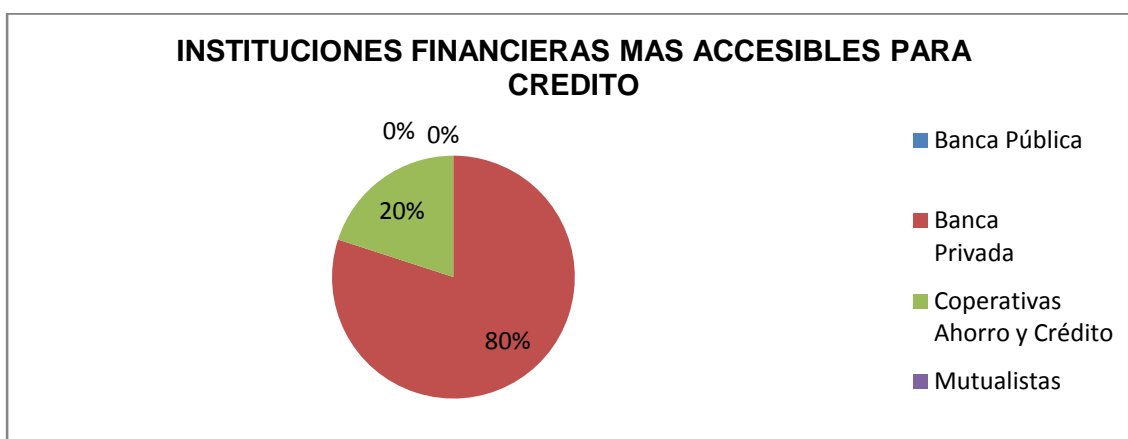


Ilustración 18. Mayor accesibilidad al crédito

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Para el 80% de las empresas encuestadas en nuestro sector de estudio, la banca privada es en donde existe más accesibilidad para obtener un crédito. La mayoría de compañías recurren a estas entidades, ya que históricamente han mantenido una relación comercial con éstas, lo cual permite que en el momento de hacer un estudio para otorgar un crédito, los bancos puedan analizar los diferentes parámetros de una manera más precisa y así hacer que el factor riesgo sea menor.

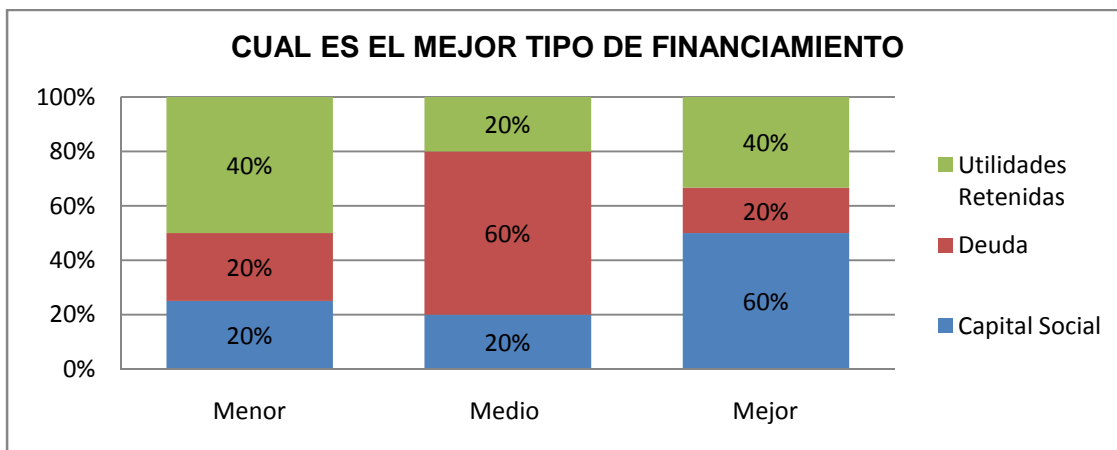


Ilustración 19. Cuál es el mejor financiamiento

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Para el 60% las empresas la mejor opción de financiamiento es el capital propio, seguido de la opción deuda, con un 60%, y como última opción, con un 40%, las empresas recurren a las utilidades retenidas. Esta última, no es la mejor alternativa, debido a que este rubro no implica un ingreso de dinero en bancos o caja, lo que hace es evitar el desembolso de dinero.

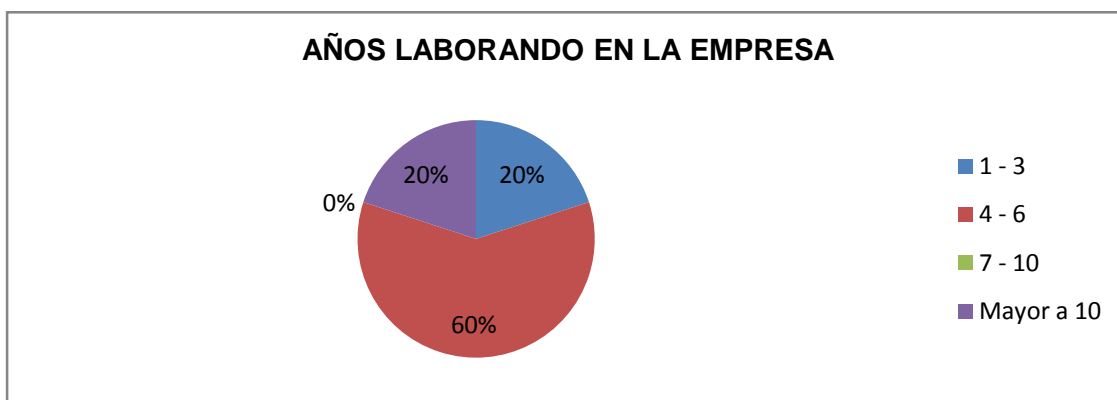


Ilustración 20. Tiempo de trabajo

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

El 100% de los encuestados labora en una misma empresa un tiempo máximo de 6 años; posiblemente debido a que cada vez existen más alternativas de trabajo.

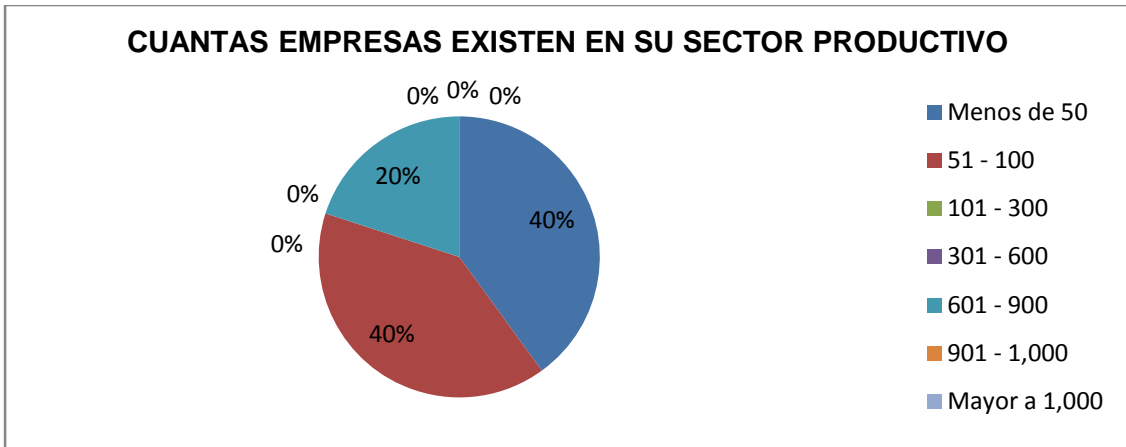


Ilustración 21. Conocimiento de la competencia

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

El gráfico refleja que para el 40% de los encuestados existen menos de 50 empresas en su sector, mientras que para otro 40% existen hasta 100% dedicadas a su misma función. Lo cual refleja que dichas empresas no conocen a ciencia cierta con el número de empresas que compiten en el mercado.

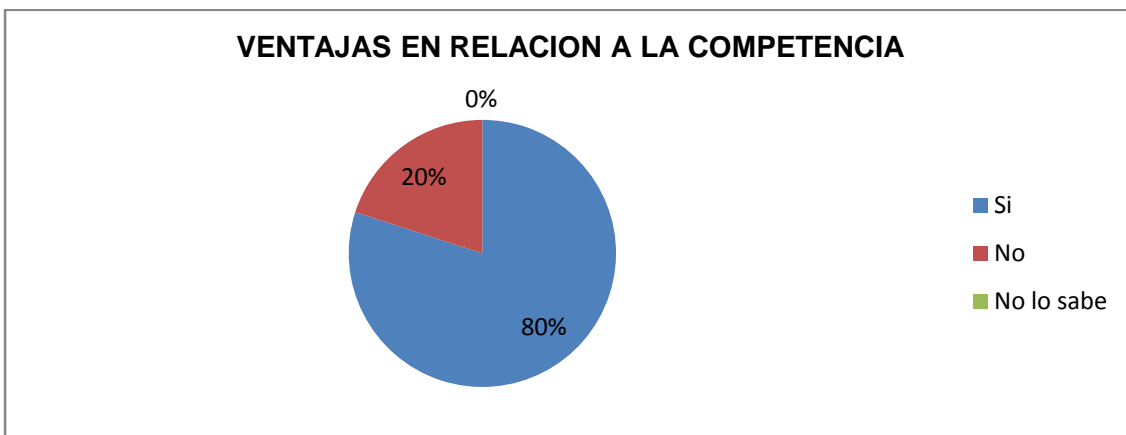


Ilustración 22. Ventajas en relación a la competencia

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Uno de los fines principales de la gran mayoría de las empresas es agregarle valor a su compañía; por lo tanto crean productos y servicios que les permitan destacarse frente a sus competidores.

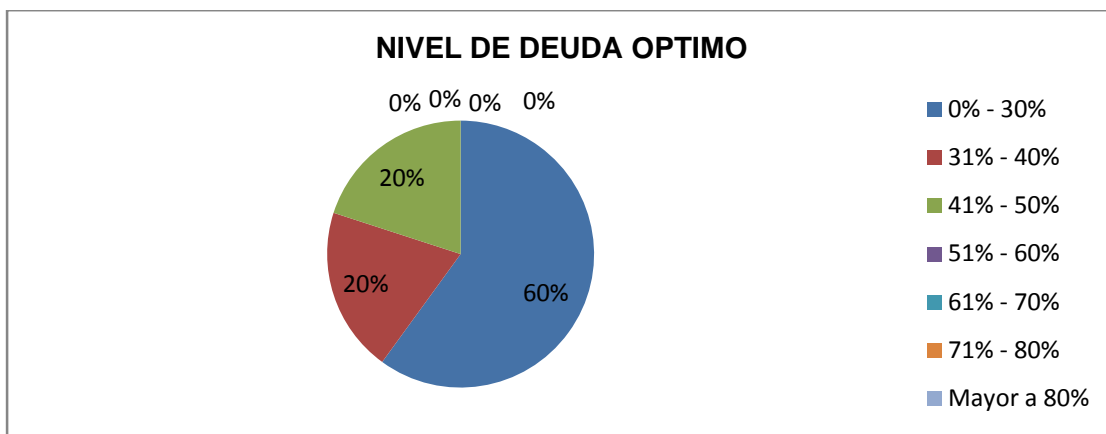


Ilustración 23. Nivel de deuda óptimo

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

El nivel de deuda óptimo varía de acuerdo a los estados financieros y a la situación económica de cada empresa. Para determinar este nivel hay que tener en cuenta que deberá existir un equilibrio entre los costos de la deuda adquirida y la rentabilidad que generará la misma. Para el 60% de los encuestados el nivel óptimo oscila entre el 61% y el 70%; sin embargo los expertos señalan que no debe ser mayor a 40%.

3.2.2 El uso del financiamiento

En el presente subcapítulo se realiza un análisis descriptivo e interpretativo de los USOS DE FINANCIAMIENTO a los que recurren las MESE, según clasificación “C2511.01 Fabricación de estructura de metales, marcos o armazones para construcción, y partes de esas estructuras: torres, mástiles, armaduras, puentes, etcétera, marcos industriales de metal, marcos para altos hornos, equipos de elevación y manipulación, etc.”

Así mismo se observa la conformidad o inconformidad de los gestores financieros a la hora de tramitar y acceder a un crédito en el sistema financiero, de acuerdo a las tasas de interés, requisitos y tiempo de adjudicación de éstos.

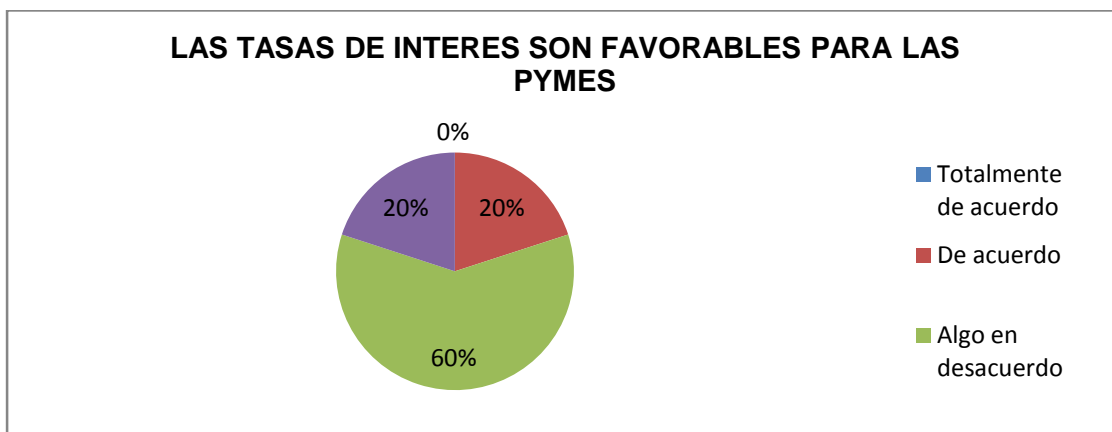


Ilustración 24. Regulaciones del BCE

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

El 60% de los empresarios están en desacuerdo con respecto a las tasas de interés reguladas por el BCE, según explican, los costos de financiamiento de un crédito son elevados y a corto o largo plazo afecta de manera considerable la rentabilidad del negocio.

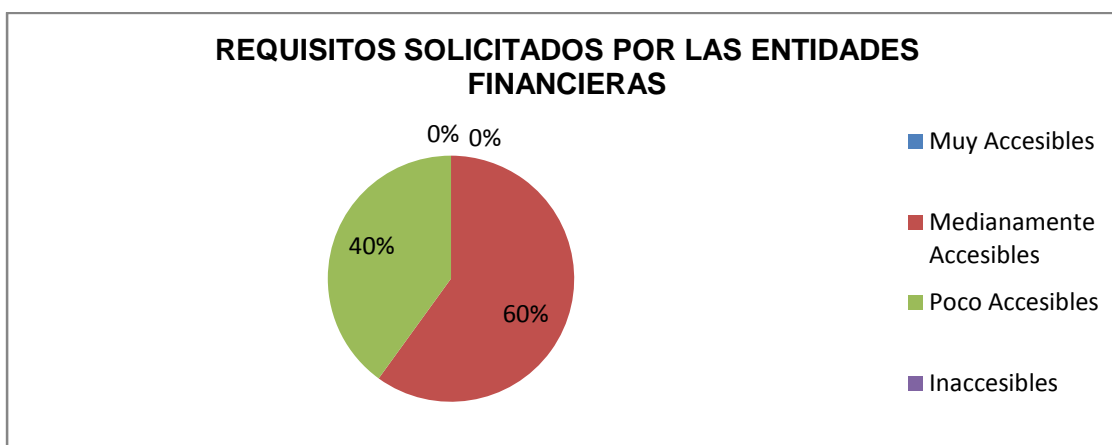


Ilustración 25. Requisitos

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Así mismo los requisitos solicitados son medianamente accesibles para el 60%, en ocasiones piden garantías poco proporcionales con el monto solicitado. En ciertas entidades para otorgar montos de 25.000 hasta 40.000 dólares, solicita un bien inmueble como garantía, indican algunos empresarios.

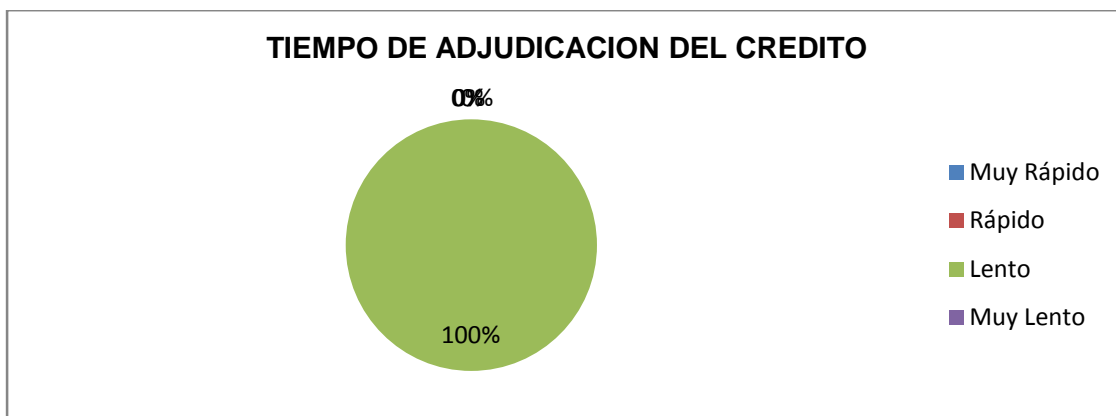


Ilustración 26. Tiempo de adjudicación del crédito

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Debido al comportamiento del sector, en la mayoría de ocasiones, se ejecutan negocios sobre la marcha, es por esto que deben solicitar créditos extraordinarios. Por este motivo para el 100% de las empresas, la lentitud con que se procesa todo el trámite del crédito entorpece enormemente el progreso de dichos negocios

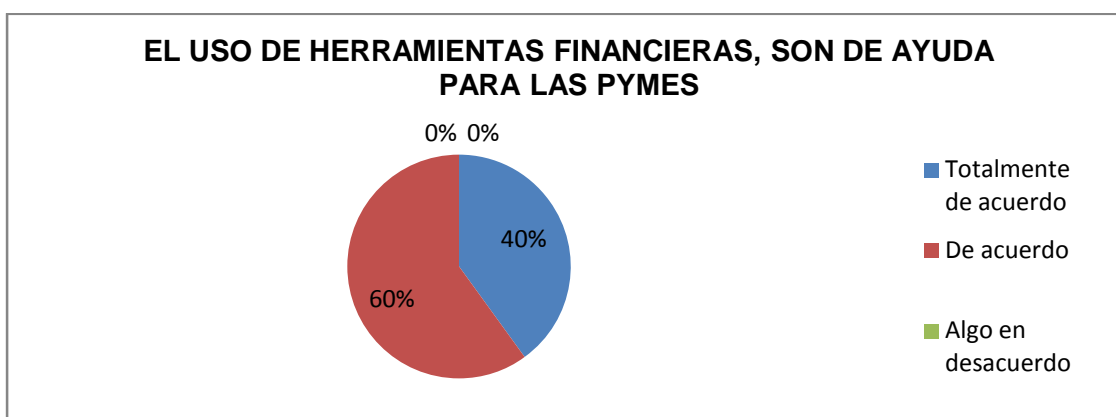


Ilustración 27. Herramienta financieras, ¿son de ayuda?

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Otro aspecto que se analiza en la encuesta es la apreciación de los empresarios frente al apoyo que encuentran en las herramientas y en la gestión financiera. El 60% está totalmente de acuerdo que es de gran ayuda utilizar herramientas financieras para la toma de decisiones y el 40% también está de acuerdo con su utilidad.

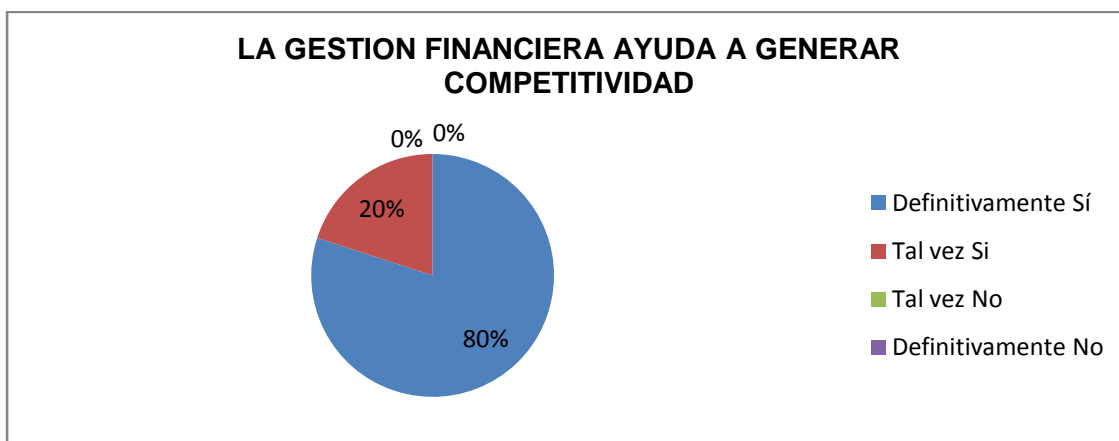


Ilustración 28. Gestión financiera, ¿es relevante?

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

La gestión financiera para el 80% de las empresas es clave para generar competitividad; ya que una gestión financiera eficaz significa tomar buenas decisiones orientadas a convertir los recursos de la empresa en generadores de valor.

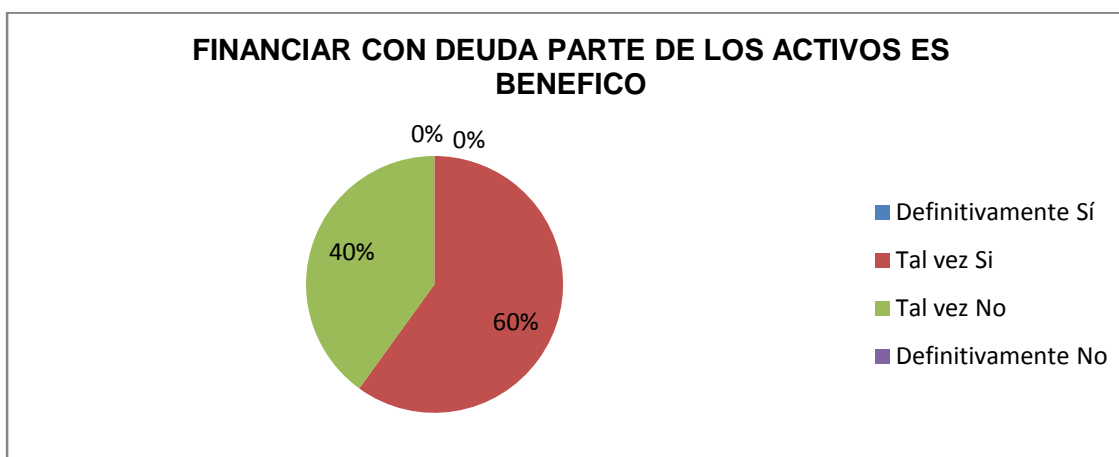


Ilustración 29. Financiamiento de activo con deuda

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

La percepción de los empresarios es dividida, para el 60% si es beneficioso financiar los activos, debido a que esto les permite hacer uso de los fondos disponibles de la empresa para destinos que requieren pagos de contado. Mientras que el 40% restante prefiere destinar sus recursos propios a este rubro.

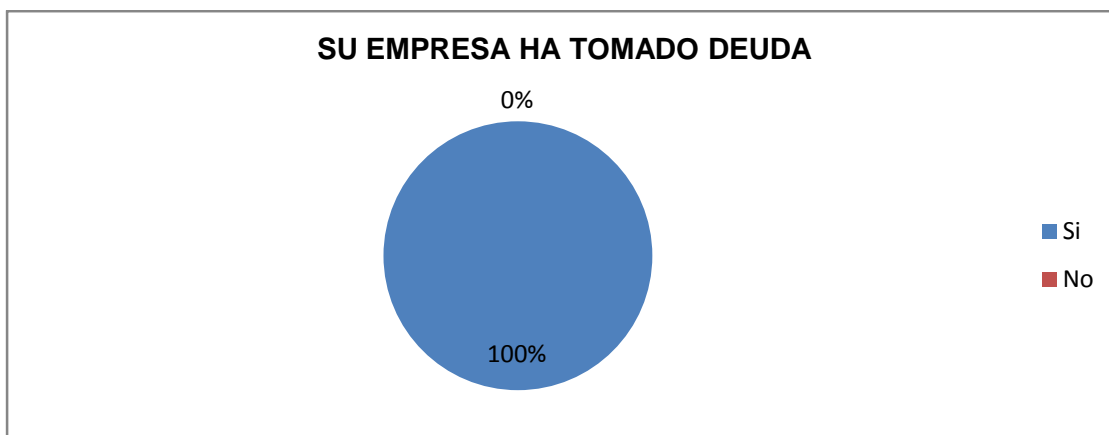


Ilustración 30. Ha tomado deuda

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

La totalidad de las empresas ha tomado deuda con el fin de financiar alguna actividad, que les permita continuar con el funcionamiento favorable de la empresa.

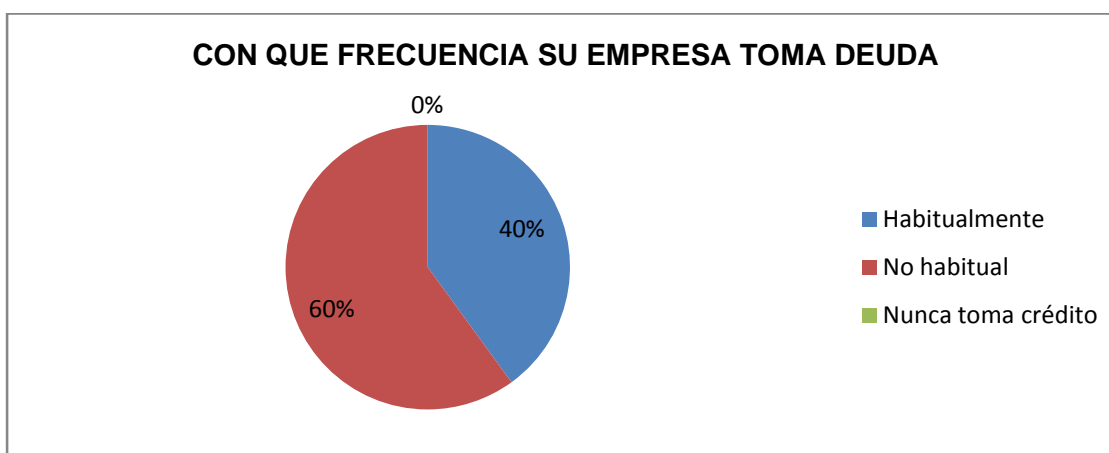


Ilustración 31. Frecuencia de apalancamiento financiero

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

El 60% de las empresas no toman deuda habitualmente, debido a que consideran que esta decisión debe ser una alternativa, más no una prioridad; esto una vez se descarte que se puede hacer uso de los recursos propios.

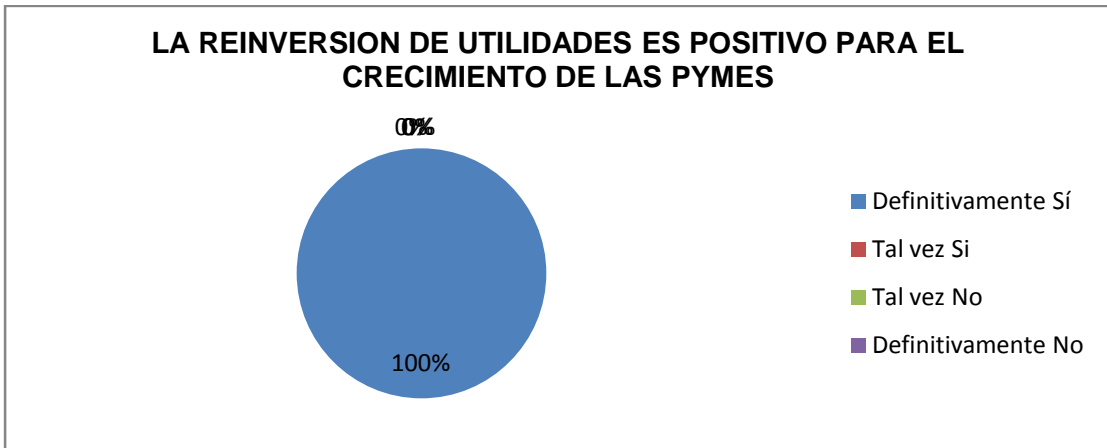


Ilustración 32. Reinversión de utilidades

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Para el 100% de las empresas encuestadas, la reinversión de utilidades es positiva para su crecimiento; ya que esta alternativa les permite disponer de un flujo de efectivo, sin necesidad de apalancamiento.

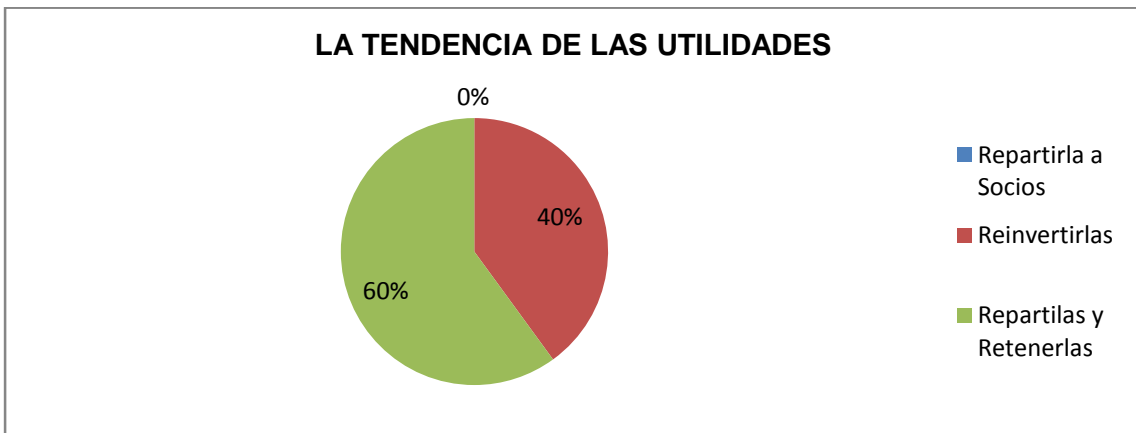


Ilustración 33. Tendencia con las utilidades

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

La tendencia de las compañías a la hora de distribuir las utilidades es la siguiente: El 40% opta por reinvertirlas en su totalidad; mientras que el 60% prefiere repartir un monto y reinvertir la diferencia, de esta manera aumentará el flujo de efectivo disponible para la empresa.

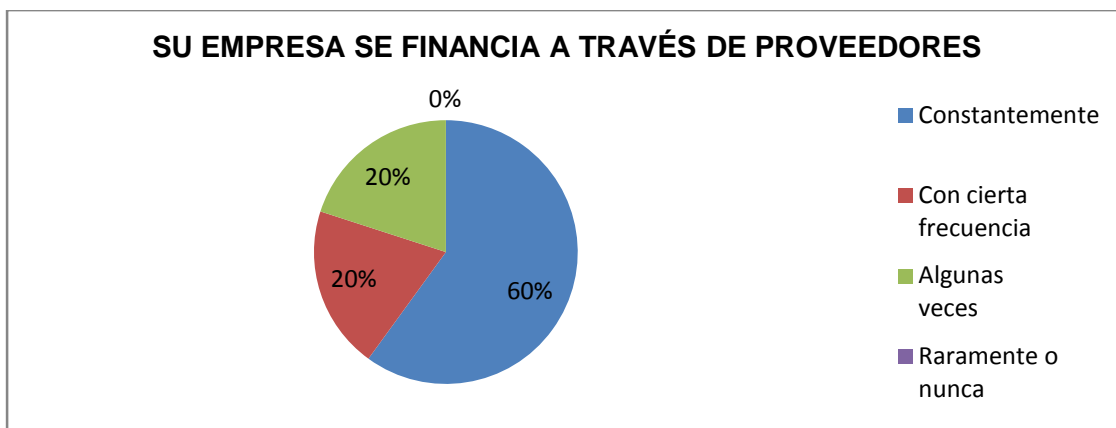


Ilustración 34. Endeudamiento con proveedores

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Otro uso de financiamiento que pueden tener las empresas, es el crédito otorgado por los proveedores, 60% recurre a este método constantemente y el 40% en ciertas ocasiones. Esto les permite disponer de un inventario final o de materia prima, sin necesidad de hacer un desembolso de dinero inicial, sino a través de un cronograma de pagos proyectado.

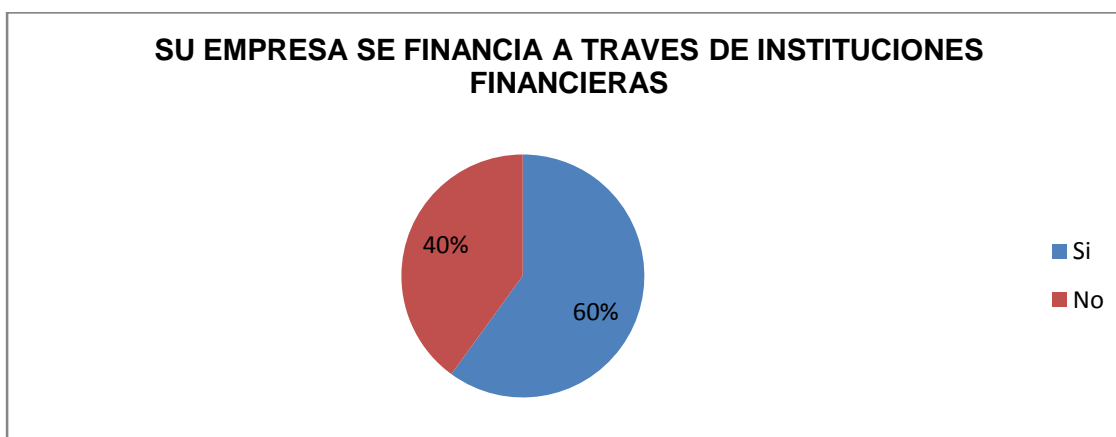


Ilustración 35. Financiamiento con bancos

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Para el 60% de las empresas de este sector, el financiamiento a través de instituciones financieras es la alternativa más común; debido a que pueden disponer de liquidez, no solo para financiar activos o determinado proyecto, sino también para pagar algunos pasivos pendientes.

3.3 La herramientas financieras que utilizan las MESE.

3.3.1 La utilidad de las herramientas financieras.

Las herramientas financieras son de suma importancia para las empresas, porque permiten organizar los estados financieros para llevar un mejor control de la información de la empresa y de esta manera tomar las mejores decisiones que maximicen el valor de la compañía.

Entre las herramientas más utilizadas, están:

- **Presupuestos:** Son planeaciones que se realizan para poder ver a futuro, las necesidades que tiene la empresa en cuanto a inversión de dinero, sea con fondos propios o externos.
- **Flujo de caja:** Permite estimar las necesidades de efectivo de la empresa, proyectando las entradas y salidas de dinero en cierto tiempo (diario, semanal, mensual, etc.) y así obtener los sobrantes o faltantes de efectivo.
- **Ratios financieros:** Son indicadores que permiten comparar dos partidas de los estados financieros.
- **Análisis vertical y horizontal:** El primero permite analizar cómo afecta cada cuenta de los estados financieros con respecto al total. Mientras que el segundo, hace comparaciones de una misma cuenta a través del tiempo.
- **Balances proforma:** Son balances proyectados, preparados con el fin de mostrar una propuesta financiera futura probable.
- **Control de inventarios:** Permite a la empresa mantener el control oportuno y conocer al final de un periodo como se ha manejado el inventario.
- **VAN (Valor Actual Neto):** Calcula el valor total generado por la empresa por encima de la inversión inicial realizada.
- **TIR (Tasa Interna de Retorno):** Es la tasa de descuento que hace que el valor actual de los flujos de beneficios sea igual a al valor actual de los flujos de inversión.

- **RC/B:** Toma los ingresos y egresos presentes netos, para determinar cuáles son los beneficios por cada dólar que se sacrifica en el proyecto.
- **Costo medio de capital:** Es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de fondos operativos.

3.3.2 Herramientas financieras utilizadas en la gestión financiera.

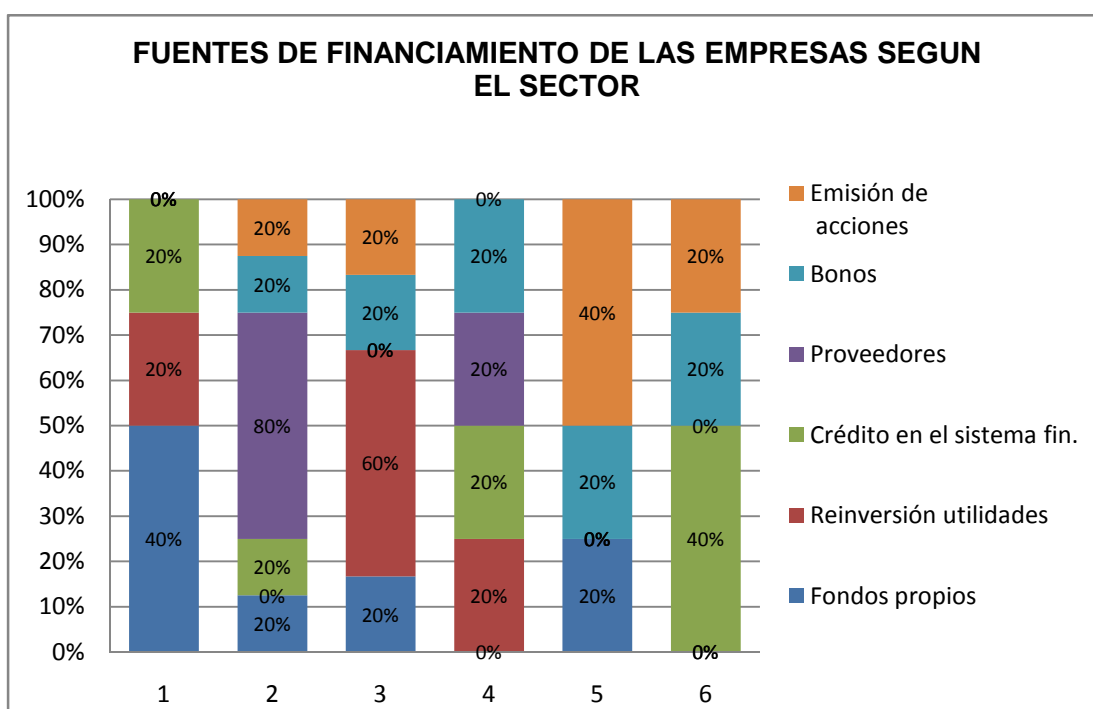


Ilustración 36. Fuentes de financiamiento

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Para las empresas del sector. En el momento en que deben recurrir a fuentes de financiamiento, no contempla entre sus 3 principales opciones, acceder a un crédito financiero, debido a las razones que se analizaron en los subcapítulos anteriores.

La primera alternativa son los fondos propios con un 40%, debido a la ausencia de costos adicionales por manejo de esos fondos. El crédito con proveedores, es la segunda opción en este gremio, con un 80%, permite a las empresas utilizar el flujo de efectivo, destinado a los pagos de costos fijos, en inversiones de carácter urgente. La reversión de utilidades es la tercera fuente más relevante con un 60%.

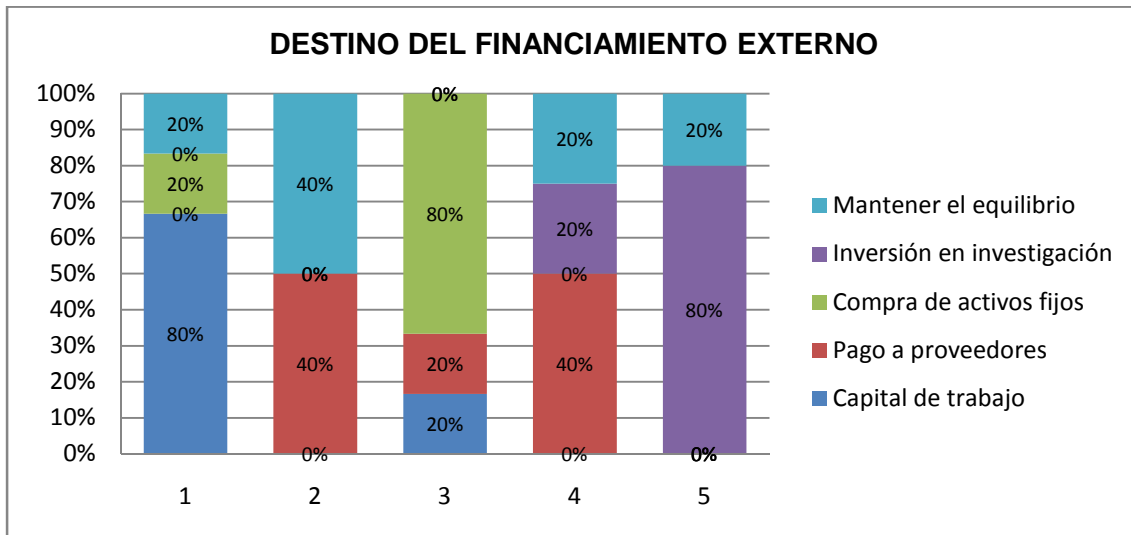


Ilustración 37. Destino de fondos de financiamiento

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Cuando las empresas obtienen financiamiento externo es debido a que los recursos propios no son suficientes; es por esto que dicho financiamiento se destina para las actividades más importantes de la empresa, por ello el 80% de las empresas del sector, tiene como primera alternativa, destinar estos fondos a capital de trabajo.

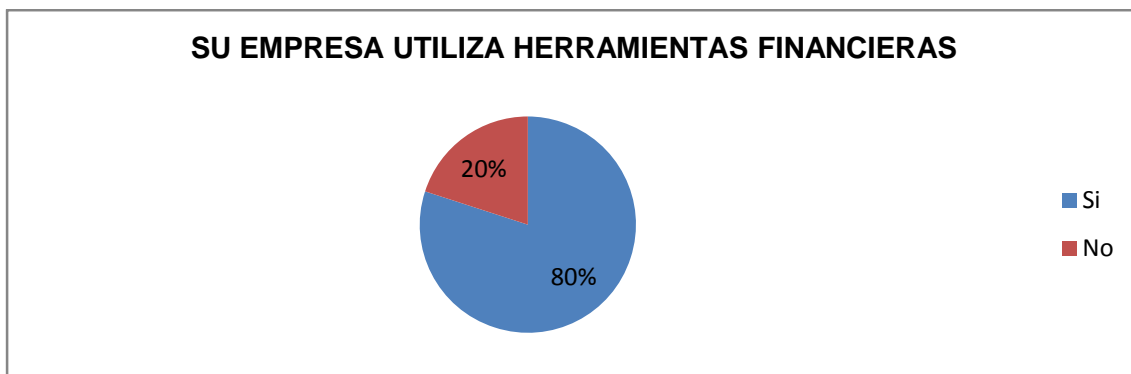


Ilustración 38. Uso de herramientas financieras

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

Las herramientas financieras sin duda alguna, permite a los empresarios conocer de una manera más precisa la marcha de la compañía y de esta manera poder tomar las decisiones que más benefician a la misma, para maximizar su valor a corto o largo plazo. Por ello el 80% de las empresas, las utilizan.

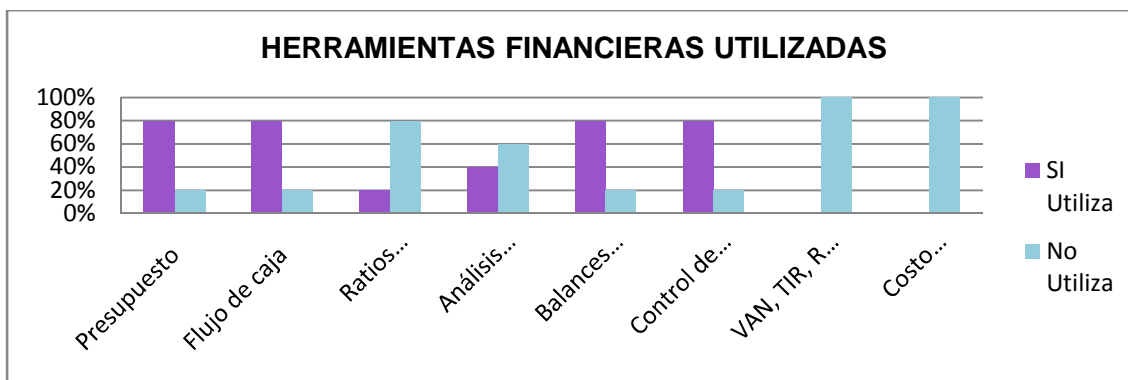


Ilustración 39. Tipos de herramientas financieras

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

En el gráfico se observa que no todos los gestores financieros recurren a las herramientas disponibles, sino a aquellas que más les facilitan el análisis y el manejo de la información. El 80% de las empresas manejan los presupuestos, el flujo de caja, los balances proforma y el control de inventarios. Sin embargo, entre más herramientas se utilice más conocimiento se tendrá del estado actual de la empresa, de que es lo que genera más valor en ella, como puede orientar mejor los recursos y cuáles son las alternativas para su uso óptimo.

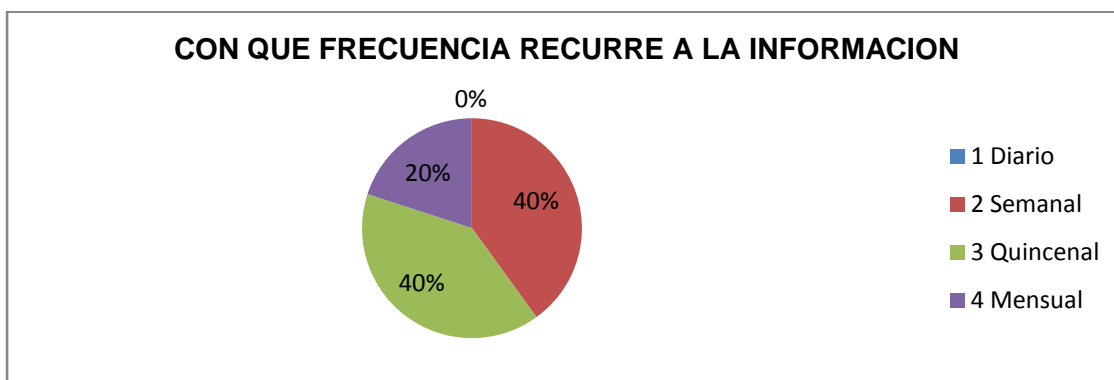


Ilustración 40. Información financiera

Fuente: Tabulación de encuestas, enero 2015

Elaborado por: La autora

La información, es la parte fundamental de toda empresa, ésta debe obtenerse de todas las áreas. Disponer de la información en el momento adecuado, permite analizar los datos de la realidad en la que se desenvuelve la compañía, tomar decisiones con una mayor certidumbre y solucionar los errores que se hayan suscitado. El 40% las empresas lo hacen de manera semanal, 40% quincenal y el 20% restante mensual.

CONCLUSIONES

A lo largo del presente trabajo de tesis se analizó la importancia y la contribución de las MESE en la economía ecuatoriana; cuáles son sus fortalezas y debilidades para crecer en el mercado nacional. Podemos enmarcar algunas conclusiones, de los retos más comunes que enfrentan estas compañías, para mantener una estructura de capital equilibrada:

1. Las empresas prefieren financiamiento interno, debido a la ausencia de costos por manejo del dinero en determinado tiempo. Sin embargo cuando los recursos internos no son suficientes, deben recurrir al financiamiento externo. No obstante en nuestro país las MESE enfrentan una problemática común en el mercado financiero y es la dificultad para tramitar y acceder a un crédito, lo cual se convierte en un gran limitante para aprovechar oportunidades comerciales que a futuro les permitirán crecer.
2. El 100% de las empresas encuestadas en el sector de “Fabricación de estructuras de metal marcos o armazones para construcción y partes de esas estructuras: torres, mástiles, armaduras, puentes, etcétera;” han utilizado capital ajeno para alguna actividad concreta a lo largo de su funcionamiento. Esto indica que el endeudamiento es una variable determinante para el crecimiento de una empresa.
3. La manera y la medida en que las empresas recurren a los indicadores y herramientas financieras, para analizar la información de la misma; es concluyente para su óptimo funcionamiento. La adecuada implementación y la correcta interpretación de estos factores, pueden mejorar considerablemente la actividad de la empresa y consecuentemente la maximización de sus operaciones generando una mayor rentabilidad.
4. De acuerdo al análisis del comportamiento de los administradores financieros, se concluye que la mayoría de ellos, no utilizan todas las herramientas financieras que existen para evaluar los estados financieros, y en consecuencia para tomar las decisiones más acertadas.
5. Las correlaciones realizadas reflejan que tanto el apalancamiento como la rentabilidad del negocio, están directamente relacionadas.

RECOMENDACIONES

Las recomendaciones que pueden hacerse a las MESE, de acuerdo a las conclusiones emitidas, son las siguientes:

1. La gran mayoría de las empresas encuestadas, indicaron que en actividades específicas, si no hubiesen incurrido en créditos y a su vez en su costos intrínsecos, como los intereses bancarios; no hubiesen mejorado su competitividad y en consecuencia su rentabilidad.
En muchas ocasiones, las dificultades que se presentan a la hora de tramitar un crédito, no solo depende de los requisitos solicitados por las instituciones financieras; sino también de la manera en que se presentan dichos requisitos, a la entidad. Por ello, se recomienda a las empresas, tener en regla todos y cada uno de sus documentos.
2. Ya que el endeudamiento, es una variable determinante para el crecimiento de las empresas. Es recomendable que éstas opten por pequeños créditos productivos, desde sus inicios; siempre bajo un completo análisis de cada uno de sus índices. De esta manera la empresa empieza a crear un historial crediticio, que a futuro le permitirá, si así lo requiere, acceder de manera más fácil a un crédito de mayor monto; ya que el sistema financiero, tendrá un panorama real del comportamiento de la empresa frente a sus acreedores.
3. Utilizar de manera más frecuente y constante las herramientas financieras, ya que estas permitirán a los gestores financieros mejorar los productos y servicios que ofrece la empresa a través de una mejor planeación, con el apoyo de la información que arrojan dichos instrumentos.
4. Se recomienda analizar los estados financieros con el apoyo de los índices, no solamente desde lo individual, sino de manera más amplia. Conocer el mercado en el cual se desenvuelven, la mayoría de las empresas encuestadas no conocían a ciencia cierta cuantas empresas dentro de su mismo sector operan en el país.
5. Es de suma importancia la interpretación que se le dé a cada indicador financiero, ya que se afectan entre sí, por ello debe existir una definición coherente e interrelacionada.

BIBLIOGRAFIA

Aguiar, I., Díaz, N., & García, Y. (2006). *Finanzas Corporativas en la Práctica*. Madrid: Delta Publicaciones.

Andrade, R. D. (2003). *Legislación Económica del Ecuador*. Quito: Abya-Yala.

Bodie, Z., & Merton, R. (2003). *Finanzas*. PEARSON Educación.

INEC. (s.f.). *INEC*. Recuperado el 14 de 04 de 2015, de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/directorio-de-emprendas-un-paso-mas-para-un-futuro-sin-censos/>

James C. Van Horne, & John M. Wachowicz, Jr. (2002). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Pearson .

Lawrence J., G., & Nuñez Ramos, E. (2007). *Principios de Administración Financiera*. Pearson.

Ortín, P. (18 de 05 de 2004). *El proceso de acumulación de capacidades directivas*. Recuperado el 01 de 05 de 2015, de Dialnet: http://dialnet.unirioja.es/buscar/documentos?query=Dismax.DOCUMENTAL_TODO=formacion+empirica

Pontificia Universidad Católica del Ecuador. (2011). Obtenido de <http://repositorio.puce.edu.ec/handle/22000/4546>

Read , C., Ross, J., Dunleavy, J., Schulman, D., & Bramante, J. (2002). *Director Financiero*. John Wiley & Sons, Ltd.

Revista Judicial. (25 de 07 de 2014). *Derecho Ecuador*. Recuperado el 2016, de <http://www.derechoecuador.com/articulos/detalle/archive/doctrinas/derechosocietario/2014/07/08/las-companias-extranjeras>

Superintendencia de Compañías. (s.f.). *Tablas de Indicadores*. Recuperado el 05 de 2015, http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/ss/20111028102451.pdf

ANEXOS

Encuesta