



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS

CARRERA DE ADMINISTRACION DE EMPRESAS

TEMA:

**Determinantes financieros para que las pymes en Ecuador tomen la
decisión de buscar financiamiento en el Mercado de Valores
Ecuatoriano (MVE)**

AUTOR:

Montalvan Pico, Jenniffer Karina

Trabajo de titulación previo a la obtención del título de

TUTOR:

Bravo Game, Luis Heliodoro

Guayaquil, Ecuador

27 de agosto del 2019



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS

ADMINISTRACION DE EMPRESAS

CERTIFICACIÓN

Certificamos que el presente trabajo de titulación, fue realizado en su totalidad por **Montalván Pico, Jenniffer Karina**, como requerimiento para la obtención del título de **Ingeniera Comercial**.

TUTOR (A)

f. _____

Bravo Game, Luis Heliodoro

DIRECTOR DE LA CARRERA

f. _____

Econ. Pico Versoza, Lucia Magdalena, Mgs.

Guayaquil, a los 26 del mes de agosto del año 2019



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS

ADMINISTRACION DE EMPRESAS

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

Yo, **Montalván Pico, Jenniffer Karina**

DECLARO QUE:

El Trabajo de Titulación, **Determinantes financieros para que las pymes en Ecuador tomen la decisión de buscar financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano (MVE)** previo a la obtención del título de **Ing. Comercial**, ha sido desarrollado respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan en el documento, cuyas fuentes se incorporan en las referencias o bibliografías. Consecuentemente este trabajo es de mi total autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance del Trabajo de Titulación referido.

Guayaquil, a los 26 del mes de agosto del año 2019

EL AUTOR (A)

f. _____

Montalván Pico, Jenniffer Karina



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS

ADMINISTRACION DE EMPRESAS

AUTORIZACIÓN

Yo, Montalván Pico, Jenniffer Karina

Autorizo a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil a la **publicación** en la biblioteca de la institución del Trabajo de Titulación, **Determinantes financieros para que las pymes en Ecuador tomen la decisión de buscar financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano (MVE)**, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, a los 26 del mes de agosto del año 2019

EL (LA) AUTOR(A):

f. _____

Montalván Pico, Jenniffer Karina

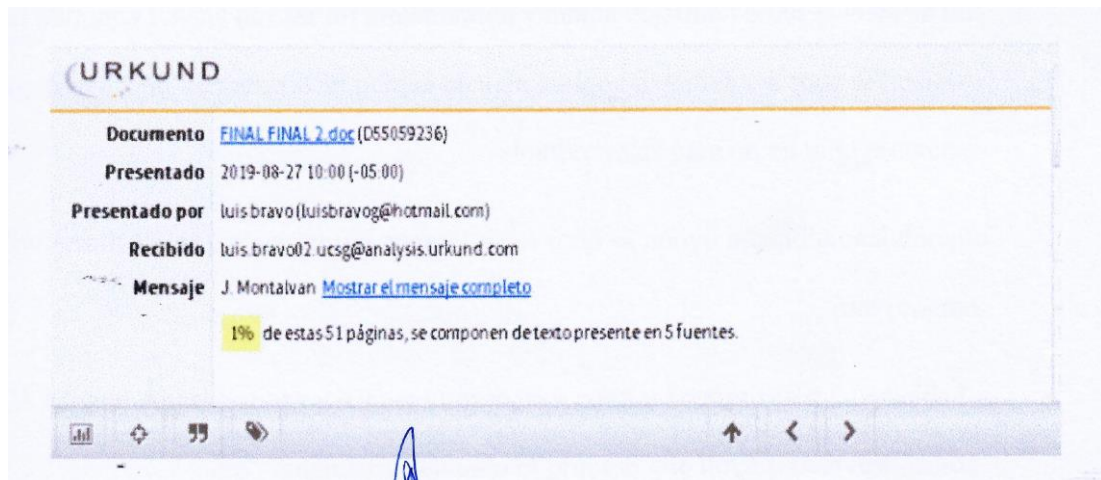


UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS

ADMINISTRACION DE EMPRESAS

REPROTE DE URKUND



TUTOR

f. _____

Bravo Game, Luis Heliodoro

AUTOR

f. _____

Montalván Pico, Jenniffer Karina

Guayaquil, a los 26 del mes de agosto del año 2019

AGRADECIMIENTO

A mis padres, porque sin ustedes nada de esto sería posible, gracias por preocuparse, cuidarme, ser mi apoyo y por todo el amor incondicional. Nunca poder terminarles de agradecer.

A mi hermana Ivanna por ser mi mejor amiga y nunca dejarme perder la vista en mis objetivos, y mi hermano Iván porque eres un amigo incondicional todo el tiempo y siempre estas para mí en todo momento.

A Guillermo Vélez por ser amigo, mentor y por todo su apoyo incondicional durante este proceso.

A Miguel Ángel Salinas y Klever Orozco, por confiar siempre en mi capacidad y entenderme en todo el proceso que llevo esta investigación.



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ADMINISTRACION DE EMPRESAS**

TRIBUNAL DE SUSTENTACIÓN

f. _____

Econ. Pico Versoza, Lucia Magdalena, Mgs.
DECANO O DIRECTOR DE CARRERA

f. _____

Ing. Murillo Delgado Erick Paul, Mgs.
COORDINADOR DEL ÁREA O DOCENTE DE LA CARRERA

f. _____

Vascones Martínez José María, Mgs.
OPONENTE

ÍNDICE

LISTA DE TABLAS	XII
LISTA DE GRAFICOS	XIII
Resumen.....	XIV
ABSTRAT	XV
INTRODUCCIÓN	2
Capítulo I.....	5
Planteamiento del problema.....	5
OBJETIVOS	6
Objetivo General	6
Objetivos Específicos.....	6
Justificación de la investigación	7
Capitulo II: Marco Conceptual- Teórico – Legal.....	8
Marco Conceptual	8
Las Pymes en el mundo.....	8
Pymes en Estados Unidos	8
Pymes en Japón.....	9
Pymes en la Unión Europea	10
Composición de las pymes en Latino América.....	11
Las pymes en Ecuador	12
Importancia de las pymes en ecuador	16

El Financiamiento de las Pymes en Ecuador (en números)	16
Acceso al Financiamiento y tipos de financiamiento.....	16
Crédito.....	19
Concepto de crédito bancario.....	19
Segmentación del crédito	19
Mercado de valores	24
Historia del Mercado de Valores en Ecuador	25
Estructura del mercado de valores	26
Regulación del mercado de valores.....	27
Entes Reguladores y Supervisores	28
Emisores.....	29
Inversionistas	32
Proveedores de infraestructura.....	32
La Bolsa de Valores	32
Función de la Bolsa.....	34
Deposito Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores	35
Casa de Valores.....	35
Calificadoras de Riesgo.....	37
Administradoras de fondos	37
Funcionamiento del Mercado de Capitales	38

Clasificación del Mercado de Valores	39
Según el orden de la transacción	40
Mercado primario.....	40
Mercado secundario	41
Según su organización.....	41
Mercado bursátil.....	42
Mercado extrabursátil.....	42
Mercado privado	42
Esquema de Funcionamiento	43
Títulos de renta fija	43
Títulos de renta variable.....	44
Marco Teórico.....	44
Estructura de capital.....	44
Teorías sobre la estructura de capital	46
Teoría del <i>Pecking Order</i> (POT).....	46
Teoría del <i>Trade Off</i> (TOT)	47
Teoría de Agencia	52
Riesgo Moral.....	53
Selección Adversa.....	54
Teoría de señales	56

Marco Legal	56
Marco jurídico Vigente	57
Oferta Pública de Valores	58
Oferta Pública de Adquisición	59
Catastro público del mercado de valores	59
Capitulo III.....	61
Metodología de la investigación	61
Alcance del proyecto y diseño de la investigación	61
Datos	63
Variable de estudio.....	64
Método cualitativo	66
Método cuantitativo	70
Capitulo III: Análisis de resultados.....	72
Estimaciones y resultados del enfoque cuantitativo.....	72
Estimación y resultados del enfoque cuantitativo	75
Acceso a la información.....	76
Desarrollo del mercado	78
Educación sobre el mercado bursátil.....	79
Gobierno Corporativo	81
Conclusiones	84

Recomendaciones.....	88
Bibliografía	90
Anexos	102
Anexo 1 <i>Encuestas aplicadas</i>	102

LISTA DE TABLAS

Tabla 1 <i>Calificación de las pymes en Estados Unidos</i>	9
Tabla 2 <i>Calificación de las pymes en la Unión Europea</i>	10
Tabla 3 <i>Calificación de las pymes en Latinoamérica</i>	11
Tabla 4 <i>Calificación de las pymes en Ecuador</i>	13
Tabla 5 <i>Número de compañías activas en el Ecuador durante el año 2018</i>	15
Tabla 6 <i>Número de emisores vigentes por sector en el mercado de valores bursátil</i>	30
Tabla 7 <i>Emisores vigentes por tamaño de empresa</i>	30
Tabla 8 <i>Variables utilizadas en el análisis de regresión</i>	65
Tabla 9. <i>Resultados de la regresión de efectos fijos</i>	72
Tabla 10 <i>Resultados de la regresión de efectos fijos rezagada</i>	72
Tabla 11 <i>¿Considera que el tener acceso a información es importante para que las empresas busquen financiamiento por medio del mercado de valores?</i>	76
Tabla 12 <i>Factores con respecto al acceso a información del MV</i>	77

Tabla 13 Correlación de Pearson	78
Tabla 14 <i>¿Considera que al desarrollo del mercado de valores en el país influye en el incremento de la participación de las Pymes en el mismo?</i>	78
Tabla 15 <i>Nivel de aceptación y su influencia del desarrollo del mercado de valores sobre la lista de atributos</i>	79
Tabla 16 <i>Nivel de aceptación con respecto a la relación de la educación sobre el mercado de valores con respecto a los atributos</i>	80
Tabla 17 <i>Correlación de Pearson para medir la relación entre las variables sobre la educación bursátil</i>	81
Tabla 18 <i>¿El gobierno corporativo tienen influencia en que las Pymes tomen la decisión de cotizar en el MV?</i>	82
Tabla 19 <i>Relación entre el Gobierno Corporativo y la lista de atributos</i>	82
Tabla 20 <i>Correlación entre las variables del Gobierno corporativo que influyen en la toma de decisiones</i>	83

LISTA DE GRAFICOS

Gráfico 1 <i>Estructura del mercado de capitales ecuatoriano</i>	27
Gráfico 2 . <i>Emisores por ciudades</i>	31
Gráfico 3. <i>Estructura del mercado de valores en Ecuador de acuerdo con la BVQ</i>	39
Gráfico 4 <i>Relevancia de la Educación bursátil</i>	79

Resumen

Las pymes en Ecuador, buscan financiamiento en los mercados intermediarios o también conocidos como mercados bancarios, olvidando que en el país también existe el mercado de valores el mismo que ofrece muchos beneficios por medio de una serie de instrumentos bursátil. Es por esto que el presente trabajo pretende identificar los determinantes financieros para que las pymes accedan al mercado de valores en Ecuador. El enfoque que se utilizó para realizar esta investigación es mixto, en la cual se desarrollaron los métodos cualitativos y cuantitativos con la misma población. El enfoque cualitativo se desarrolló basado en la revisión de la literatura y obteniendo la información financiera, se estudiaron cinco variables como son rentabilidad, tamaño, valor colateral de los activos, crecimiento y la protección fiscal a la deuda que se los considera determinantes dentro de la estructura de capital de las empresas que cotizan en el mercado de valores de Ecuador. Los resultados fueron variados al dar como resultado que algunas de las variables si eran relevantes mientras otras no. Con respecto al enfoque cuantitativo, este fue desarrollado por medio de una encuesta de opinión basada en la escala de Likert, y se esperaba medir cuatro factores; la información, el desarrollo, la educación bursátil y el gobierno corporativo tienen una relación directa con la toma de decisión para formar parte de este mercado, arrojando resultados esperados ya que se validó su significancia. Este trabajo abre un tema de discusión poco discutido en el país como lo es el mercado de valores y su relación con las pymes.

Palabras clave: *mercado de valores, estructura de capital, determinantes financieros, educación bursátil, gobierno corporativo, endeudamiento, financiamiento.*

ABSTRAT

SMEs in Ecuador, seek financing in intermediary markets or also known as banking markets, forgetting that in the country there is also the stock market that offers many benefits through a series of stock market instruments. That is why this work aims to identify the financial determinants for SMEs to access the stock market in Ecuador. The approach used to conduct this research is mixed, in which qualitative and quantitative methods were developed with the same population. The qualitative approach was developed based on the review of the literature and obtaining the financial information, five variables were studied such as profitability, size, collateral value of the assets, growth and the fiscal protection of the debt that are considered determinants within the Capital structure of companies that are listed on the Ecuador stock market. The results were varied, resulting in some of the variables being relevant while others were not. With respect to the quantitative approach, this was developed through an opinion poll based on the Liker scale, and four factors were expected to be measured; Information, development, stock education and corporate governance have a direct relationship with the decision-making process to be part of this market, yielding expected results since its significance has been validated. This work opens a topic of discussion little discussed in the country such as the stock market and its relationship with SMEs.

Keywords: *stock market, capital structure, financial determinants, stock education, corporate governance, indebtedness, financing.*

INTRODUCCIÓN

Las pequeñas y medianas empresas (Pymes) juegan un papel fundamental dentro de la economía de un país. De acuerdo con (Ganzáles Tirados & Medina Rojas , 2009) hasta hace un par de años se sostenía la idea que el crecimiento económico estaba impulsado por las grandes empresas y las inversiones que ellas realizaban. Por años este supuesto fue una gran limitante para que el mercado crezca y abra oportunidades a nuevos competidores. A pesar de esto, gracias al desarrollo tecnológico y la globalización las pymes lograron aumentar su presencia en los mercados internacionales, impulsadas por la creciente demanda de modelos de negocio enfocados en el conocimiento, innovación y el desarrollo tecnológico.

El mercado es cada vez más competitivo, lo que constantemente presiona a las pymes a realizar cambios dentro de sus estructuras financieras, societarias y organizativas. Para esto, las empresas se han visto en la necesidad de invertir en estructura, tecnología, capital humano e innovación, con el objetivo llegar a ser más competitivas, incrementando sus volúmenes de ventas y expansión. En Ecuador las pymes representan el 99% del aglomerado empresarial INEC (2018) por lo que se han implementado incentivos fiscales y económicos que les permiten su desarrollo (Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo, 2012).

El principal objetivo de una empresa ya sea pequeña, mediana o grandes al final del día es incrementar su valor(Fama & French, 2002). Para lograr generar valor, los beneficios siempre deben estar por encima de los costos financieros asumidos por las empresas. Es por esto, que la decisión de las fuentes de financiamiento para una organización, es una de las decisiones más importantes que

se deben tomar. Esta debe considerar las condiciones de la deuda, y especialmente las proporciones de la misma con respecto al capital que posee.

En el momento que una empresa busca financiamiento, por lo general recurre a fuentes externas, su decisión con respecto al endeudamiento tiene gran influencia de parte de las condiciones de mercado. En Latinoamérica al igual que en otros países emergentes los sistemas bancarios son la principal fuente de financiamiento, estos representan un gran problema ya que son ineficientes, sus tasas de interés son elevadas, costos operativos altos y la rentabilidad es baja debido al riesgo que asumen (Lovera, Paco y Palomino, 2017). Por otro lado, están los mercados de capitales, los cuales son muy pequeños en toda la región, ya que las empresas se inclinan más a la deuda, antes que a la emisión de acciones u otros instrumentos bursátiles que por lo general están compuestos por empresas grandes (García Herrero, Santillán Fraile, Gallego Herrero, Cuadro Sáez, & Egea, 2003).

Ecuador tiene una marcada tradición a utilizar el financiamiento con deuda bancaria, mientras que su mercado de valores es pequeño y se limita a unas cuantas empresas. De acuerdo con (Orlando, et al, 2015) entre los factores para que esto suceda se encuentra la presión de los accionistas para evitar interferencias en el control de la organización, la renuencia de las pymes a transparentar su información financiera y la poca disposición a regular su funcionamiento.

El presente trabajo se basará en una metodología con un enfoque mixto, ya que se utilizará el método cualitativo y cuantitativo con la misma muestra y ambos estudios se realizarán de forma simultánea. La investigación busca realizar un análisis de los factores; rentabilidad (ROE, ROA), tamaño, valor colateral de los activos, protección fiscal y crecimiento para determinar cuáles son los factores determinantes que los gerentes o propietarios de las pymes deben tomar en

consideración cuando se encuentran tomando la decisión de financiamiento. Este documento utiliza información basada en distintas fuentes, principalmente en los estados financieros reportados por las empresas que cotizan en bolsa y que se deben presentarlos a la Superintendencia de Compañías Mercados y Valores.

En el segundo capítulo se realiza un repaso de la literatura, en este se analizarán conceptos que tienen relación con respecto a los determinantes de endeudamiento y la estructura de capital de las empresas. Además, se investigará todo sobre los mercados financieros y el mercado de valores ecuatorianos, su función, desarrollo, limitaciones, procesos, que implican formar parte de este, basándose en la ley.

El tercer capítulo hablará sobre el desarrollo del marco metodológico, en este se escogerá la población y la base de datos que se utilizara junto con las variables que serán relevantes para el estudio. Se hará referencia a los modelos que se va a utilizar y las técnicas estadísticas.

En el cuarto capítulo presenta los modelos econométricos aplicados y se discuten los resultados obtenidos por medio del mismo, en el quinto capítulo, se concluirá con la propuesta, incluyendo recomendaciones a nivel político y administrativo que pueden desencadenar futuras líneas de investigación relacionadas al tema, las cuales resultaran de gran relevancia no solo en Ecuador sino en los países de la región.

Capítulo I

Planteamiento del problema

Las Pymes aportan aproximadamente el 25% del Producto Interno Bruto no petrolero y en los últimos 10 años han representado el 23.8% del total de los bienes exportados no petroleros del Ecuador. Con respecto a las plazas de trabajo estas representan, el 75% en el país, esto es, alrededor de 6 millones de personas en el país (Telégrafo, 2015).

A pesar de la importancia que tienen las Pymes en Ecuador, su desarrollo se ve restringido por la dificultad para acceder a fuentes de financiamiento (Lasio & Zambrano, 2016). Muchas de las Pymes solo toman en consideración buscar financiamiento dentro del sistema financiero, pero no están considerando que en cuanto al financiamiento que se puede obtener por medio del Mercado de Valores, este resulta más productivo que cualquier otra fuente de financiamiento. Debido a que se adapta a las necesidades de financiamiento e inversión de estas empresas y sus posibilidades de pago a tasas de interés que son mayores respecto de la tasa pasiva para los inversionistas y menores que la tasa activa para los emisores, a plazos más prolongados que las que ofrece el sistema financiero tradicional.

(Pérez- Manzo, Rivera, & Solís, 2015) aseguraron en su análisis del mercado de valores ecuatoriano como fuente de inversión para las Pymes, se encuentra poco desarrollado, debido a una marcada tradición al financiamiento con intermediarios financieros, es decir los pequeños y medianos empresarios son reacios a acudir al mercado de valores para financiarse. De acuerdo con datos de la Superintendencia de Compañías y Valores (2018) en Ecuador existían 61,861 empresas activas, de las cuales 15,413 son pequeñas y 4,712 son medianas. De estos valores se registra que

un total de 153 Pymes al momento se encuentran dentro del mercado de valores ecuatoriano (Superintendencia de Compañías y Valores, 2018). Estos datos dejan en evidencia que las Pymes en Ecuador no están buscando como opción para financiarse al Mercado de Valores.

De esta forma, podemos decir que el principal problema que tienen las pymes es la resistencia que tienen para poder ingresar al mercado de valores. Estos factores ya sean financieros o de otra índole hacen que las pequeñas y medianas empresas no consideren el mercado de valores como una opción de deuda (no tradicional).

OBJETIVOS

Objetivo General

Identificar los determinantes financieros de acceso al mercado de valores para las pymes en Ecuador.

Objetivos Específicos

1. Elaborar un marco teórico y marco referencial que sustente las teorías e información por medio de las cuales se analizara el estudio.
2. Desarrollar el marco metodológico para analizar el resultado de la aplicación, sistemática y lógica, de los conceptos y fundamentos.
3. Realizar el estudio de las variables de la estructura de capital y el análisis de la situación actual de las pymes que se encuentra en el mercado de valores, por medio de la aplicación de un estudio econométrico y de encuestas de opinión.
4. Determinar cuáles son los factores más relevantes al momento de tomar la decisión de ingresar al mercado de valores.

Justificación de la investigación

El mercado de valores representa una alternativa para que las empresas puedan tener liquidez, a pesar de esto en algunos países de la región estas ventajas no son aprovechadas. Ecuador se encuentra muy poco desarrollado en el sector bursátil, al compararlo con países latinoamericanos sigue quedándose por detrás de ellos. Existen diversos factores que causan el bajo desarrollo de este mercado, una causante fundamental es la falta de información tanto como para los inversionistas como para los emisores, generalmente la poca difusión de los beneficios que implica ingresar al mercado de valores y el temor a las regulaciones que implica el mercado bursátil. Es por esto por lo que la presente investigación busca obtener evidencia financiera sobre el acceso a este mercado para las pymes.

Es necesario investigar sobre este tema, porque muchas pymes por temor o falta de conocimiento están perdiendo la oportunidad de financiar sus operaciones mediante el Mercado de Valores, lo que los priva de la posibilidad de alcanzar mayores niveles de desempeño económico y financiero. Se debe considerar que, tanto el nivel de desarrollo del sector bancario y el desarrollo del mercado de valores son fundamentales para el desarrollo económico dentro de un país (Levine, Loayza, & Beck, 2000).

Finalmente, en el ámbito social se espera que este trabajo contribuya a la sociedad exponiendo información útil sobre los beneficios económicos y financieros que pueden tener las pymes al encontrarse en el Mercado de Valores en el Ecuador. Además, de los resultados obtenidos se espera que sirva a aquellas pymes que tienen intención de entrar en el mercado bursátil como una alternativa de financiamiento no tradicional.

Capítulo II: Marco Conceptual- Teórico – Legal

Marco Conceptual

Las Pymes en el mundo

Las pymes alrededor del mundo juegan un papel importante dentro del desarrollo de un país ya que son las mayores generadoras de empleo, innovación y crecimiento siendo participes fundamentales de la economía. Además de su participación en la economía, también cumplen un rol importante dentro del sector empresarial al formar parte de la cadena de valor, permitiendo la diversificación de la oferta y siendo un detonante de la economía. Su capacidad generadora de empleos y creación de riqueza son indicadores que han demostrado su importancia dentro del desarrollo de un país (Cardozo, Velásquez, & Rodríguez, 2012). En el mundo las pymes representan alrededor del 90% de las empresas (OCDE, s. f.) lo que indica que su desarrollo y crecimiento es crucial.

Pymes en Estados Unidos

En los Estados Unidos el 99% de las empresas son pymes. Las cuales generan aproximadamente el 75% de los nuevos empleos cada año lo que representa el 50,1% de la fuerza laboral privada (Valdés Días de Villegas & Sánchez Soto, 2012). Según la data del último censo, producen el 46% del PIB privado, lo cual las hace participes activas de la economía de este país («Small- and Medium-Sized Enterprises (SMEs)», s. f.). Con respecto a su clasificación se consideran dos puntos importantes como criterios para su definición y clasificación; límites de capital comercial y número de trabajadores.

Tabla 1 *Calificación de las pymes en Estados Unidos*

Clasificación de las empresas	Límites de Capital Comercial	Personal ocupado
Microempresa	5 a 6 millones	Menor a 100
Pequeña empresa	Cifra de participación	100
Mediana empresa	Mayor a 100 menor a 250

Adaptado de: US Small Business Administration

Pymes en Japón

Con respecto a otra economía desarrollada, tenemos el ejemplo de Japón que tomo impulso después que Estados Unidos sufriera un declive en sus sectores productivos y a raíz de la finalización de la Segunda Guerra Mundial. Después de estos dos grandes acontecimientos las pymes se establecieron como una parte importante del sector industrial, en la generación de empleos y la producción dentro de Japón, por estas razones el gobierno implemento leyes regulatorias como parte de su sistema proteccionista para con este sector (Bala Subrahmanya, 2005).

La mayoría de las grandes empresas japoneses impulsadas por el gobierno decidieron utilizar la terciarización como estrategia de integración alrededor de las grandes empresas (Muñoz & Mayor, 2015). Lo que se buscaba era fomentar el crecimiento de las pymes por medio del Plan de Desarrollo lo que implicó un cambio en la organización, una mejora en la productividad y la implementación de tecnología (Valdés Días de Villegas & Sánchez Soto, 2012). Es así como las pymes en Japón tomaron mayor participación dentro del desarrollo económico del país y hoy en día trabajan de la mano con las grandes empresas que aprovechan el apoyo gubernamental que tienen y su gran desarrollo y capacidad productiva.

Japón tiene un promedio de 9.1 millones de pequeñas y medianas empresas que generando 67.2 millones de empleos («Ministry of Finance, Japon», 2011). La clasificación de las empresas básicamente está dividida en el número de personas que tienen contratadas y el capital invertido, esta segmentación se encuentra regulada por la (Ley Básica de Pequeñas y Medianas Empresas, 1999), su clasificación está tipificada en el artículo 5 de la misma ley, en la que se menciona que las pequeñas empresas no deben tener más de 20 empleados con un capital no mayor de 3 millones mientras que las medianas se establece que tienen hasta 300 trabajadores (Bala Subrahmanya, 2009).

Pymes en la Unión Europea

En la Unión Europea conformada por sus 28 países (España, Alemania, Francia, Portugal, entre otras) declaran que de forma general las pymes juegan un rol importante dentro de la competitividad y la dinámica de su economía. Estas empresas representan en promedio el 99% del PIB de la región (Muñoz & Mayor, 2015). La definición de pymes de la Unión Europea se encuentra definida en el Reglamento (UE) N°651/2014 de la Comisión, (2014) en el cual se establece en el anexo 1, artículo 2, apartado 1. Dentro de la clasificación se considera el número de personas contratadas, el volumen de negocio y balance general anual.

Tabla 2 *Calificación de las pymes en la Unión Europea*

Clasificación de las empresas	Volúmenes de negocio	Balance General	Personal ocupado
Microempresa	Menor o igual a 2 millones EUR	Menor o igual a 2 millones EUR	Menos de 10
Pequeña empresa	Menor o igual a 10 millones EUR	Menor o igual a 10 millones EUR	Menos de 50
Mediana empresa	Menor o igual a 50 millones EUR	Menor o igual a 43 millones EUR	Menos de 250

Adaptado de: (Reglamento Unión Europea N°651 2014, 2014)

Composición de las pymes en Latino América

Para determinar las pymes no existe realmente un consenso o una ley a nivel mundial o regional que determine los parámetros de calificación. La estandarización de la definición de las pymes en la región de Latino América y así como en el mundo depende mucho del desarrollo económico. La gran mayoría basa la definición en varios criterios: número de trabajadores, volumen de ventas, activos, tecnología y situación jurídica (Cardozo et al., 2012).

De acuerdo con (Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), 2017) la mayoría de los países de Latinoamérica pueden establecer como pymes a las unidades productivas, de naturaleza natural o jurídica que se segregan por medio de dos clasificaciones fundamentales: número de trabajadores y facturación anual. Esto nos permite parametrizar los criterios y establecer una definición genérica de la región. Por lo que se define de la siguiente forma:

Tabla 3 *Calificación de las pymes en Latinoamérica*

Clasificación de las empresas	Número de Trabajadores	Facturación Anual (en dólares)
Microempresa	1 a 10	100.000,00
Pequeña empresa	10 a 50	100.001,00- 1.000.000,00
Mediana empresa	50 a 200	1.000.001,00 – 5.000.000,00

Adaptado de: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores

Dentro de la región el 99.5 % de las empresas son Pymes (Biasca, Andriani, & Rodríguez, 2004). Por esta razón su presencia dentro de la economía resulta importante para la generación de empleos ya que representa casi el 50% de la región,

pero esto no ha significado que tengan una mejor participación con respecto a su contribución al PIB (Van Hoof & Gómez, 2015). Lo mismo que se ve reflejado en su oferta que no genera valor agregado ya sea por; baja productividad, poca especialización o su resistencia a la implementación de nuevas tecnologías. La productividad latinoamericana después de la caída que sufrió en los años ochenta y noventa logro recuperarse y así reducir la brecha a 21% y 26% en los últimos años (Dini, Stumpo, & Unión Eueopea).

En América Latina las pequeñas empresas han presentado una tendencia en especializarse en actividades de baja productividad al contrario de las grandes empresas que tienen una participación elevada en marcados sectores productivos a nivel mundial como lo son; minería, electricidad, gas y agua e intermediación financiera. En el caso de Latinoamérica en comparación con el promedio de la economía, la productividad es nueve veces en la minería, cuatro veces con respecto al sector de electricidad, gas y agua y dos veces en el sector de intermediación financiera (Stiglitz et al., 2017). A pesar de su gran participación en la economía y su numerosa presencia, las pymes en la región se enfocan en sectores menos productivos y muy pequeños lo que las limita en su crecimiento. Por esta razón es un extracto que aún se encuentra abandonado a comparación de las grandes empresas que por su peso productivo tienen facilidades y regulaciones que las benefician (Van Hoof & Gómez, 2015)

Las pymes en Ecuador

El termino Pymes nace en el período de los años 1950, Ecuador en esa época se destacaba en la producción de tejidos, madera y alimentos lo que creaba nuevas plazas de trabajo y reducía la pobreza. A pesar de esto, los diversos sectores con mayor productividad se vieron afectados por circunstancias que detuvieron su

progreso, alguna de estos factores fueron; insuficientes métodos de soporte, fallo de las normas legales que apoyaran al crecimiento o creación de las instituciones empresariales (Carranco Gudiño, 2017). No obstante, las pymes lograron despuntar y tomar participación dentro del mercado ecuatoriano como en la mayoría de Latinoamérica sucedió.

En vista que las Pymes ya tienen algún tiempo generando riquezas al país y contribuyendo a su PIB se ha tenido que implementar una definición y sus respectivos parámetros de clasificación. Dentro de esta calificación encontramos que estas empresas son todas aquellas empresas que tienen entre 1 a 10 trabajadores y ventas alrededor de cien mil dólares. (Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), 2017) definió a las pequeñas empresas como aquellos sectores que son de carácter jurídico o natural que están conformadas por el rango de 10 a 50 trabajadores y ventas anuales alrededor de cien mil unos y un millón de dólares de los Estado Unidos de América. Por otro lado, las medianas empresas están conformadas por un rango de 50 a 200 trabajadores y ventas anuales que pueden ir de un millón uno a cinco millones de dólares USA.

Tabla 4 *Calificación de las pymes en Ecuador*

Clasificación de las empresas	Volúmenes de ventas anuales en dólares	Personal ocupado
Microempresa	Menor o igual a 100.000	1 a 9
Pequeña empresa	De 100.001 a 1'000.000	10 a 49
Mediana empresa	De 1'000.001 a 5'000.000	50 a 199

Adaptado de: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores

De acuerdo con los organismos de control del país y las leyes establecidas se han definido clasificaciones para las micro, pequeñas y medianas empresas. Según el

artículo 54 en el (*Código Orgánico de la Producción Comercio e Inversiones (COPCI)*, 2010) se estipula:

La Micro, Pequeña y Mediana empresa es toda persona natural o jurídica que, como una unidad productiva, ejerce una actividad de producción, comercio y/o servicios, y que cumple con el número de trabajadores y valor bruto de las ventas anuales, señalados para cada categoría, de conformidad con los rangos que se establecerán en el reglamento de este Código.

La clasificación por número de trabajadores y ventas de las pymes se encuentra detallada dentro en el artículo 106 (Reglamento a la Estructura de Desarrollo Productivo de Inversión, 2011; Superintendencia de Bancos, 2019)

Pequeña empresa: Es aquella unidad de producción que tiene de 10 a 49 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre cien mil uno (US \$ 100.001,00) y un millón (US \$ 1000.000,00) de dólares de los Estados Unidos de América; y, Mediana empresa: Es aquella unidad de producción que tiene de 50 a 199 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre un millón uno (USD 1.000.001,00) y cinco millones (USD 5000.000,00) de dólares de los Estados Unidos de América.

. En el Ecuador las pymes se han desarrollado en distintas actividades económicas de las cuales las siguientes son las más relevantes por su participación en las mismas de acuerdo con ; (a) comercio al por mayor y menor, (b) agricultura, silvicultura y pesca, (c) industrias manufactureras, (d) construcción, (e) transporte, almacenamiento y comunicaciones, (f) bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas y (g) servicios comunales, sociales y personales.

De acuerdo con (INEC, 2017) cerca de 99 de cada 100 empresas se encuentran categorizadas como pymes. Estos datos reflejan la importancia de la micro, pequeñas y medianas empresas en el sistema productivo nacional. En Ecuador el ranking de las pymes con respecto a las empresas que han entregado sus estados financieros al 2018, por sector se dividen de la siguiente forma: agricultura (1,950 empresas) 46%, manufactura (2,345 empresas) 47%, construcción (337 empresas) 66%, comercio (6.976 empresas) 48% e inmobiliaria (524 empresas) 74% (Superintendencia de Compañías, valores y seguros, 2019).

De acuerdo con datos recopilados de la página de la (Superintendencia de Compañías, valores y seguros, 2019) en Ecuador existen en total 62.503 empresas que reportaron sus balances hasta el 30 de mayo del 2019. El total de pymes es de 24.756, de las cuales 18.255 (29.2%) son pequeñas y 6.501 (10.4%) son medianas. Las ciudades en las que estos grupos de empresas están más concentradas son; Pichincha con 7.588 (29%) y Guayaquil con 7.735 (30%) del total de Pymes en el país.

Tabla 5 *Número de compañías activas en el Ecuador durante el año 2018*

	Número de empresas	Porcentaje
Microempresa	32.274	52.80%
Pequeña	19.212	31.50%
Mediana	6.709	11%
Grande	2.874	4.70%
Total	61.069	100%

Adaptado de: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Importancia de las pymes en Ecuador

Como se ha mencionado anteriormente el conglomerado empresarial está compuesto por una gran mayoría de pymes, por esta razón cumplen un papel fundamental con respecto a la generación de empleos dentro de Ecuador al igual que en la región. De acuerdo al (INEC, 2017) las pymes aportan de forma grupal el 36.67% con respecto a la creación de empleos en el país, estas se encuentran distribuidas de la siguiente forma: mediana empresa con 17.43%, pequeña empresa 19.24%, microempresas 24.51% y grandes empresas 38.83%. Esto muestra las pymes son importantes para Ecuador porque generan empleo lo cual ayuda al crecimiento económico de todo el país.

El Financiamiento de las Pymes en Ecuador (en números)

La (Superintendencia de Bancos, 2019) en su portal afirmó que las empresas en el Ecuador a durante el 2018 recibieron USD\$ 27.461.407.946,65, lo que representa el 88% del volumen total de créditos y contingentes (crédito prioritario empresarial, vivienda de interés público, inmobiliario, etc.) concedidos por el Sistema Financiero Nacional ya sean público y privado a nivel país. De este valor, USD \$3.016.969.886,77 (10% del volumen crediticio del país) son los créditos concedidos netamente a las pymes. Cabe recalcar que las instituciones financieras privadas (bancos, sociedades financieras, mutualistas) adjudicaron créditos, contingentes a las pymes por USD\$ 2.859.831.108,50. Estos créditos a pymes se concentraron en operaciones realizadas por 19 de bancos privados. En efecto, las instituciones financieras públicas otorgaron a las pymes USD\$ 157.138.778,27 en créditos, contingentes. Los datos nos indican que el financiamiento del sistema

financiero privado para las pymes es mayor, ya que representan el 95% a diferencia del 5% que entregan las instituciones financieras públicas.

Acceso al Financiamiento y tipos de financiamiento

En América latina y el mundo no es un secreto que el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas es un tema que aun genera desconfianza a la banca. Es por esta razón que el acceso de estas empresas a créditos financieros es menor que el de las grandes empresas. La limitada participación por parte de las empresas de menor tamaño al acceder al sistema crediticio del sector privado tiene varias explicaciones, pero una de las principales es la obstaculización del flujo de información a la que los bancos tienen acceso por lo que la banca asume un gran riesgo. (Ferraro, 2011) explico que existen varios factores que en base a la experiencia obtenida se pueden decir que facilitan la obtención de financiamiento estos son; predominancia de los bancos públicos, la banca privada posee capital nacional y que se disponga de un banco nacional de desarrollo.

Por su parte las pymes tienen falencias que les permiten cumplir con los requisitos establecidos por un banco, estos son en el ámbito estructural; la presentación del proyecto, la delineación de estrategias, la accesibilidad a la información. Ahora bien, también existen problemas financieros como la falta de garantías para presentar a los bancos. A nivel regional de acuerdo a (OECD & América, 2019) Ecuador tiene de las puntuaciones más bajas con respecto al acceso de financiamiento siendo este de 3.44 puntos en promedio en comparación al 3.77 de la región de Latinoamérica.

Al momento de buscar financiamiento el tamaño de la empresa es un factor relevante, las pequeñas y medianas empresas al iniciar sus operaciones por lo general

lo hacen sin utilizar fondos de instituciones financieras al contrario de las grandes empresas. (Association for Financial Markets in Europe (AFME), 2015) aseguró en su manual de “Conseguir financiación para pequeñas y medianas empresas europeas” que las pymes acuden en primera instancia a la obtención de fondos por medio de familia y amigos, no obstante, a medida que crecen este tipo de financiamiento no abastece sus necesidades por lo que deben buscar fuentes externas, como son las instituciones financieras. Si las pymes no consideran la financiación bancaria estas tienen una gran probabilidad de entrar en el llamado "Valle de la muerte " y desaparecer, lo cual las obliga a tomar esta decisión (Alibhai, Bell, & Conner, 2017) .

Estudios han demostrado que existen factores que influyen en el acceso al financiamiento de este tipo de empresas y que en la región existe una discriminación negativa para estas empresas. Los elementos que muestran que existen barreras en el acceso al crédito son; las tasa de interés diferenciadas, la poca participación de las Pymes en el crédito de los sectores privados, la excesiva utilización de proveedores y el autofinanciación para conseguir capital o hacer inversiones (Ferraro & Goldstein, 2011). Así también las altas tasas de interés, requerimientos de garantías, métodos para valorar riesgos, de burocracia, políticas ineficientes por parte del gobierno y procesos internos de las pymes que son poco productivos (Vera-Colina, Melgarejo-Molina, & Mora-Riapira, 2014).

(Zevallos Vallejos, 2007) realizó un estudio del entorno de las Pymes latinoamericanas con relación a las finanzas, indicando que la falta de recursos se origina en el mercado y en el déficit de conocimiento de la estructura de estas compañías. También, propone como limitante sistemas internos que faciliten información confiable para la obtención de nuevos capitales. Por otro lado, (Zuleta J, 2011) analizo las políticas públicas como estrategias para fomentar el acceso al

financiamiento. En el trabajo se obtuvo la conclusión que el sistema financiero en este caso específicamente de Colombia presenta un estudio financiero muy pobre y la aplicación de instrumentos de evaluación de riesgo inadecuados para las Pymes.

Crédito

Concepto de crédito bancario

Se define al crédito como la operación financiera estructurada por una institución financiera que otorga a una persona jurídica o natural una cantidad de dinero por la entrega de un compromiso o promesa de pago en una fecha establecida en el futuro, también deben ser firmadas de mutuo acuerdo, además del compromiso de pagar un interés por el uso de ese dinero (Huerta de Soto, 2016). Por esta razón, las personas naturales o jurídicas deben demostrar solvencia, estado patrimonial y resultados favorables para que puedan aplicar a los créditos.

El crédito bancario cumple una función importante dentro de la economía del país ya que sus tasas de interés son establecidas por el Banco Central del Ecuador, lo que quiere decir que esta institución pública establece cuales son las tasa pasivas y activas, en efectos las operaciones crediticias son importantes para las personas o empresas.

Segmentación del crédito

En el año 2019 en Ecuador la Junta Reguladora que es el máximo ente controlador de los créditos de las instituciones financieras del país, regularon mediante una reforma que desde 1 mayo las instituciones financieras podrán otorgar 10 tipos de créditos, mientras que antes solo existían 8 (El Comercio, 2015).

Según el Art. 1 de (Junta de Regulación Monetaria Financiera, 2016) en su Capítulo 10, menciono que dentro del sistema financiero del país se segmenta de la siguiente forma:

1. Crédito Productivo. - Es el otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas por un plazo superior a un año para financiar proyectos productivos cuyo monto, en al menos el 90%, sea destinado para la adquisición de bienes de capital, terrenos, construcción de infraestructura y compra de derechos de propiedad industrial. Se exceptúa la adquisición de franquicias, marcas, pagos de regalías, licencias y la compra de vehículos de combustible fósil. Se incluye en este segmento el crédito directo otorgado a favor de las personas jurídicas no residentes de la economía ecuatoriana para la adquisición de exportaciones de bienes y servicios producidos por residentes. Para el Crédito Productivo se establece los siguientes subsegmentos de crédito:

a. . **Productivo Corporativo.** - Operaciones de crédito productivo otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 5.000.000,00.

b. **Productivo Empresarial.** - Operaciones de crédito productivo otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 1.000.000,00 y hasta USD 5.000.000,00.

- c. **Productivo PYMES.** - Operaciones de crédito productivo otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o a personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 100.000,00 y hasta USD 1.000.000,00.
- d. **Productivo Agrícola y Ganadero.** - Operaciones de crédito productivo otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 100,000.00 para financiar actividades agrícolas y ganaderas.
2. **Crédito Comercial Ordinario.** - Se otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o a personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 100.000,00, destinado a la adquisición o comercialización de vehículos livianos de combustible fósil, incluyendo los que son para fines productivos y comerciales.
3. **Crédito Comercial Prioritario.** - Es el otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o a personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 100.000,00 destinado a la adquisición de bienes y servicios para actividades productivas y comerciales, que no estén categorizados en el segmento comercial ordinario. Se incluye en este segmento las operaciones de financiamiento de vehículos pesados, el financiamiento de capital de trabajo y los créditos entre entidades financieras. Para el Crédito Comercial Prioritario se establecen los siguientes subsegmentos:

- a. Comercial Prioritario Corporativo. - Operaciones de crédito comercial prioritario otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 5.000.000,00.
 - b. Comercial Prioritario Empresarial. - Operaciones de crédito comercial prioritario otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 1.000.000,00 y hasta USD 5.000.000,00.
 - c. Comercial Prioritario PYMES. - Operaciones de crédito comercial prioritario otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas cuyas ventas anuales sean superiores a USD 100.000,00 y hasta USD 1.000.000,00.
- 4. Crédito de Consumo Ordinario.** - Es el otorgado a personas naturales destinado a la adquisición o comercialización de vehículos livianos de combustible fósil.
- 5. Crédito de Consumo Prioritario.** - Es el otorgado a personas naturales, destinado a la compra de bienes, servicios o gastos no relacionados con una actividad productiva, comercial y otras compras y gastos no incluidos en el segmento de consumo ordinario, incluidos los créditos prendarios de joyas.
- 6. Crédito Educativo.** - Comprende las operaciones de crédito otorgadas a personas naturales para su formación y capacitación profesional o técnica y a personas jurídicas para el financiamiento de formación y capacitación profesional o técnica de su talento humano, en ambos casos

la formación y capacitación deberá ser debidamente acreditada por los órganos competentes.

- 7. Crédito de Vivienda de Interés Público.** - Es el otorgado con garantía hipotecaria a personas naturales para la adquisición o construcción de vivienda única y de primer uso, concedido con la finalidad de transferir la cartera generada a un fideicomiso de titularización con participación del Banco Central del Ecuador o el sistema financiero público, cuyo valor comercial sea menor o igual a USD 70.000,00 y cuyo valor por metro cuadrado sea menor o igual a USD 890,00.
- 8. Crédito Inmobiliario.** - Es el otorgado con garantía hipotecaria a personas naturales para la construcción, reparación, remodelación y mejora de inmuebles propios; para la adquisición de terrenos destinados a la construcción de vivienda propia; y, para la adquisición de vivienda terminada para uso del deudor y su familia no categorizada en el segmento de crédito Vivienda de Interés Público.
- 9. Microcrédito.** - Es el otorgado a una persona natural o jurídica con un nivel de ventas anuales inferior o igual a USD 300.000,00, o a un grupo de prestatarios con garantía solidaria, destinado a financiar actividades de producción y/o comercialización en pequeña escala, cuya fuente principal de pago la constituye el producto de las ventas o ingresos generados por dichas actividades, verificados adecuadamente por la entidad del Sistema Financiero Nacional. También se incluirán en este segmento los créditos que otorguen las entidades del sector financiero público para la adquisición de vivienda terminada para uso del deudor y

su familia, cuando no cuenten con garantía hipotecaria; la vivienda financiada con este tipo de crédito constituirá patrimonio familiar.

10. Crédito de Inversión Pública. - Es el destinado a financiar programas, proyectos, obras y servicios encaminados a la provisión de servicios públicos, cuya prestación es responsabilidad del Estado, sea directamente o a través de empresas; y, que se cancelan con cargo a los recursos presupuestarios o rentas del deudor fideicomitidas a favor de la entidad financiera pública prestamista. Se incluyen en este segmento a las operaciones otorgadas a los Gobiernos Autónomos Descentralizados y otras entidades del sector público.

Mercado de valores

De forma simple el mercado de valores se lo puede definir como el lugar donde los agentes que cuentan con recursos negocian con aquellos que necesitan de los mismos por medio del valor para así poder financiar sus planes de crecimiento, financiar proyectos futuros o cubrir algún déficit. (Torres Méndez, 2012) definió el Mercado de Valores como la contratación a mediano y largo plazo por medio de la cual masivamente se realiza la inversión y el financiamiento de dinero, para la satisfacción de las distintas necesidades de los agentes de dicho mercado. Otras definiciones mencionadas por (Pérez- Manzo et al., 2015) plantearon que el mercado de valores permite la recopilación de recursos financieros que se presentan como una fuente de financiamiento para las empresas.

De acuerdo a la (Ley del Mercado de Valores, s. f.) el mercado bursátil es el segmento del mercado de valores conformado por oferentes, demandantes y negociaciones de valores inscritos tanto en el registro del mercado de valores, a

cargo de la Superintendencia de Compañías, como en las bolsas de valores. Estas negociaciones realizadas en dichas bolsas por intermediarios de valores autorizados se encuentran establecidas en la ley; este conjunto de operaciones se denomina movimiento bursátil. El movimiento bursátil anual muestra el monto total de transacciones realizadas a nivel nacional.

Actualmente, el mercado bursátil es una fuente de financiamiento importante para el desarrollo de las actividades de las empresas y resulta ser una interesante fuente de inversiones. Considerando que no solo en Ecuador, sino que en el mundo el desarrollo del mercado de valores es importante y casi indispensable para lograr el crecimiento del país.

Historia del Mercado de Valores en Ecuador

Los inicios del mercado de valores del Ecuador se encuentran directamente relacionados a la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica, la misma que presenta sus disposiciones a través del Código de Comercio de 1906, la misma que no cumplió en su totalidad con el objetivo de desarrollar el mercado de valores. De acuerdo a la (SUPERCIAS, s. f.) después de casi treinta años, en 1935, se instituyó en Guayaquil la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C., pero no logro mantenerse en pie poco más de unos años (mayo de 1935 a junio de 1936), debido a la poca aceptación que tuvo dentro del mercado por ciertos factores como; sociales, económicos y políticos de aquella época.

Después de algunos años en 1965, fue fundada la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional, con el objetivo de dar concesión de crédito y aportar con el desarrollo industrial, pero teniendo como objetivo primordial crear la bolsa de valores. Como consecuencia de esto en el año 1970 las dos bolsas de valores

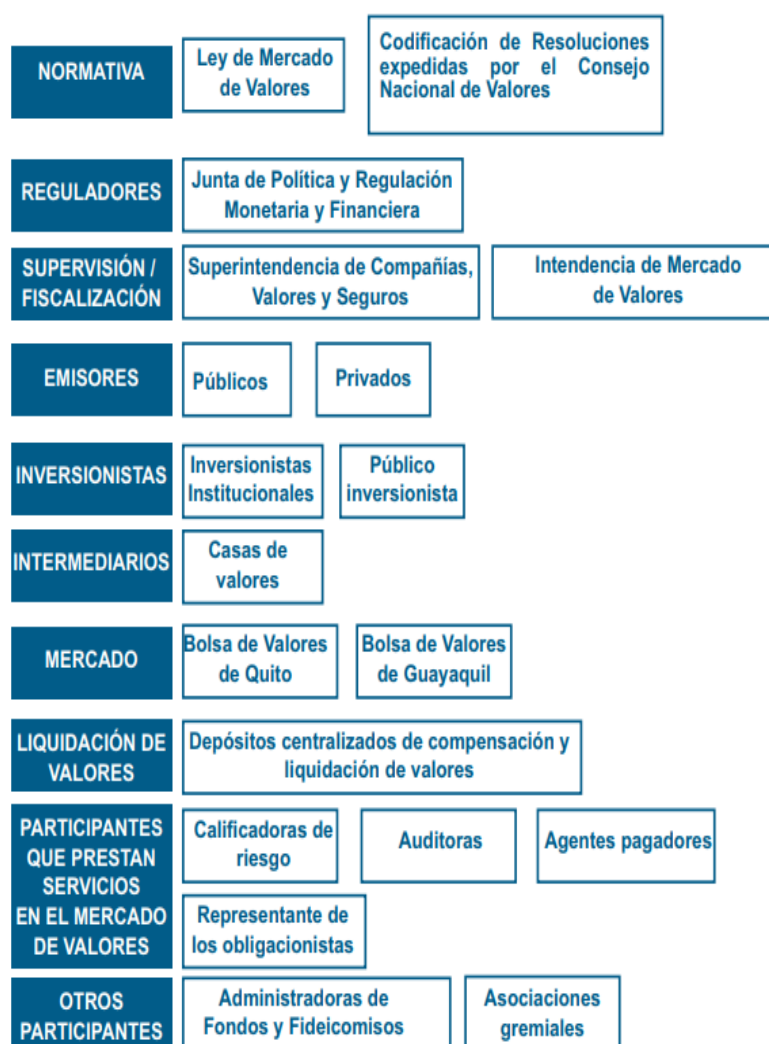
emprendieron sus operaciones y fue así como salió a la luz el Mercado bursátil de Ecuador.

Las principales instituciones del sector público facultadas para emitir valores son las siguientes: Ministerio de Economía y Finanzas, Banco Central del Ecuador, Corporación Financiera Nacional, Banco Ecuatoriano de la Vivienda, Banco Nacional de Fomento, Banco del Estado, así como Municipalidades y Consejos Provinciales. El Ministerio de Economía y Finanzas y el Banco Central son los que tienen más activa participación en la emisión de valores (Recalde, 2011).

Estructura del mercado de valores

Los mercados financieros se pueden clasificar en dos partes monetario y de capitales. Con respecto al mercado de valores permite por medio de la desintermediación financiera a los sectores productivos, la obtención de financiamiento a mediano y largo plazo es por esta razón que se es una alternativa al crédito bancario y su costo es menor. El financiamiento se realiza por medio de valores de renta fija o variable que por lo general son emitidos por el sector empresarial privado o público.

Gráfico 1 Estructura del mercado de capitales ecuatoriano



Elaborada: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Obtenida: (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, s. f.)

Regulación del mercado de valores

Con respecto a los niveles de regulación en Ecuador el Mercado de Valores tienen establecidas leyes y normas que ayudan al control y vigilancia para el buen funcionamiento del mercado de valores:

- Ley de Mercado de Valores
- Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores

- Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil
- Código Orgánico Monetario y Financiero

Entes Reguladores y Supervisores

El ente que se encarga de regular y formular políticas públicas del área de seguros y valores es la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. De acuerdo a (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, s. f.) “la Junta está conformada por los titulares de los ministerios de Estado responsables de la política económica, de la producción, de las finanzas públicas, el titular de la planificación del estado y un delegado del Presidente de la República”. Los otros agentes reguladores del mercado de capitales es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Superintendente de Bancos y el Superintendente de Economía Popular y Solidaria.

La labor de la supervisión la cumple la Supercias ya que esta tiene que aplicar la Ley de Compañías y la Ley del Mercado de Valores. Sus funciones más importantes son;

- Inspección a las empresas
- Investigar delitos e infracciones que estipule la Ley de Compañías
- Imponer sanciones si estas leyes no son cumplidas
- Autorización de las ofertas públicas en el caso del Mercado de Valores
- Manejo del Catastro Público del Mercado de Valores

Como se mencionó la Supercias cuenta con el apoyo de la Intendencia de Mercado de Valores, que es el ente regulador para todos los actores que juegan un rol en este mercado.

Emisores

Se definen como personas jurídicas públicas o privadas, que colocan sus valores a la venta por medio del Mercado de Valores, para obtener recursos que proceden de los inversionistas por lo general esto con la intención de poder financiar capital de trabajo o inversiones. Con respecto a los tipos de emisores se mencionó que están los públicos y los privados conceptos que se definirán a continuación.

Los emisores públicos pueden ser cualquier organismo del Estado como empresas (organismos) seccionales tales como; las empresas como las generadoras de servicios básicos (agua, luz y teléfono), Consejos Provinciales, Municipios, entre otras, que se encuentran en la búsqueda de herramientas financieras a bajo costo y que les permita la autogestión. De acuerdo a la (Superintendencia de Compañías, valores y seguros, 2019) en el país existen seis instituciones públicas que se encuentran en el Mercado de valores.

Por otra parte, tenemos a los emisores privados, estos se definen como todas las compañías limitadas, anónimas, fideicomisos, fondos colectivos y sucursales extranjeras que emiten valores que han sido debidamente registrados en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, y que tienen como finalidad financiar alguna actividad específica.

En el Ecuador en los últimos años han aumentado el número de emisores inscritos en la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) y la Bolsa de Valores de

Quito (BVQ) , de acuerdo a la (Superintendencia de Compañías, valores y seguros, 2019) actualmente existen 315 empresas que son emisores privados.

Como se muestra en la Tabla 6 para el análisis se han considerado el número de emisores que están inscritos por cada periodo (en el caso del año 2019 se han considerado los emisores vigentes que se encuentran inscritos hasta el mes de junio del mismo año). En promedio del periodo del 2015- 2019 se han inscritos 253 emisores en todo el país, en el sector privado se inscribieron 247, mientras que en el sector público hasta el 2018 estaban inscritos constantemente 5 emisores habiendo en el 2019 un incremento de un nuevo emisor que fue BANECUADOR B.P.

Tabla 6 *Número de emisores vigentes por sector en el mercado de valores bursátil*

Año	Emisores Inscritos	Sector Privado	Sector Publico
2015	201	196	5
2016	218	213	5
2017	241	236	5
2018	283	278	5
2019	320	314	6

Adaptado de: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

La información de los emisores de valores de Ecuador se las puede también segmentar por la categorización del tamaño de las empresas. En la Tabla 7 se muestran la cantidad de empresas por tamaño de la empresa que han sido emisoras.

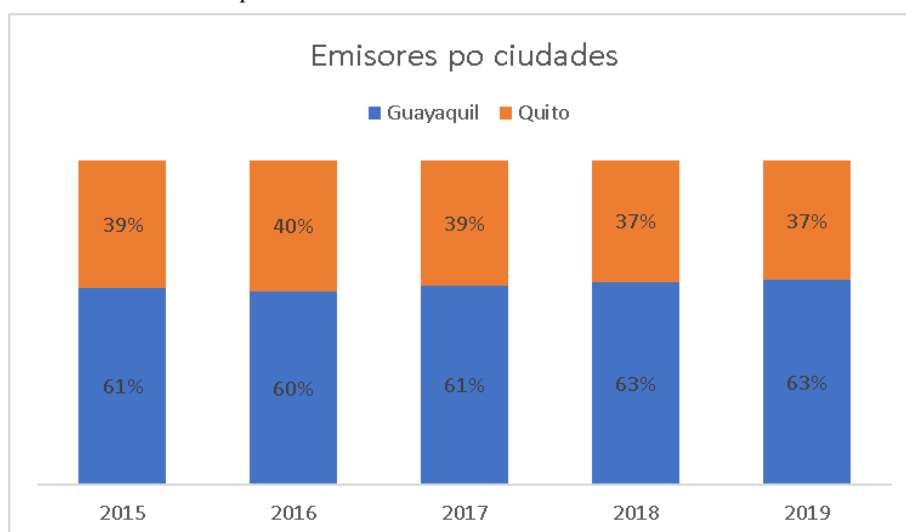
Tabla 7 *Emisores vigentes por tamaño de empresa*

Año	Emisores	Grande		Mediana		Pequeña		Micro	
		Cantidad	%	Cantidad	%	Cantidad	%	Cantidad	%
2015	201	174	87%	8	4%	14	7%	5	2%
2016	218	188	86%	9	4%	16	7%	5	2%
2017	241	199	83%	14	6%	21	9%	7	3%
2018	283	219	77%	32	11%	24	8%	8	3%
2019	320	240	75%	37	12%	30	9%	13	4%

Adaptado de: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

De acuerdo con los datos de la Tabla 8 vemos que las empresas con mayor participación dentro del MV son las grandes. A pesar de que la participación de las empresas grandes es notoria se debe considerar que para el año 2018 las cantidades de emisores aumento un 17.43% en total con respecto al año anterior, a pesar de eso la participación de estas empresas grandes disminuyo en un 5% mientras que las medianas aumentaron un 5% las pequeñas disminuyo 1% y las micro se mantuvieron constantes con respecto al año 2017. Por otro lado, a junio del 2019 la cantidad de emisores aumento al 13.07% con respecto al 2018, en el caso de las grandes empresas su participación disminuyo 2%. Al contrario, las medianas, pequeñas y micros aumentaron 1%. Estos datos demuestran que cada año la cantidad de emisores aumenta, que en los periodos estudiados 2015- 2019 las grandes y medianas empresas han sido las que han realizado más emisiones, sin embargo, las pequeñas y micro también han tenido un notorio aumento que se lo puede atribuir a la implementación de un nuevo título (Facturas Comerciales Negociables) que se aceptó en el 2016 dentro de Mercado de Valores.

Gráfico 2 . Emisores por ciudades



Adaptado: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Un dato importante es la ubicación de los emisores, de acuerdo a los datos de las (Superintendencia de Compañías, valores y seguros, 2019) los agentes económicos que han sido emisores en los últimos cinco años han pertenecido a las ciudades de Guayaquil y Quito. Como se muestra en el Grafico 2, más del 50% de ellos se encuentran en Guayaquil mientras que su presencia en Quito se encuentra entre el 40% y 37% lo que demuestra que su participación es constante. Este dato es importante porque muestra que el movimiento del MV en el país se da netamente en las ciudades más grandes, mientras que las más pequeñas aún no incursionan en este mercado.

Inversionistas

Persona jurídicas o naturales que utilizan parte de su dinero (ahorros) en el mercado de valores con el único objetivo de multiplicar su dinero al obtener una rentabilidad. Existen algunos tipos de inversionistas de acuerdo a (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, s. f.) sector público, inversionistas privados, inversionistas extranjeros y las administradoras de fondos.

Proveedores de infraestructura

Son los aquellos que facilitan los mecanismos y la infraestructura para realizar la negociación de valores. Dentro de ellos se encuentran las Bolsas de Valores y el Depósito Centralizado de Valores (DECEVALE).

La Bolsa de Valores

La Bolsa de Valores es una institución encargada de proporcionar el espacio físico, brindar servicios y hacer cumplir las regulaciones del mercado de valores. Esto con el objetivo de ofrecer los componentes y servicios que son necesarios para efectuar negociaciones de valores equitativas, transparentes, seguras y con precios

justos. Además, son las encargadas de asegurar una eficiente interacción entre los emisores y compradores. La bolsa de valores es fundamental para el desarrollo de la economía, ya que dirige el ahorro y lo direcciona a la inversión productiva.

Facilitando la movilización según mencionó (Hernández Blázquez, 2000) “un instrumento de financiamiento para las empresas y de inversión para los ahorradores”.

La bolsa cumple una función esencial en la economía, y es la de brindar liquidez a las emisiones efectuadas por las empresas, por lo tanto, es un mercado financiero secundario por excelencia, adicional es un mercado oficial organizado que brinda seguridad jurídica a todas las transacciones que se realizan y facilita la accesibilidad a todos los participantes.(Brun, Elvira Benito, & Puig, 2008) indico que “es un mercado oficial y organizado que confiere seguridad jurídica a todas las transacciones que se realizan y facilita la accesibilidad de todos los participantes” (p.12).

Históricamente la bolsa de valores data de finales del siglo XV en las ferias de la Europa occidental donde se transaban valores mobiliarios y títulos (Auz Flores, 2015). Uno de los primeros mercados financieros data del año 1460 en Amberes basados en las ferias ya antes mencionadas. El termino Bolsa nacido en Brujas de acuerdo a (Brull, 2007)

En Brujas, Bélgica, se acuña el término Bolsa, en el seno de la familia de banqueros Van der Bursen, quienes organizaban rondas de negociación de títulos valores en su palacio. La Bolsa de Valores como institución, se remonta a finales del siglo XV en el Medioevo de Europa Occidental. Es allí cuando se inician ferias y se comienza la práctica de las transacciones de valores de carácter mobiliario y otros títulos valor.

Poco tiempo después se creó la Bolsa de Valores de Londres en el año 1570, luego la de Lyon en 1595, siguiendo la de Nueva York en 1792 y la de París en 1794, lo que causó la fundación de las Bolsas en las ciudades más importantes del mundo (Brun et al., 2008).

En Ecuador funcionan dos; la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG). Ambas bolsas son instituciones privadas que cumplen su función siendo el lugar físico donde ofertan y demandan a través de una intermediación directa. De acuerdo con la (Ley del Mercado de Valores, s. f.) “Las bolsas de valores son sociedades anónimas, cuyo objeto social único es brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores” (Art. 44).

Función de la Bolsa

La Bolsa debe cumplir un sin número de obligaciones dentro de la economía actual. Entre las más importantes se encuentran (Brun et al., 2008; Ley del Mercado de Valores, s. f.):

- Regular y supervisar, en el ámbito de su competencia, las operaciones de los participantes, y velar porque se cumplan las disposiciones de la Ley;
- Proporcionar a los intermediarios de valores la infraestructura física y tecnológica que les permita el acceso transparente de las propuestas de compra y venta de valores inscritos;
- Brindar a los intermediarios autorizados, a través del Sistema Único Bursátil SIUB;
- Divulgar y mantener a disposición del mercado y del público en general información simétrica, veraz, completa y oportuna, sobre las cotizaciones

de los valores, intermediarios y las operaciones efectuadas en bolsas de valores, así como sobre la situación económica financiera y los hechos relevantes de los emisores;

- Entregar en tiempo real información relacionada con las negociaciones del mercado de valores;
- Mantener estándares de seguridad informática;
- Sancionar a las personas jurídicas y personas naturales sometidas a su control, por transgresiones a las normas de autorregulación; y,

Deposito Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores

En Ecuador es también conocido como Decevale la cual cuenta con el auspicio de la Bolsa de Valores de Guayaquil. Este es una sociedad anónima encargada de ofrecer los siguientes servicios; custodia de títulos físicos, compensación de operaciones, ejercicio de derecho, emisiones de títulos desmaterializados, gestión de cobro a emisores y pagos a titulares, libro de acciones, y cámara de compensación.

Estas organizaciones se encuentran reguladas y autorizadas por los respectivos órganos de control, los mismos que les dan la facultad de prestar servicios de custodia de títulos valores materializados y desmaterializados, además de efectuar compensaciones y transacciones de los títulos que son negociados para su custodia y la realización de otras operaciones.

Casa de Valores

Las casas de valores son definidas como compañías anónimas, autorizadas y reguladas por la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros para ejecutar la

intermediación de valores. Su objetivo es realizar y vigilar el cumplimiento dispuesto dentro de la Ley de Mercado de Valores siendo entonces las únicas intermediarias de valores que se encuentran autorizadas para colocar los Títulos Valores dentro del mercado, así como ser intermediarios dentro de la compra y venta de títulos valores en los casos en los que las personas jurídicas o naturales no puedan realizar las operaciones por sí mismas.

De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, las Casas de Valores deben que estar inscritas en una o más bolsa de valores y necesitan la autorización de los distintos organismos de control para poder operar. Estas son organizaciones reguladas y controladas que deben cumplir parámetros, índices, normas de solvencia y prudencia financiera reguladas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera de acuerdo con lo estipulado por la ley.

Con respecto a sus operaciones de acuerdo al Art. 57 de la (Ley del Mercado de Valores, s. f.) deben ser realizadas a través de un operador de valor, quien es una persona natural autorizada e inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores para realizar la compra y venta de los títulos que se encuentran comercializándose en el mercado, esto quiere decir que los operadores son los responsables de las operaciones que se realizan esto junto con la casa de valores.

En Ecuador de acuerdo con (Bolsa de Valores de Guayaquil, s. f.; Bolsa de Valores de Quito, 2019) se encuentran inscritas en el país un total de 28 casas de valores que se encuentran legalmente constituidas y aprobadas para realizar operaciones. Acorde a las estadísticas se indica que a finales del 2018 las casas de valores inscritas en la BVQ realizaron 21,938 operaciones que representaron un valor efectivo de \$4,429,827,068.97 en total.

Calificadoras de Riesgo

Las calificadoras de riesgo son definidas por (Pazos, 2013) como sociedades anónimas que se encuentran especializadas y autorizadas exclusivamente a la calificación de valores o riesgos referentes a las empresas que se dedican a algún tipo de actividad financiera, las aseguradoras, servicios bursátiles y cualquier otra organización dedicada a la inversión, manejo y aprovechamiento de recursos obtenidos de terceros. Las calificadoras son empresas privadas e independientes, deben contar con un comité de alto nivel técnico que se encargue de realizar las calificaciones basado en un análisis riguroso. Con respecto a las calificaciones que se emiten estas cuentan con criterios y parámetros ya existentes que han sido emitidos anticipadamente y acreditados por las instituciones de control que se encargan de dicha calificación.

Las calificaciones de riesgo se las considera como una opinión confiable de un tercero, la misma que hace referencia a la calidad crediticia de la emisión o del emisor. La calificación a pesar de ser meticulosamente estudiada no debe considerarse como una recomendación para invertir, ni utilizarla como un resguardo o garantía, es solo un informe que junto con otras variables se constituyen en un factor adicional para la toma de decisiones.

Administradoras de fondos

Son empresas constituidas bajo la figura de compañías o sociedades anónimas. El objeto social de estas empresas se encuentra limitado a lo mencionado en el Art. 97 de (Ley del Mercado de Valores, s. f.) (a) administrar fondos de inversión, (b) administrar negocios fiduciarios definidos en esta ley, (c) actuar como

emisores de proceso de titularización y (d) representar fondos internacionales de inversión.

Estas empresas deben ser especializadas de acuerdo con (Chávez Escalante, 2007) su funcionamiento debe ser profesional, eficiente y siempre tomando en consideración lo instituido por la Ley del Mercado de Valores y la Resolución del Catastro Nacional de Valores.

Funcionamiento del Mercado de Capitales

Con respecto a la estructura cómo funciona el mercado de valores ecuatoriano tenemos que quienes financian pueden ser gobierno, grandes empresas y pymes, quienes invierten son; personas naturales, fondos de inversión e inversiones

institucionales públicas y privadas. Las dos partes son conectadas por las casas de valores que son las entidades que vinculan y asesoran.

Gráfico 3. Estructura del mercado de valores en Ecuador de acuerdo con la BVQ



Elaborada: Bolsa de Valores de Quito

Obtenida: BVQ, 2018

Clasificación del Mercado de Valores

Al ser una alternativa financiera debemos considerar que el mercado de valores tiene distintas clasificaciones que se dividen en; orden de la transacción, según su organización y el tipo de rentabilidad de los valores (Andrade Guerrón & Calero García, 2016).

Dentro de la clasificación de la orden de la transacción tenemos que existen los siguientes mercados;

- a) mercado primario
- b) mercado secundario

Según su organización tenemos que se clasifican por;

- a) mercado bursátil,
- b) mercado extrabursátil
- c) mercado privado.

Por último, en la clasificación por rentabilidad de valores, esta se subdivide en dos partes;

- a) mercado de renta fija
- b) mercado de renta variable.

Según el orden de la transacción

Cuando el mercado de valores se divide según el orden de la transacción, como se mencionó anteriormente cuenta con el mercado primario y secundario. el objetivo de esta división es separar la fase de emisión de los valores y su posterior negociación. El mercado primario es un mercado netamente de emisiones, ya que está formado de valores que se emiten por primera vez, por otro lado el secundario se presenta como uno en el que se realizan negociaciones este entonces de acuerdo a su nombre es un espacio donde se encuentra la oferta y la demanda de acuerdo con el libro (Barrachina, s. f.).

Mercado primario

“El mercado primario es el cual en el que se producen las primeras contrataciones sobre los valores mobiliarios. Por ser el mercado de emisiones o colocaciones de estos bienes el Mercado Primario, opera como el alumbramiento o parto en donde nacen o cobran vida los valores mobiliarios” (Torres Méndez, 2012). Los mercados primarios son parte del mercado de valores en el que se transan nuevas

emisiones de títulos. A esta plaza acuden las empresas para la obtención de recursos frescos, para financiar proyectos de expansión, ampliaciones de planta, constituciones de capital y nuevas actividades productivas. La denominación de primario se origina en el hecho de que los instrumentos financieros se venden por primera vez en el mercado, es decir, cuando se emiten (Recalde, 2011).

Mercado secundario

Por otra parte, el mercado secundario mencionado por (Morales & Morales, 2010) se define como la compra y venta de títulos de valor pertenecientes a un inversionista por lo que en este tipo de mercado los recursos económicos no van dirigidos a los emisores. Mercado secundario, comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores. El principal objetivo del mercado secundario es ofrecer liquidez a los vendedores de los títulos, a través de la negociación de estos antes de su fecha de vencimiento. Generalmente se puede obtener mejores rendimientos que en el mercado primario a los mismos plazos y condiciones. En este mercado, comúnmente, es el vendedor del título quien asume las comisiones de intermediación (Recalde, 2011).

Según su organización

Dentro del mercado de valores existe una diversidad de activos financieros. Existen diferentes tipos de activos financieros negociados en la Bolsa; se encuentran así las acciones y las obligaciones que son reconocimientos de endeudamiento con intereses en juego, es decir que, a cambio de la oferta de una obligación, el demandante debe aportar una suma de dinero que será devuelta con intereses por quien haya ofrecido la obligación (Zacharie, 2012). Esta segmentación del mercado

de valores se ve dividida en; mercado bursátil, mercado extrabursátil y mercado privado.

Mercado bursátil

De acuerdo al Art. 3 de la vigente Ley del Mercado de Valores este mercado está conformado por la oferta, demanda y negociaciones de los valores que hayan sido inscritos dentro del Catastro Publico del Mercado de Valores, en cualquiera de las bolsas de valores y también el en Registro Especial Bursátil (REB), debidamente realizadas por los intermediarios autorizados.

Mercado extrabursátil

Se define como el mercado primario creado entre la institución financiera y el inversor sin la necesidad de los intermediarios de valores. En este mercado se pueden negociar con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, que hayan sido emitidos por instituciones financieras, debidamente inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las bolsas de valores según los estipula la ley en el art. 3 de la Ley del Mercado de Valores.

Mercado privado

Las negociaciones dentro de este mercado son realizadas en forma directa entre comprador y vendedor, en la cual no intervienen intermediarios de valores o inversionistas institucionales, sobre valores no inscritos en el Registro de Mercado de Valores o que si se encuentran inscritos pero son fruto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales y de hecho (Ley del Mercado de Valores, s. f.).

Esquema de Funcionamiento

El esquema de funcionamiento del mercado de valores comprende la asignación de capitales, es decir principalmente las instituciones que requieren de capital a largo plazo para sus operaciones o proyectos de inversión realizan el proceso de emisión de valores, los mismos que son cotizados y negociados a la parte interesada que visualiza en ellos un medio de inversión con determinado margen de rentabilidad. En las economías alrededor del mundo, se observa que la función más importante del mercado de valores es “la de movilizar capitales, canalizar éstos a usos más productivos junto con la mitigación de riesgos” (Barrachina, 2011, p. 47).

Títulos de renta fija

La renta fija menciona a la promesa que un inversionista recibe. Lo que estos inversionistas esperan son promesas de flujos de caja en el futuro, que se encuentran estipulados en un contrato, estas pueden estar explicadas en el prospecto de la emisión o en el contrato que establece las características de la relación entre el emisor y el inversionista (Lahoud, 2002). A pesar de que se promete un flujo de tasa establecido, no significa que sea un instrumento libre de riesgo, solo implica que los riesgos de este tipo de renta son muy bajos.

Las características de las emisiones de la renta fija son las siguientes (Larraga, 2008):

- Tienen un rendimiento prefijado (fijo o variable)
- El objetivo es captar financiamiento directamente del inversor
- Son emitidos por compañías privadas
- Son negociados en el mercado secundario

Títulos de renta variable

Estos títulos son conocidos como las acciones comunes, las rentas que los inversionistas reciben son los dividendos lo que significa que estos dividendos dependen de las utilidades que la empresa emisora ha generado. Los títulos de renta variables les brindan a los inversionistas ciertas ventajas ya que los intereses se van ajustando con respecto a las condiciones del mercado. A pesar de esto también existen ciertas desventajas con respecto a este tipo de título que se encuentra cotizando en el mercado secundario porque interviene el factor de la variación de la tasa de interés (Meoño Briansó & Escoto Leiva, 2006).

Marco Teórico

Estructura de capital

De acuerdo con (Carballo Veiga, 2011) la decisión de financiamiento es uno de los aspectos más importantes y trascendente dentro de las finanzas de una empresa. Para una toma de decisión adecuada se debe definir la estructura del capital empleado, esto quiere decir como este capital que financia el activo neto está compuesto.

El acceso a financiamiento y su costo representan una decisión importante para la competencia empresarial, así también la elección de la estructura de capital optimo que tiene como finalidad maximizar el valor de la empresa por consiguiente estimular el crecimiento de los beneficios para los accionistas (Serghiescu & Văidean, 2014). Al encontrarse estrechamente relacionado con los métodos de financiamiento a largo plazo utilizados por las empresas, la estructura de capital refleja la relación que existe entre deuda / capital en la elección de financiamiento.

Dentro de la literatura se han encontrado estudios previos, los cuales se utilizan como punto de partida de esta investigación. El objetivo de esta sección es mencionar algunas de las investigaciones más relevantes para que sirvan de referentes antes de realizar la elaboración del modelo de la estructura de capital. De acuerdo con (Gómez Jacinto, 2014) el objetivo de estos estudios es encontrar las causas que influyen en el endeudamiento de una empresa, la mayoría de ellos mencionan en su desarrollo que las empresas pueden adoptar dos posiciones teóricas la del trade-off o la del *pecking order*. (Miguel & Pindado, 2001) menciona que estos factores se pueden analizar desde dos puntos de vistas; características generales de la empresa y las características institucionales.

Dentro de las teorías que estudian los factores determinantes de la estructura de capital existen distintas variaciones importantes, por lo que se considera que todavía ninguno ha sido capaz de proporcionar un compendio satisfactorio sobre qué factores que afectan la decisión de la estructura de capital, como mencionaron en su estudio (Brealy, Myers, & Allen, 2011). Las teorías mencionan que las empresas deciden su estructura de capital basándose en las características que determinan los costos y beneficios relacionados con la deuda y el patrimonio (Kakani & Reddy, 1998). por lo que es fundamental destacar que el objetivo principal de las empresas es incrementar su valor, lo mismo que es posible al obtener beneficios que superen los costos financieros, y a su vez destacan que la decisión de elegir las fuentes de financiamiento sean cruciales para una compañía (Cornejo Díaz, s. f.) .

El estudio de la estructura de capital es uno de los temas más importantes dentro de las finanzas y uno de los más controversiales. (Graham & Leary, 2011) enfatizan dentro de su estudio que es un tópico importante en el caso de las empresas que pertenecen a los mercados emergentes, ya que el autor denota que en estas

economías existen elevados costos financieros y su transparencia dentro de los procesos en la mayoría de los casos es un obstáculo.

Teorías sobre la estructura de capital

(Fischer, Heinkel, & Zechner, 1989; Padilla Ospina, Rivera Godoy, & Ospina Holguín, 2015) señalan en sus distintos estudios que las teorías que explican la estructura de capital en los países emergentes son: la del *Pecking Order Theory* (POT) y *Trade-off Theory* (TOT) las mismas que han sido utilizadas en la mayor parte de los estudios relacionados. Estas teorías al ser las principales son las que mejor explican el endeudamiento de las empresas.

Teoría del *Pecking Order* (POT)

Acerca de POT o teoría de la jerarquía inicialmente fue basada en la premisa de (Donaldson, 1961) que sostuvo que las empresas al ser más rentables, se inclinan a financiarse internamente. Tiempo después (Myers, 1983) sostenía que la jerarquía era parte fundamental dentro de la decisión de financiamiento, por lo que, en primera instancia las empresas intentarían financiarse por medio de sus fuentes internas o utilidades retenidas; en segundo plano, se buscaría financiamiento externo o en instituciones financieras; y, como última instancia mediante emisiones de acciones o bonos. Según (Brealy et al., 2011; Cornejo Díaz, s. f.; Myers & Majluf, 1984) la POT, menciona que las empresas, principalmente, buscan financiamiento por medio de las fuentes internas ya que los gerentes prefieren mantener el control de la empresa y evitar los costos de transacción creados por la distorsión de la información en la decisión de inversión.

Según (Chen & Chen, s. f.) los costos de transacción juegan un papel importante en la decisión de estructura de capital de una empresa, ya que con la

obtención de nuevo financiamiento externo estos costos resultan más altos que los costos de obtener financiamiento interno, además que los fondos internos no asumen ningún costo de transacción, por lo que de acuerdo con (Gaud, Jani, Hoesli, & Bender, 2005) los estudios son consistentes con la teoría.

Teoría del *Trade Off* (TOT)

Por otro lado, la teoría trade-off (TOT), es una teoría que se ha desarrollado a partir de las modificaciones realizadas por (Modigliani & Miller, 1963) sobre su teoría de irrelevancia de la estructura del capital, en la que sostiene que, el valor de la empresa no depende de la estructura de capital (Modigliani & Miller, 1958). En 1963 los mismos autores identificaron que la deuda en términos fiscales (se referían al ahorro fiscal) crea un beneficio a la empresa, de acuerdo a esto ellos sostienen que endeudarse resulta ser óptimo para la organización (Padilla Ospina et al., 2015). Puesto en análisis una de las ventajas con respecto al área tributaria es que en el endeudamiento se aplica según (Briozzo & Vigier, 2006) “una deducción de los intereses de la base imponible al impuesto a las ganancias”. (Kraus & Litzenberger, 1973) mencionaron que existe un canje, o estado de preferencia, que asocian los beneficios fiscales de una deuda y los costos. Este estudio plantea que dentro de las empresas existe un óptimo de deuda (estructura de capital óptimo), el mismo que se encuentra conformado por el apalancamiento en el que los beneficios marginales subsanan los costos marginales.

Uno de los principales atributos de esta teoría, se fundamenta en que ayuda a definir la tasa óptima de endeudamiento, y su variación depende de ciertas características de cada empresa; por ejemplo, por un lado tenemos a las grandes organizaciones que tienen la oportunidad de expandirse, mientras que también tenemos empresas menos rentables, lo que sucede según la TOT es que las empresas

menos rentables con un alto porcentaje de activos corrientes presentaran un bajo nivel de endeudamiento, en tanto las empresas más grandes que poseen flujos de efectivo estables y la proporción de los activos corriente es alta estarán crecidamente apalancadas (Myers, 2003; Serghiescu & Văidean, 2014)

También se debe considerar que esta teoría presenta beneficios que defienden la postura del incremento de la deuda, según (Jensen & Meckling, 1976) el limitado flujo de caja y la presión que esto genera en los gerentes, harán que ellos realicen una mejor gestión de los recursos actuando en consecuencia al miedo de riesgo de bancarrota, ya que según (Grossman & Hart, 1983) esto no solo implica una afectación a la empresa sino también repercute en su reputación. Por otro lado, se considera que, al tener efectivo en exceso, los gerentes lo utilizaran de forma menos eficiente. Esto significa que la TOT defiende que la estructura de endeudamiento optima debe equilibrarse con los costos de bancarrota y la reducción de los costos de agencia (Cornejo Díaz, s. f.).

Este estudio toma en consideración ciertas características de las empresas como factores determinantes de la estructura de capital, las mismas que han sido analizadas en base a estudios anteriores. Acorde con la revisión de la literatura, la mayoría de los estudios que se han hecho acerca de cuáles son los factores más relevantes al determinar la estructura de capital en la empresa estos han sido realizados en mercados de valores desarrollados y pocos son los mercados latinoamericanos que han sido analizados, aun así, existe literatura que hace referencia a los mercados financieros que se encuentran en desarrollo. (Gómez Jacinto, 2014) y (Cornejo Díaz, s. f.) realizo un estudio sobre los factores determinantes de la estructura de capital: evidencia del mercado de valores peruano. (Rivera & Gracia, 2014) realizaron un estudio sobre los factores que determinan

industriales cotizadas de la CAN y las españolas. (Miguel & Pindado, 2001) realizo un estudio sobre los valores determinantes de la estructura de capital de empresas españolas. (Salawu & Agboola, 2008) determinaron la estructura de capital no financiera de las firmas en Nigeria. (Gaud et al., 2005) determinaron los factores determinantes de la estructura de capital de 140 empresas suizas que se encuentran dentro del mercado de capitales. (Padilla Ospina et al., 2015) realizan un estudio sobre los determinantes de la estructura de capital de las Mipymes del sector real participantes del premio innova. (Kakani & Reddy, 1998) analizaron en su estudio econométrico de los determinantes de la estructura de capital de las empresas en la India. (Franco, López Martínez, & Muñoz, 2010) realizaron estudios iguales pero aplicados a empresas uruguayas.

En el caso de Ecuador hasta el momento no se han encontrado estudios previos que sustente la investigación de la estructura de capital, por lo que el trabajo parte de estudios de otros países para poder determinar los factores que influyen dentro de la estructura de capital. En concordancia con la literatura existente, el apalancamiento financiero se constituye en la medida más utilizada de la estructura de capital. la elección de las variables independientes se la hizo basándose en los estudios previos dentro de economías desarrolladas y en desarrollo. En este trabajo se utilizaron cinco variables independientes de acuerdo con la literatura que se ha tomado como marco referencial.

Valor colateral de los activos: siguiendo la línea de la teoría del trade-off, los activos tangibles operan como activos de garantía frente a la búsqueda de créditos, emisiones de bonos o de algún otro tipo de operaciones financieras. Esto les permitirá a las empresas tener un nivel de apalancamiento más elevado. Este tipo de garantías disminuyen los problemas de riesgo moral entre los accionistas y

acreedores, causado principalmente por la información que poseen los accionistas y que no la tienen sus acreedores (Jensen & Meckling, 1976; Tejos & Fernández, 2018). En su estudio (Thies & Klock, 1992) hicieron referencia a que los activos fijos netos respaldan mejor la emisión de deuda a largo plazo, mientras que los inventarios cambian el financiamiento de acciones comunes a endeudamiento de corto y largo plazo. Por otro lado existen estudios como los de (Gaud et al., 2005; Titman & Wessels, 1988) que afirman que los activos tangibles hacen las función de colaterales en el caso de que las deudas no puedan ser cubiertas por las empresas.

Rentabilidad: desde el punto de vista de la teoría del trade-off a las empresas les conviene aumentar sus niveles de endeudamiento para que de esta forma se aprovechen las ventajas fiscales por deuda. Además según (Hernández Carmen & Ríos Bolívar, 2013) al adquirir deuda las empresas crean un historial de rentabilidad alta lo cual sirve de indicador para proyectarse que en el futuro la empresa tendrá una buena rentabilidad, lo que provocaría que sus acreedores confíen más y les presten montos mayores. Los estudios que defienden las ventajas tributarias se enfrentan con el planteamiento que esta puede no ser aplicables para algunas empresas que cuentan con otros métodos de reducción de impuestos, algunos ejemplos son, la depreciación o algún tipo de protección fiscal.

La rentabilidad también se la puede estudiar desde el punto de vista de la teoría del *pecking order*, que menciona que los administradores al tomar la decisión de financiamiento en primera instancia prefieren hacerlo de forma interna (Myers & Majluf, 1984). Por lo que de acuerdo con la teoría se dice que las empresas más rentables se autofinancian y recurren menos a la deuda. Como resultado, esta teoría sugiere que existe una relación negativa entre el apalancamiento y la rentabilidad.

Tamaño de la empresa: Las empresas más grandes son más diversificadas que las pequeñas, esto ayuda a que este tipo de empresas sean menos volátiles con respecto a sus flujos de efectivo y que su probabilidad a una posible quiebra sea menor (Rajan & Zingales, s. f.; Titman & Wessels, 1988) . En vista de lo anterior se reducen los costos de bancarrota, con lo que se espera que la capacidad de endeudamiento de las empresas más grandes sea mayor que el de las pequeñas para que de esta forma, sus costos sean menores al emitir deuda o capital. Asimismo, las grandes empresas esperan emplear elevados niveles de deuda que las empresas pequeñas. De acuerdo con la teoría trade-off la relación que existe entre el tamaño y el apalancamiento esta positivamente relacionada (Barclay & Smith, 1996; Titman & Wessels, 1988; Wiwattanakantang, 1999).

(Chakraborty, 2010; Titman & Wessels, 1988) en sus respectivos estudios encuentran una relación negativa entre las grandes empresas y el endeudamiento, ya que estas se inclinan principalmente a utilizar más capital que deuda. Pero, desde un punto de vista contrario, dentro de su trabajo (Remmers, Stonehill, Wright, & Beekhuisen, 1974) hallan efectos no significativo entre el tamaño de la empresa y la estructura de capital.

Crecimiento: el rápido crecimiento en las ventas de una empresa por lo general está relacionada con su necesidad de aumento de sus activos fijos. Es quiere decir que el crecimiento de una empresa refleja que en el futuro la misma va a presentar una necesidad de fondos y la retención de ganancias.

La teoría del trade-off de acuerdo a (Gómez Jacinto, 2014, 2014) “sostiene que los beneficios retenidos de empresas con elevado crecimiento incrementan y tienen que emitir mayor deuda para poder mantener el ratio deuda/ capital objetivo”. Lo que representa una relación positiva entre crecimiento y endeudamiento. La

teoría del *pecking order* sostiene que el crecimiento provoca que las empresas cambien el financiamiento de nuevo capital a deuda (Baskin, 1989).

Protección fiscal: de acuerdo con la teoría del trade-off, la relación entre la tasa efectiva de impuestos y el nivel de apalancamiento esta positivamente relacionada. Las empresas tienen un incentivo para endeudarse porque pueden beneficiarse del escudo fiscal debido a la deducibilidad de los intereses. (DeAngelo & Masulis, 1980) muestran que, si existen escudos fiscales sin deuda, entonces es probable que las empresas no utilicen los escudos fiscales de la deuda, ya que los escudos fiscales sin deuda resultan ser mejores incentivos y más convenientes para estas empresas.

Se considera que dentro este tipo de protección fiscal sin deuda se encuentran “las deducciones de impuestos como los gastos de depreciación de activos fijos o los costos que genera las actividades de investigación y desarrollo de la empresa” (Gómez Jacinto, 2014). Es importante el enfatizar en la importancia de los diferentes tipos de protección fiscal y el impacto en las tasas impositivas marginales de las empresas. De acuerdo con (Graham & Leary, 2011) el escudo fiscal representa en promedio un 4.3% del valor de las empresas siempre y cuando se consideran los impuestos corporativos y personales de los accionistas.

Teoría de Agencia

“La estructura de capital de la empresa se crea por un conjunto de contratos caracterizados por mantener una relación de agencia, donde el principal delega autoridad en la toma de decisiones a otra persona para que desempeñe un servicio a su nombre” (Rivera Godoy, 2002). Esta teoría analiza los problemas que surgen como resultado de la información asimétrica, lo que da como resultado por la falta de

información entre las partes de una empresa, esto es importante de considerar porque el flujo de información llega a ser un determinante para la toma de decisiones (Mishkin, 2008) . Otros autores definen esta teoría como los problemas que se crean cuando un miembro de la empresa tiene algún tipo de información que otro no, lo que causa conflictos al momento de tomar decisiones ya que la información no fluye ni es transparente. Para (López Lozano, 2015) “los problemas generados por la información asimétrica en la Teoría de agencia se refieren a la selección adversa y el riesgo moral”.

Riesgo Moral

Basado en la literatura el riesgo moral tiene una fuerte relación con la información asimétrica. El riesgo moral se explica según como la asimetría de información que se genera por la posible actuación de una de las partes dentro de la relación empresarial, esto se puede relacionar con el comportamiento oportunista que sustenta la asimetría de información.

En el caso de los directivos, el riesgo moral nace de los incentivos al momento de tomar decisiones o actuar para su propio beneficio. Uno de los problemas que presenta el riesgo moral es que los accionistas como respuesta a la posibilidad de que los directivos obtén por un comportamiento oportunista, no ceden el control y la toma de decisiones, por lo que la empresa se aleja del objetivo de la búsqueda de valor.

El riesgo moral se relaciona con la decisión de aumentar el nivel de endeudamiento, con el objetivo de exponer a las empresas a la supervisión del sector financiero causando así la disminución de los conflictos de interés que suelen darse por la discrecionalidad de los directivos sobre el uso del dinero o también conocido

como el flujo de caja libre. La deuda compromete a los directivos a direccionar los recursos al pago de los intereses que estas causan, por lo que dan la seguridad que los fondos no serán utilizados en inversiones poco productivas o empleadas de forma ineficiente. La deuda compromete a los directivos a tomar decisiones que se encuentren encaminadas hacia el mismo objetivo que es la creación de valor, reducir las posibilidades de insolvencia y quiebra. La teoría sostiene que con el objetivo de alinearse a estos supuestos los directivos tomarán mejores decisiones y se verán menos inclinados a obtener beneficios empresariales propios.

El nivel de endeudamiento que los directivos están dispuestos a adquirir está relacionado directamente con los conflictos de interés que existen entre los accionistas y los directivos. De acuerdo con (Menéndez Requejo, 2001) sí existen mayores niveles de supervisión, se espera que los niveles de deuda sean mayores, mientras que si existe menos supervisión y los accionistas ceden más el control entonces se supone que el nivel de endeudamiento será menor. Los conflictos de interés se ven minimizados cuando la relación de la participación de los directivos en el capital accionario se ve involucrado ya que este se verá más comprometido en velar por los intereses de los accionistas (Agrawal & Nagarajan, 1990).

Selección Adversa

Los efectos de la información asimétrica surgen como resultado al inicio de una relación o contrato, estos pueden originar según (Akerlof, 1970) el efecto de selección adversa. Este problema está direccionado a la postura que adoptan los dos agentes, por un lado están los agentes que presentan mayor riesgos y se encuentran en la necesidad de buscar financiamiento, y por otro lado se encuentran los agentes que según (Akerlof, 1970) se encuentran menos informados por lo que no se encuentran en la posición de diferenciar entre una buena o mala decisión, lo que

también de acuerdo a (Menéndez Requejo, 2001) se conoce como oportunismo precontractual. Como resultado de esta falta de información, se asume que el sujeto menos informado tiene un conflicto al momento de decidir entre una buena o mala elección, ya que siempre va a pensar que lo ofrecido por el otro sujeto es la peor opción (porque aparentemente resulta lo más conveniente).

Se han identificados algunos puntos sobre la selección adversa y su relación con la estructura financiera. (Mishkin, 2008) hace referencia a tres puntos importantes que influyen en las empresas y sus decisiones a buscar financiamiento:

1. Para las pymes el financiamiento indirecto se encuentra por encima del directo, teniendo en consideración que el financiamiento directo se refiere a la emisión de los instrumentos financieros del mercado de valores, al contrario de los indirecto que estos necesitan un intermediario (entidades bancarias) para poder acceder a fuentes de financiamiento.
2. En los países en vías de desarrollo los bancos tienen mayor influencia en las empresas porque resultan ser los medios más utilizados al momento de buscar financiamiento.
3. Las compañías más grandes y estructuradas tienen mayor acceso al mercado de valores. Al momento de captar inversionistas las posibilidades de las pequeñas empresas son más limitadas debido a la escasa información que los inversionistas pueden encontrar.

El supuesto de la selección adversa es aplicable a la selección del mercado de valores, ya que la preferencia por los mercados intermediarios sobre los mercados de valores no solo en Ecuador sino en toda Latinoamérica es un tema bastante complejo. Al comparar como se desenvuelven ambos mercados desde el punto de

vista del flujo de la información se denota que, con respecto a los bancos, estos no tienen el problema de la manipulación de información como las tasas y precios, caso que no se apega al mercado de valores el cual es un extracto volátil. Apegándose a lo sostenido por la selección adversa la falta de información con respecto a las empresas influye en la decisión de los inversionistas con respecto a cuáles son organizaciones son buenas o malas, este sesgo representa un limitante para las empresas buenas porque se arriesgan a no ser escogidas y que sus emisiones no tengan los resultados esperados.

Teoría de señales

La teoría de emisión de señales, de acuerdo a (Ross, 1977) discute que la decisión de endeudamiento involucra la existencia de un equilibrio entre los costos financieros y los subsidios fiscales. Con respecto a esto, se afirma que la estructura de capital se optimiza de acuerdo a (Menéndez Requejo, 2001) “cuando el subsidio marginal de la deuda es igual al costo marginal por problemas financieros”, lo que significa que se incrementan los niveles de endeudamiento a medida que las utilidades netas o también conocidos como beneficios netos aumenten, por lo que los inversionistas tienden a ver el endeudamiento como una señal de valor para la empresa. El aumento de endeudamiento para algunos autores como (Navarrete Martínez, 2012) son tomados como una señal favorable de inversión, basándose en el supuesto que los directivos no se arriesgarían a incrementar su nivel de deuda si existiera una alta posibilidad de fracaso.

Marco Legal

Las compañías, por lo general se rigen, por la Ley de Compañías, normativa ésta que define a la compañía como el contrato mediante el cual dos o más personas

unen sus capitales o industrias para emprender en operaciones mercantiles y participar en utilidades. En el Ecuador, la institución encargada del control la vigilancia de las compañías, así como de regular el Mercado de Valores es la Superintendencia de Compañías, que es un organismo autónomo, financiado por las contribuciones del uno por mil de los activos de cada compañía, y es quien dicta los reglamentos para aplicación tanto de la Ley de Compañías, como de la Ley de Mercado de Valores.

La ley del mercado de valores vio por primera vez la luz el 28 de mayo de 1993, la cual posteriormente fue reemplazada por otra escrita el 23 de julio de 1998. Pero no es hasta el año 2006 que la Codificación de la actual ley del mercado de valores fue instituida con algunos cambios que se encuentran indicados dentro de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil.

Marco jurídico Vigente

Con respecto al marco jurídico de la investigación este ha sido extraído de la ley del Mercado de Valores que se encuentra dentro del marco legal que rige el Mercado Bursátil en el país, estas contienen las reformas elaboradas por la ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil.

El objetivo principal de la ley del Mercado de Valores es como lo estipula en su art. 1 e promover un mercado de valores que se distinga por su organización, eficacia, integridad y transparencia. La aplicación de esta ley se encuentra inmersa en los segmentos bursátiles y extrabursátiles, las bolsas de valores, las asociaciones gremiales, las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las

calificadoras de riesgo, los emisores, las auditoras externas y demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado de valores.

Los principios rectores del mercado de valores son; (1) fe pública, (2) protección del inversionista, (3) transparencia y publicidad, (4) información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna, (5) la libre competencia, (6) tratamiento igualitario a los participantes del mercado de valores, (7) la aplicación de buenas prácticas corporativas, (8) respeto y fortalecimiento de la potestad normativa de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, con sujeción a la Constitución de la República, las políticas públicas del Mercado de Valores y la Ley, y, (9) promover el financiamiento e inversión en el régimen de desarrollo nacional y un mercado democrático, productivo, eficiente y solidario.

Oferta Pública de Valores

De acuerdo con la ley la oferta pública de valores es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V., con el propósito de negociar valores en el mercado. Tal oferta puede ser primaria o secundaria.

El Art. 11 de la Ley del Mercado de Valores hace mención a la definición de oferta pública primaria y secundaria:

- Oferta pública primaria de valores: son los que tienen como objeto principal efectuar la negociación, por primera vez, en el mercado.
- Oferta pública secundaria de valores: tiene como objeto efectuar la negociación en el mercado, estas indican todos los valores que han sido emitidos y colocados anteriormente.

“Los valores que se emitan para someterlos a un proceso de oferta pública deben ser desmaterializados, exceptuando los valores genéricos emitidos por el sector financiero inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores que podrán ser títulos físicos o desmaterializados. Los valores que emitan las entidades del sector público podrán ser físicos si cuentan con la autorización de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera” (art. 11). El prospecto es el documento que presenta las características de los valores a emitirse, además de la información y datos importantes del emisor. El prospecto debe pasar por revisión y ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Oferta Pública de Adquisición

Este tipo de oferta según lo estipulado por la Ley del Mercado de Valores es realizado por una persona natural o jurídica, sola o en conjunto, con la finalidad de adquirir acciones u obligaciones que son convertibles en acciones, de compañías que se encuentran inscritas en la bolsa, para que se dispongan las condiciones para que los adquirentes lleguen a tomar su control. Se entiende como toma de control a la adquisición de poder sobre la dirección de las actividades de dicha sociedad, ya sea directa e indirectamente, a través de la posesión o representación en el capital de la misma (Ley del Mercado de Valores, s. f.).

Catastro público del mercado de valores

Es el espacio en el cual se inscribe la información pública de los emisores, valores y otras instituciones que se encuentran sujetas a la ley del mercado de valores.

Dentro del catastro público del mercado de valores deberá inscribirse:

1. Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;
2. Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación;
3. Las casas de valores y sus reglamentos de operación;
4. Los operadores de las casas de valores;
5. Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales;
6. Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos internos y de operación;
7. Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación;
8. Las cuotas emitidas por los fondos de inversión colectivos;
9. Los valores producto del proceso de titularización;
10. Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;
11. Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.;
12. Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;
13. Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores;
14. Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V.

15. La Sociedad Proveedora y Administradora del Sistema Único Bursátil;
16. Las entidades que cumplen funciones de banca de inversión.

Capítulo III

Metodología de la investigación

Cuando hablamos sobre la metodología estamos haciendo referencia al método o el modo en que orientamos un problema y buscamos la solución, esto quiere decir que no enfocamos en la forma que realizamos la investigación (Quecedo Lecanda & Castaño Garrido, 2002).

Para determinar los factores determinantes para que las pymes en el país tengan acceso al financiamiento por medio del mercado de valores ecuatoriano, se utilizara como metodología un enfoque mixto, en el que se desarrollaran el método cuantitativo y cualitativo. Ambos tienen el mismo peso y se desarrollaron de forma simultáneamente con la misma población.

Alcance del proyecto y diseño de la investigación

Con respecto al alcance del proyecto en términos generales en función a lo mencionado por Abreu (2014) se convierte en primer lugar en un estudio no experimental y de tipo longitudinal (panel). Es considerado correlacional porque ayuda a identificar el grado de relación que existen entre las variables dentro de un mismo contexto. Por otro lado, es considerada longitudinal panel porque analiza cómo evolucionan las variables y como se relación entre ellas. Es muy utilizado para

realizar estudios en el tiempo en el que siempre se incluyan a los mismo individuos, una de las ventajas de este método es que ayudan a conocer los cambios grupales pero también, los individuales del grupo de estudio (Hernández Sampieri, Baptista Lucio, & Fernández Collado, 2014)

Con respecto al diseño de la investigación, esta es de tipo descriptivo, correlacional y explicativa. Las investigaciones de alcance descriptivo frecuentemente son utilizadas cuando el objetivo del estudio es describir características o acontecimientos, de una comunidad, grupo, objetos, perfiles de personas o sector en específico (Lafuente & Marin, 2008). Por medio de este tipo de investigación se busca recoger o medir la información de forma independiente o conjunta basándose en las variables establecidas, a pesar de esto, el objetivo principal no es indicar como se relacionan estas variables (Hernández Sampieri et al., 2014).

También es considerada explicativa ya que, este trabajo va más allá de la descripción de conceptos, tiene como objetivo principal es identificar las causas reales de un problema, esto quiere decir, que no solo se centra en utilizar los conceptos para describir las variables o asociarlas, sino que busca comprender el comportamiento de las mismas (Abreu, 2012). De acuerdo a (Hernández Sampieri et al., 2014) “su interés se centra en explicar por qué ocurre un fenómeno y en qué condiciones se manifiesta o por qué se relacionan dos o más variables”.

Por medio de la investigación se agrega valor a la misma ya que el método explicativo ayuda a buscar la respuesta a cuál es la influencia entre las variables (Lafuente & Marin, 2008). Por lo que se sostiene que junto con el estudio correlacional los estudios de alcance explicativo permiten encontrar respuestas más sólidas a las investigaciones, de acuerdo con (Abreu, 2012)

“son más estructuradas que las demás, proporcionando un sentido de comprensión del objeto de estudio, y procurando entenderlo en base a sus causas y no a partir de una simple correlación estadística comprobada con otras variables”.

Datos

Dentro de las fuentes de información encontramos que se dividen en dos categorías: primarias y secundarias. Las fuentes primarias se las obtienen de la investigación directa al objeto de estudio por medio de distintas técnicas estadísticas preestablecidas, mientras que las fuentes secundarias son obtenidas por medio de un tercero para esto se debe tener en consideración; si la información es útil, es vigente y si es confiables. De acuerdo con (Hernández Sampieri et al., 2014) las fuentes secundarias solo “describen, discuten, interpretan, comentan, analizan, evalúan, resumen y procesan las fuentes primarias, las cuales son referenciadas”. Estas fuentes pueden ser; libros, artículos de revistas académicas que presentan las investigaciones de otras personas, periódicos, documentales, documentos escritos, informes de alguna institución que recopile data, entre otros (Bernal, 2010). Por lo que la recolección de datos para esta investigación será de tipo secundaria.

Dentro de esta investigación, la revisión de literatura está formada por libros y artículos de revistas científicas que brinden información acerca del mercado de valores y sobre los factores de endeudamiento de las empresas.

Para la comprobación de las hipótesis propuestas se utilizó información de fuentes secundarias. De manera específica, para las cuentas financieras, se emplearon los balances pertenecientes al formulario 101 provisto por las empresas a la institución supervisora; es decir, la Superintendencia de Compañías, Valores y

Seguros (SCVS). Esta información es reportada de manera anual por todas las empresas registradas en la SCVS y se encuentra disponible en el portal web de la institución. Así, se recogió información desde el año 2008 hasta el 2017, permitiendo tener la estructura de datos de panel. Debido al interés específico en estudiar aquellas empresas que acceden a financiamiento por medio del mercado de valores, la muestra de empresas se ve reducida a 1657 observaciones pertenecientes a 63 empresas. Dichas empresas, pertenecen a dieciséis diferentes actividades económicas, teniendo una mayor concentración en el comercio al por mayor y menor con una participación de 38.08% seguido de las manufacturas con el 35.91%.

Con la finalidad de verificar que los datos no tuvieran inconsistencias o datos aberrantes producto, por ejemplo, de errores en el ingreso de información; se revisaron las principales cuentas financieras: activos, pasivos, patrimonio, ventas y utilidades. También, se verificó que la ecuación contable fuera satisfecha y que las empresas no tengan un patrimonio neto menor a ochocientos dólares. Así, para la realización empírica, no hizo falta un proceso de depuración debido a que los datos guardaban consistencia.

Variable de estudio

La definición de variable de acuerdo con (Hernández Sampieri et al., 2014) “una propiedad que puede fluctuar y cuya variación es susceptible de medirse u observarse”. Con respecto a las variables utilizadas para el estudio, se ha tomado en consideración algunos estudios anteriores los cuales han analizado un problema parecido aplicado en diferentes contextos. Como el estudio realizado por Gómez (2014). El modelo plantea cinco variables independientes que según la literatura revisada son las más influyentes en la determinación de la decisión de endeudamiento en las empresas.

En la tabla 8 se muestra un resumen de las variables independientes utilizadas dentro del estudio y la relación que esta tiene con la teoría de la estructura de capital. Para un análisis más eficiente se relacionaron las variables directamente con las dos teorías que sustentan la estructura de capital estas son; *trade-off* y del *pecking order*. Esta operacionalización de las variables que se estudiarán nos permite tener un panorama más claro de lo que significan y cuál es su influencia dentro de la investigación.

Tabla 8 Variables utilizadas en el análisis de regresión

Variable	Justificación	Cálculo	Trade- Off	Pecking order
Valor Colateral de los Activos	Proveer Seguridad a los acreedores financieros.	Activos fijos/Activos	Positivo	
ROA/ROE	Empresas con niveles altos de rentabilidad tienden a disminuir su nivel de endeudamiento sustituyéndolo con financiamiento vía beneficios retenidos.	Utilidad neta/Activos		Negativa
Tamaño	Empresas de diferentes tamaños tienen diferentes comportamientos de endeudamiento, sobre todo en plazos de deuda. Por ejemplo, las empresas pequeñas tienen mayores niveles de endeudamiento de corto que de largo plazo	Ln(activos)	Positivo	
Crecimiento	El crecimiento de las empresas puede hacer que las necesidades de fondos futuros sean mayores.	Variación porcentual activos		Positiva
Escudo Fiscal	Este factor puede estar relacionado con el nivel de endeudamiento de una compañía debido a	Depreciación/Activos	Negativa	

Método cualitativo

Para la aplicación empírica, se pretende encontrar aquellos factores financieros que determinan la estructura de capital en las empresas locales que tienen financiamiento por medio del mercado de valores. Debido a la estructura de los datos, la aplicación de un modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) no capturaría la riqueza de los datos de panel. En su lugar, existen otras técnicas más adecuadas, en este marco; las más conocidas son aquellas de carácter estático, es decir, los estimadores de efectos fijos y de efectos aleatorios. A pesar de las ventajas de cada una, un diseño más conveniente viene dado por el estimador de efectos fijos. Esta técnica nos permite controlar la heterogeneidad no observada dentro del diseño de la investigación propuesta. Así, todos aquellos factores no son observables por el investigador, pero permanecen constantes en el tiempo, son controlados por este método. Esto permite tener estimadores algo menos sucios de sesgo y eliminar cualquier otro tipo de influencia que pueda hacer ruido en la relación propuesta. De esta manera, matricialmente el modelo toma la siguiente forma:

Considerando un modelo general donde todas las variables varían en i y t .

$$y_{it} = x'_{it}\beta + \alpha_i + \eta_{it} \quad (1)$$

Teniendo en consideración que $t = 1, \dots, T$

$$\underset{T \times 1}{y_i} = \underset{T \times L \times L \times 1}{X_i} \underset{1 \times 1}{\beta} + \underset{1 \times 1}{\alpha_i} \underset{1 \times T \times 1}{1_T} + \underset{T \times 1}{\eta_i} \quad (2)$$

$$Q_T y_i = Q_T X_i \beta + \alpha_i Q_T 1_T + Q_T \eta_i \quad (3)$$

Definimos

De otro modo

$$\tilde{y}_i = \tilde{X}_i \beta + \tilde{\eta}_i$$

$$\begin{bmatrix} \tilde{y}_i \\ \vdots \\ \tilde{y}_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \tilde{X}_1 \\ \vdots \\ \tilde{X}_n \end{bmatrix} \beta + \begin{bmatrix} \tilde{\eta}_i \\ \vdots \\ \tilde{\eta}_n \end{bmatrix} \quad (4)$$

$$\underset{Tn \times 1}{\tilde{y}} = \underset{Tn \times 1}{\tilde{X}} \underset{Tn \times 1}{\beta} + \underset{Tn \times 1}{\tilde{\eta}} \quad (5)$$

Por lo tanto, el estimador de efectos fijos, toma la siguiente forma:

$$\hat{\beta}_{FE} = (\tilde{x}' \tilde{x})^{-1} \tilde{x}' \tilde{y} \quad (6)$$

$$\hat{\beta}_{FE} = \left(\sum_{i=1}^n \tilde{x}_i' \tilde{x}_i \right)^{-1} \sum_{i=1}^n \tilde{x}_i' \tilde{y}_i \quad (7)$$

A pesar de que este estimador puede ser bastante robusto en términos de eficiencia, para que los resultados sean completamente insesgados deben cumplir

ciertos supuestos. Entre ellos, que no exista autocorrelación, que la covarianza entre los cofactores (variables independientes) y el término de error sea cero, que no exista heterocedasticidad y que el grado de multicolinealidad del modelo sea bajo. De todos los posibles problemas anteriormente mencionados, el más difícil de cumplir es la exogeneidad entre las variables independientes y el término de error, este problema es conocido como endogeneidad y sus dos fuentes comunes son el sesgo por variables omitidas y la causalidad reversa. El tratamiento de este problema usualmente es abordado por métodos que consideren el uso de variables instrumentales, no obstante, en la práctica encontrar un instrumento útil no es una tarea sencilla. Sin embargo, existen otras prácticas menos ortodoxas ampliamente utilizadas; entre estas el uso de rezagos en las variables independientes que potencialmente podrían sufrir de problemas de endogeneidad. La idea intuitiva detrás de esto es que, si bien es cierto que en un periodo determinado, por ejemplo “ t ”, la covarianza entre una variable y el término de error puede ser diferente de cero; en “ $t-1$ ” es menos probable que esto suceda (a menos que el efecto sea persistente en el tiempo). Así, aunque este enfoque puede no eliminar del todo el sesgo, al menos mitiga el problema de endogeneidad. Otro problema bastante común, aunque menos tratado, es el ajuste correcto de los errores. Este problema no es trivial desde que un mal tratamiento de los errores podría conducir a mostrar evidencia de un efecto que realmente no existe. Por ejemplo, los problemas de autocorrelación y heterocedasticidad son los más comunes. Para esto, se podría pensar que utilizar errores estándares robustos sería suficiente, sin embargo, esto solo se cumple cuando el tamaño del panel es pequeño. Por otro lado, dentro de la micro econometría otro problema es la dependencia transversal de los errores, este problema suele ser obviado aun cuando los estimadores podrían perder eficiencia. Dentro de esta

investigación, se pretende abordar metodológicamente todos estos problemas para brindar resultados confiables.

Estrategia Empírica

Para la determinación de los factores que están relacionados al nivel de endeudamiento se han desarrollado diferentes especificaciones con la finalidad de probar la estabilidad del modelo propuesto. No obstante, tomamos como punto de partida el modelo desarrollado por De Miguel & Pindado (2001). Así, el modelo teórico de datos de panel toma la siguiente forma:

$$Estructura_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 Tama\tilde{n}o_{it} + \beta_3 VCA_{it} + \beta_4 Escudo_{it} + \beta_5 Crecimiento_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Donde son representadas de la siguiente forma:

- $Estructura_{it}$ = la estructura de capital de la empresa i en el tiempo t
- ROA_{it} = la rentabilidad de la empresa,
- $Tama\tilde{n}o_{it}$ = el logaritmo natural de los activos.
- VCA_{it} = el valor colateral de los activos,
- $Escudo_{it}$ = el escudo fiscal
- $Crecimiento_{it}$ es la variación porcentual de los activos con respecto al año

anterior

En este documento se analiza la estructura de capital completa; por esta razón, no se realiza una discriminación de largo o de corto plazo.

A pesar de que la ecuación 8 puede bien representar la estructura de capital, existen otros factores de entorno (ambiente) que pueden afectar a la estructura de las empresas, como, por ejemplo, las restricciones de acceso al crédito o cambios en los esquemas de endeudamiento. Todo esto en conjunto podría contribuir a variaciones en las decisiones de financiamiento de las compañías. Por esta razón es importante incluir variables que capturen estos efectos diversos. Una manera, es incluir variables de corte macroeconómico y de industria, así como de actividad, tendencias e

$$Estructura_{it} = \beta_0 + Linea - Base + \sum_{t=1}^T Años_t + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

incertidumbre económica. Otra forma, algo más completa, es incluir variables dicotómicas de tiempo. Para la aplicación empírica presentada en este documento se seguirá el segundo enfoque el cual considera los posibles shocks que ocurren en el tiempo. Así, se tiene:

donde,

$$Linea - Base = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 Tama\tilde{n}o_{it} + \beta_3 VCA_{it} + \beta_4 Escudo_{it} + \beta_5 Crecimiento_{it}$$

Por otro lado, debido a que el concepto de rentabilidad es muy amplio se pretende mostrar estabilidad en el modelo propuesto cambiando el ROA por el ROE.

Método cuantitativo

Para el desarrollo del método cuantitativo, primero se desarrolló una revisión de la literatura como fuentes secundarias, esto con la finalidad de identificar cuáles son los determinantes con los que se iba a realizar la medición. Estos se encuentran basados en el reconocimiento del estado actual del mercado de valores ecuatoriano y de las características de las Pymes en Ecuador. La información que se

obtuvo mediante la investigación en las instituciones como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Bolsa de valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil, así como en documentos especializados, revistas indexadas nacionales e internacionales lo que contribuyó a la construcción del marco teórico que fundamenta la investigación.

Una vez identificadas las determinantes que son más relevantes, se elaboró una encuesta de opinión que se realizaran a las Pymes que cotizan en el mercado de valores (63 empresas). La encuesta tiene como objetivo ampliar el estudio y presentar el punto de vista de las empresas que son las tomadoras de decisiones. El sondeo fue realizado mediante correo electrónico y por teléfono a los gerentes financieros o responsables de la toma de decisión al momento de la búsqueda de financiamiento. El cuestionario tiene como base el estudio de (López Lozano, 2015) quien estableció los factores determinantes de acceso al segundo mercado para las pymes del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá y al estudio de (Mwarari & Ngugi, 2013) lo mismos que determinaron los factores que influyen en las pymes de Kenia para que listen en el mercado de valores.

El cuestionario de ambos estudios fue adaptado a Ecuador por medio de los determinantes de acceso al mercado usando una escala de Likert, en la que se divide en dos partes la determinación de la influencia para que las pymes ingresen al mercado de valores y la segunda pregunta denota el nivel de aceptación de cada supuesto. Al igual que en el estudio de (Mwarari & Ngugi, 2013) en este estudio los datos fueron analizados identificando la moda y aplicando una prueba de correlación de Pearson para conocer la relación entre las variables dentro de cada clasificación.

Capítulo III: Análisis de resultados

Estimaciones y resultados del enfoque cualitativo

Los resultados del análisis de regresión son presentados en la tabla 9, aquí se muestran cuatro modelos diferentes los cuales siguen dos enfoques: el enfoque base y el enfoque de control. El primero, es decir, el enfoque base representa el modelo propuesto sin controlar por los efectos fijos del tiempo (previamente descritos); mientras que el modelo de control incluye estos efectos. También, se presenta evidencia para diferentes tipos de medidas de rentabilidad y como análisis de robustez, en la tabla 9, se presentan los modelos 8 y 9 substituyendo las variables a nivel por rezagos de un año.

Tabla 9. Resultados de la regresión de efectos fijos

y_{it} : Estructura de Capital	Base	Control	Base	Control
	(1)	(2)	(3)	(4)
ROA	-0.656*** (0.145)	-0.674*** (0.123)		
ROE			-0.007 (0.011)	-0.013* (0.007)
VCA	-0.213*** (0.047)	-0.138*** (0.041)	-0.136*** (0.041)	-0.113*** (0.038)
Escudo Fiscal	-0.021 (0.067)	-0.002 (0.063)	0.082* (0.049)	0.093** (0.047)
Crecimiento	0.0002 (0.0002)	0.0001** (0.0002)	0.0001** (0.0002)	0.0001** (0.0001)
Tamaño	-0.002 (0.002)	0.185*** (0.006)	0.004 (0.005)	0.018** (0.005)
Otros Efectos fijos				
Años	No incluidos	Incluidos	No incluidos	Incluidos
Cuidad	No incluidos	Incluidos	No incluidos	Incluidos

Notas: ROA y ROE representan las variables de rentabilidad. VCA es el valor colateral de los activos. Errores estándar en clúster por empresas para corregir heterocedasticidad y autocorrelación. ***, **, * representan los niveles de significancia al 1,5 y 10% respectivamente. Se debe considerar que las variables mientras más proximidad tengan al 1 son más relevantes mientras que si son negativos dejan de serlo.

Tabla 10 Resultados de la regresión de efectos fijos rezagada

y_{it} : Estructura de	Base	Control	Base	Control
--------------------------	------	---------	------	---------

<i>Capital</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
ROA	-0.008 (0.031)	-0.038 (0.037)		
ROE			-0.018*** (0.003)	-0.014*** (0.037)
VCA	-0.100** (0.041)	-0.078** (0.038)	-0.082** (0.039)	-0.063* (0.037)
Escudo Fiscal	0.015 (0.025)	0.003 (0.025)	0.044* (0.025)	0.055** (0.025)
Crecimiento	0.0003*** (0.0003)	0.0003*** (0.0003)	0.0003*** (0.0003)	0.0003*** (0.0003)
Tamaño	-0.005 (0.004)	0.004 (0.004)	-0.004 (0.005)	0.003 (0.004)
Otros Efectos fijos				
Años	No incluidos	Incluidos	No incluidos	Incluidos
Ciudad	No incluidos	Incluidos	No incluidos	Incluidos

Notas: ROA y ROE representan las variables de rentabilidad. VCA es el valor colateral de los activos. Errores estándar en clúster por empresas para corregir heterocedasticidad y autocorrelación. ***, **, * representan los niveles de significancia al 1,5 y 10% respectivamente. Todas las variables independientes están rezagadas un periodo.

La tabla 9 muestra los resultados de regresión para el análisis propuesto, aquí se puede observar la relación entre las variables independientes y la estructura de capital. Entre los resultados a destacar, se encuentra que la rentabilidad, el valor colateral de los activos y la variación porcentual de los activos son determinantes estables para explicar la estructura de capital de las empresas que acceden al financiamiento en la bolsa de valores del Ecuador.

Es destacable que la rentabilidad de las empresas esta negativamente relacionada con la estructura de capital, esto podría indicar que las compañías a medida que incrementan sus márgenes de ganancia, en promedio, disminuyen su nivel de endeudamiento y podrían sustituirlo por financiamiento vía ingresos retenidos. Esta relación se cumple para la rentabilidad medida por el ROA y por ROE, lo que muestra un comportamiento estable en esta relación. Estos resultados van alineados con los resultados dados por el modelo desarrollado por (Cornejo Díaz, s. f.; Gómez Jacinto, 2014) en los que destacan que los resultados de sus trabajos así

como este tienen una tendencia a la búsqueda de recursos financieros de acuerdo a un orden de prioridad como lo detallan en la teoría del *pecking order*.

Por otro lado, el valor colateral de los activos es un determinante estable y robusto en todas las especificaciones manteniendo su efecto y significancia. Su relación con la estructura de capital es negativa, este resultado indica que las empresas ecuatorianas que se financian por medio del mercado de valores no utilicen sus activos como garantía para sus gestiones de endeudamiento, también se debe considerar que para este tipo de financiamiento no existen exigencias de garantías. Otro aspecto a considerar es que las pymes tienden a un endeudando a un plazo en el que las exigencias por garantías sean menores y así disminuir el riesgo de comprometer sus activos; este resultado también se muestra en anteriores investigaciones (Brealy et al., 2011; Cornejo Díaz, s. f.; Gómez Jacinto, 2014; Myers & Majluf, 1984). Estos resultados van alineados con la teoría del *pecking order* la cual afirma que los al buscar financiamiento los gerentes prefieren buscar financiamiento externo antes que financiarse con sus propios recursos.

El tamaño de las empresas también resulta ser una determinante de la estructura de capital (aunque menos robusto). Esto sustenta la idea que las empresas en promedio se endeudan para financiar activos que les permitan fortalecer su capital de trabajo y buscar así incrementar las ventas de la compañía; este resultado es consistente con anteriores trabajos como el realizado por (Gómez Jacinto, 2014). La relación de esta variable con la teoría de la estructura de capital nos direcciona a la teoría *trade-off* la cual explica que las empresas mientras más grandes sean tendrán mayor preferencia al endeudamiento.

El crecimiento de las empresas también se muestra como un determinante de la estructura de capital, debido a su relación positiva con la estructura de capital este resultado podría ser un indicador de que el mantener un nivel de endeudamiento alto ha contribuido al desarrollo de esta muestra de empresas. Esto también podría dar luz de la buena gestión de financiamiento realizada por estas empresas y confirmar la evidencia de que parte de este financiamiento se está dirigiendo a la compra de activos y al capital de trabajo. De acuerdo a (Gómez Jacinto, 2014) que el crecimiento de las empresas incrementa la probabilidad de que estas opten por la búsqueda de financiamiento, lo cual explica el resultado obtenido de esta variable con respecto a la investigación.

Otro resultado interesante pero no tan robusto, es la evidencia encontrada entre la relación con el escudo fiscal. La dirección de este efecto es positiva, lo que podría indicar que las empresas prefieren el financiamiento por deuda para poder disminuir su base imponible y generar “más ganancias”. A diferencia del estudio realizado por (Gómez Jacinto, 2014) en Ecuador este factor parece ser relevante y a pegarse a la teoría propuesta por (Graham & Leary, 2011) que explica que esta relación es positiva debido a deducibilidad de los intereses.

Estimación y resultados del enfoque cuantitativo

En esta sección se va a analizar y justificar los determinantes de acceso al mercado de valores, identificados a largo del marco teórico a partir del establecimiento del estado actual del mercado de valores en Ecuador y la caracterización de las Pymes. Continuando con el modelo metodológico, se presentan los resultados de las encuestas de opinión, en los cuales se analizarán los resultados, con motivo de contrastar los determinantes cualitativos identificados con las opiniones de las Pymes en relación a su grado de influencia.

Acceso a la información

En el caso de la influencia que tiene el acceso a la información para que las empresas se financien a través del mercado de valores, el estudio encontró que la mayoría de las Pymes se encuentra de acuerdo con que el acceso a la información, es un determinante de la incursión de las empresas mercado de valores, mostrando una aceptación favorable al 94%. Así se muestra en la tabla 11.

Tabla 11 *¿Considera que el tener acceso a información es importante para que las empresas busquen financiamiento por medio del mercado de valores?*

	Frecuencia	Participación
Muy de acuerdo	3	4,8%
De acuerdo	59	93,7%
Moderadamente de acuerdo	0	0,0%
En desacuerdo	1	1,6%

Fuente: elaboración propia

De acuerdo al nivel de aceptación en relación a la influencia del acceso a información sobre la lista de atributos, es posible determinar de forma general que las Pymes se encuentran de acuerdo en un 90.48% que no conocen donde pueden encontrar información pertinente para que ellas formen parte del MV. Cabe recalcar que el 3.17% de la población encuestada está en desacuerdo con respecto a esta afirmación.

Con respecto al atributo que afirma que no existe publicidad necesaria exponiendo los beneficios de ser emisor en el mercado de valores, de acuerdo con la encuesta el 93.65% de las empresas consideran que no existe, mientras que el 4.76% considera que existe, pero de forma moderada lo que hace que este mercado no se vea explotado y las empresas no lo consideren como medio de financiamiento.

Otro factor estudiado es la intervención del gobierno y las dos bolsas de valores en el país para divulgar la información, este atributo es importante porque el

77.78% de los encuestados están de acuerdo, y el 9.52% se encuentra moderadamente de acuerdo lo que significa, que a pesar que en los últimos años el gobierno ha implementado nuevas regulaciones como el Registro Especial Bursátil (REB), las facturas comerciales negociables, entre otros.

Tabla 12 Factores con respecto al acceso a información del MV

	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Moda
No conoce donde encontrar información para ser parte del MV	6,35%	90,48%	0%	3,17%	3
No existe publicidad en medios mostrando las ventajas de ser emisor	0%	93,65%	4,76%	3,17%	3
El gobierno y las instituciones como las Bolsas de Valores (Quito y Guayaquil) no han divulgado información sobre el MV	6,35%	77,78%	9,52%	6,35%	3

Fuente: elaboración propia

Con respecto a la relación entre las variables aplicando la prueba de correlación de Pearson, encontramos en la tabla 13 que existe una correlación positiva entre todas las variables de este segmento ya que los valores obtenidos son mayores a 0. La correlación más fuerte es la que existe entre el acceso a la información y el que no exista publicidad en medios que muestren las ventajas del MV, estas dos variables y su relación muestran un claro problema dentro del mercado porque significa que al no ser difundida esta información se presenta como un limitante para la decisión de las pymes. La siguiente correlación que tiene un nivel de 0.7222 es la que se haya entre la falta de publicidad de las ventajas y el de la facilidad de encontrar información para formar parte del MV, ambas denotan un grado relevante de importancia y de acuerdo a las estadísticas se demuestra que la carencia de ellas son un limitante para el acceso al mercado.

Tabla 13 Correlación de Pearson

	<i>Acceso a Información del MV</i>	<i>No conoce donde encontrar información para ser parte del Mercado de Valores</i>	<i>No existe publicidad en medios mostrando las ventajas de ser emisor</i>	<i>El gobierno y las instituciones como las Bolsas de Valores (Quito y Guayaquil) no han divulgado información sobre el mercado de valores</i>
Acceso a Información del MV	1			
No conoce donde encontrar información para ser parte del Mercado de Valores	0,6968	1		
No existe publicidad en medios mostrando las ventajas de ser emisor	0,7445	0,7223	1	
El gobierno y las instituciones como las Bolsas de Valores (Quito y Guayaquil) no han divulgado información sobre el mercado de valores	0,4178	0,4674	0,4994	1

Fuente: elaboración propia

Desarrollo del mercado

En relación al desarrollo del mercado de valores y su relevancia en el acceso de las pymes a este mercado, en la tabla 14 se identificó por medio de la encuesta de opinión que el 74.6% están de acuerdo que el desarrollo del mercado de valores incrementa la participación de las pymes. Es también importante considerar que el 17.5% considera que se encuentran moderadamente de acuerdo por lo que este factor es importante para los gerentes o tomadores de decisiones en las empresas al momento de buscar una fuente de financiamiento.

Tabla 14 ¿Considera que al desarrollo del mercado de valores en el país influye en el incremento de la participación de las Pymes en el mismo?

	Frecuencia	Participación	Moda
Muy de acuerdo	4	6,3%	3
De acuerdo	47	74,6%	
Moderadamente de acuerdo	11	17,5%	
En desacuerdo	1	1,6%	

Fuente: elaboración propia

Sobre la lista de atributos que miden el nivel de aceptación de la influencia del desarrollo del mercado de valores. Los encuestados en un 87% está de acuerdo que las pymes no contemplan la opción de ingresar al MV porque este aún es muy pequeño y poco desarrollado, solo el 2% considera que este atributo no es correcto.

El segundo, hace referencia a la falta de regulación del MV presentando un 76% que está de acuerdo que esto es un factor que influye en su resistencia a buscar este medio de financiarse. Por último, el 87% está de acuerdo que no consideran que la cantidad de inversores dentro del MV sea relevante para que este funcione.

Tabla 15 Nivel de aceptación y su influencia del desarrollo del mercado de valores sobre la lista de atributos

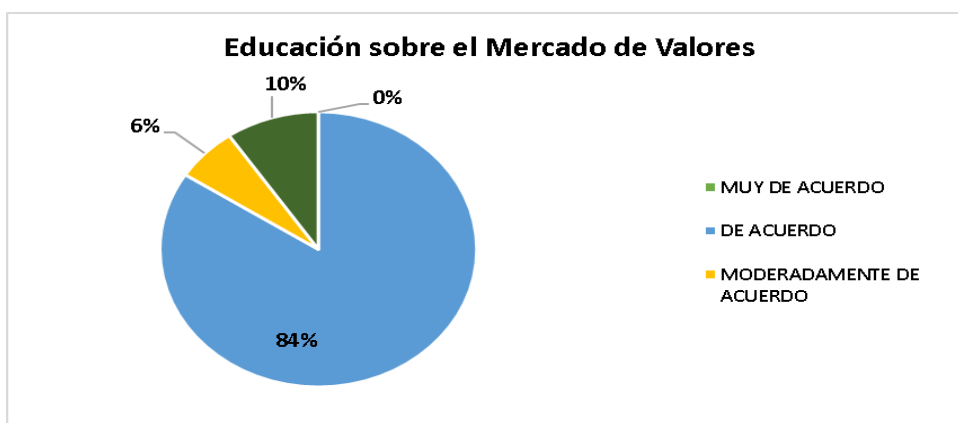
	MUY DE ACUERDO	DE ACUERDO	MODERADAMENTE DE ACUERDO	EN DESACUERDO
Las pymes no contemplan la opción de ingresar al MV porque es un mercado pequeño y poco desarrollado	2%	87%	10%	2%
Las pymes consideran que el MV aún no se encuentra bien regulado	19%	76%	2%	3%
Los empresarios consideran que dentro del MV existen pocos inversores	0%	87%	11%	2%

Fuente: elaboración propia

Educación sobre el mercado bursátil

En relación a este determinante, el 84% de la población está de acuerdo que mientras más conocimientos se tengan sobre el mercado de valores, entonces las pymes se verán más incentivadas a participar dentro del mismo. Con respecto a los resultados tenemos que considerar que en este segmento de estudio ninguna empresa considera que la educación bursátil no sea importante.

Gráfico 4 Relevancia de la Educación bursátil



Fuente: elaboración propia

Los resultados de la tabla 16, discuten el vacío de conocimiento identificado a lo largo del documento, en donde el determinante de educación es uno de los más relevantes dentro del estudio, ya que genera asimetrías de información y problemas de selección adversa, causando una baja o nula presencia de las Pymes en el mercado de valores. Dentro del análisis se encuentra que en ambos atributos existen resultados similares, los dos tienen una aceptación del 78% que están de acuerdo que no conocen los beneficios de financiarse dentro del MV y que los empresarios no han tenido capacitaciones sobre los requisitos y beneficios de este mercado. Pero también encontramos que el 10% han contestado en ambos casos que no están de acuerdo que estos atributos sean realmente importantes para la toma de la decisión.

Tabla 16 Nivel de aceptación con respecto a la relación de la educación sobre el mercado de valores con respecto a los atributos

	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo
No conocen los beneficios de financiarse por medio de títulos, bonos, facturas comerciales negociables, papeles comerciales, etc.	2%	78%	11%	10%

Los empresarios no han recibido capacitación sobre los requisitos y beneficios para ingresar al MV	0%	78%	13%	10%
--	----	-----	-----	-----

Fuente: elaboración propia

Con respecto al nivel de correlación que estas variables tienen entre sí encontramos que es significativa esta relación en todos los casos. En la tabla 17 se muestra que a pesar de esto la más relevante es la relación entre la falta de capacitación y el desconocimiento de los beneficios, lo cual tiene sentido porque si las pymes no se encuentran preparadas y no conocen cuáles son sus beneficios, por lo que se verán menos incentivadas en pertenecer al mercado de valores y buscarán financiamiento en otras entidades.

Tabla 17 *Correlación de Pearson para medir la relación entre las variables sobre la educación bursátil*

	Educación bursátil	No conocen los beneficios	Falta de capacitación
Educación bursátil	1		
No conocen los beneficios	0,845148293	1	
Falta de capacitación	0,884651727	0,92527446	1

Fuente: elaboración propia

Gobierno Corporativo

El término gobierno corporativo “establece las relaciones entre la junta directiva, el consejo de administración, los accionistas y el resto de partes interesadas, y estipula las reglas por las que se rige el proceso de toma de decisiones sobre la compañía para la generación de valor”(Deloitte Spain, 2019) de acuerdo a lo anterior y con respecto a la tabla 18, tenemos un 90.5% de los encuestados están de acuerdo con la premisa que el gobierno corporativo de una empresa tiene influencia en su decisión de cotizar en el MV, esto indica que para las pymes la publicación de

estados financieros e información relevante, la inclusión de terceras personas en la junta directiva así como la pérdida de autonomía, si influyen en su decisión de acceder en búsqueda de financiamiento por medio de este mercado.

Tabla 18 ¿El gobierno corporativo tienen influencia en que las Pymes tomen la decisión de cotizar en el MV?

	Frecuencia	Participación	Moda
Muy de acuerdo	0	0,0%	3
De acuerdo	57	90,5%	
Moderadamente de acuerdo	5	7,9%	
En desacuerdo	1	1,6%	

Fuente: elaboración propia

Con respecto a la respuesta de las pymes acerca del nivel de aceptación a la lista de atributos fundamentados en el gobierno corporativo. De acuerdo a la tabla 19 tuvimos como respuesta predominante para los tres atributos que las empresas estudiadas se encontraban de acuerdo con el hecho de que transparentar estados financieros, incluir nuevos miembros dentro de la junta y el perder el control absoluto de la empresa son factores muy relevantes al momento de decidir si ingresar o no dentro del mercado de valores.

Tabla 19 Relación entre el Gobierno Corporativo y la lista de atributos

	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo
Transparentar los estados financieros e información de las pymes es relevante para que se tome la decisión de buscar financiamiento o no en el MV	2%	95%	2%	2%
La inclusión de nuevos miembros dentro de la junta directiva, es un determinante para que las pymes quieran ingresar al MV	2%	84%	13%	2%

El perder control sobre la empresa y la toma de decisiones, es un determinante para que las pymes busquen financiarse mediante el MV	2%	92%	5%	2%
--	----	-----	----	----

Fuente: elaboración propia

Con respecto a la correlación de las variables como se muestra en la tabla 20 tenemos que todas guardan un nivel de significancia positiva entre ellas. Con respecto a esto en el caso de la variable en la que indican que las pymes sienten un nivel de rechazo a transparentar sus estados financieros tiene una relación del 0.719 con el miedo a perder el control de la toma de decisiones de la compañía. Por otro lado, encontramos que los resultados muestran la importancia del manejo de la compañía y las relaciones dentro de la misma con respecto a la toma de decisión de financiamiento.

Tabla 20 *Correlación entre las variables del Gobierno corporativo que influyen en la toma de decisiones*

	Gob. Corporativo	Transparencia financiera	Nuevos miembros junta directiva	Pérdida de control de toma de decisiones
Gob. Corporativo	1			
Transparencia financiera	0,684	1		
Nuevos miembros junta directiva	0,408	0,565	1	
Pérdida de control de toma de decisiones	0,571	0,719	0,465	1,000

Fuente: elaboración propia

Conclusiones

Por medio de este trabajo se ha querido demostrar cuales son los determinantes para que las pymes tomen la decisión de acceder al mercado de valores en Ecuador. Los resultados obtenidos en la investigación son relevantes porque nos brindan una visión más amplia de lo que está sucediendo con respecto a la relación de las pymes con este mercado, siendo de gran utilidad para que las empresas y las entidades reguladoras del mercado de valores tomen medidas para mejorarlo.

Con la finalidad de obtener resultados más relevantes se optó por aplicar una metodología mixta. De esta metodología, en la parte cuantitativa, se realizó el estudio de las fuentes secundaria (fuentes institucionales) para así recopilar información financiera pertinente. Esta parte del proceso, fue estudiada por medio de una regresión de datos de panel para ser analizadas basándose en la investigación de las teorías y estudios empíricos sobre la estructura de capital, con la finalidad de medir los factores que influyen a los directivos a decidir el tipo y nivel de endeudamiento de las pymes que se encuentran dentro del mercados de valores.

Las variables han sido empleadas un sin número de estudios sobre la estructura de capital en el mundo, pero dentro de Ecuador es un tema muy poco explorado y más aún si se lo enfoca hacia las pymes por lo que, la investigación expone datos curiosos y relevantes sobre el tema. El modelo utilizó cinco variables que, de acuerdo con la literatura revisada son las determinantes más influyentes, aunque no son los únicos. Los resultados obtenidos muestran que de las pymes dentro del mercado de valores ecuatoriano los factores determinantes de la estructura de capital son el tamaño, crecimiento y escudo fiscal, mientras que rentabilidad y

valor colateral de los activos no arrojaron resultados positivos aun así esto no los vuelve irrelevantes para futuras investigaciones.

Los resultados muestran que el tamaño dentro de la investigación es un determinante importante para las pymes que cotizan en el mercado de valores durante todos los periodos de estudio, lo que nos lleva a concluir que las empresas buscan este tipo el financiamiento por medio del mercado de valores para poder invertir en activos que los ayuden a incrementar sus ventas. De la mano con el tamaño de la empresa, también se obtuvo una respuesta positiva con respecto a la variable crecimiento la cual muestra que si la empresa crece entonces su inclinación al endeudamiento crece con ella, por lo que de acuerdo a los resultados la mayoría de las pymes que cotizan presente esta variable como relevante. Por último, los resultados muestran que el escudo fiscal a pesar de no ser una variable tan robusta tiene un efecto positivo, lo que se fundamenta en la postura que las pymes con la finalidad de crear un ahorro por medio del escudo fiscal, se inclinan a la búsqueda de financiamiento externo.

Estos datos son relevantes porque permiten mostrarles a las pymes, que hoy en día no cotizan en el mercado de valores pero que se pueden considerar como potenciales emisoras, como este mercado se encuentra desarrollándose en la actualidad. De esta forma ellas tendrán un referente con respecto a cómo direccionar su decisión de endeudamiento de acuerdo a los factores de crecimiento, tamaño y ventajas del escudo fiscal que se han demostrado en el estudio.

Por otro lado, tenemos los resultados obtenidos por medio del método cuantitativo. Fue realizado por medio de encuestas de opinión a las 63 pymes que se encuentran hoy en día dentro del mercado de valores. Se consideraron cinco puntos determinantes, como lo son; el acceso a información, desarrollo de los mercados, la

educación bursátil y el gobierno corporativo, estos conforman las variables que presentan relevancia dentro del estudio cuantitativo sobre el acceso de estas empresas al mercado de valores. Cada una de ellas usando una escala de satisfacción de Likert, mostraron su punto de vista con respecto al mercado de valores y de forma global a su acceso.

Dentro de estos resultados, aspectos como la poca información brindada por el sector público y los entes reguladores e intermediarios (bolsas de valores y casas de valores), el transparentar la información financiera, la falta de conocimiento de las ventajas y requisitos que ofrece el mercado, resultan ser puntos importantes para considerar. Con esta investigación se denota que existen falencias dentro de este mercado y de cómo se está presentando como una opción para las pequeñas y medianas empresas.

Por medio de esta sección del estudio se intenta que los problemas como la falta de conocimiento de este mercado sea más visible para las autoridades y entes reguladores, con el objetivo de mejorar y que la información pueda fluir para que los dueños o tomadores de decisiones de las pymes también tengan en consideración el mercado de valores al momento de buscar financiamiento. Es claro que los esfuerzos del gobierno por detonar este mercado han sido palpables, pero aun así los resultados muestran que se pueden implementar medidas más agresivas para que el mercado de valores en el país crezca.

Este trabajo presenta resultados que no se encuentran desarrollados en Ecuador (la afirmación es basada en la búsqueda de estudios similares y que no se consiguieron) mostrando la estructura de capital de las pymes que se desarrollan en el mercado de valores lo cual se utilizó para poder referenciar a los determinantes financieros que inciden en el endeudamiento de las mismas. Adicional, la encuesta

de opinión también es un trabajo que aporta a la sociedad ya que permite conocer como estas empresas que ya han ingresado al mercado de valores perciben o percibieron el proceso, el conocimiento y el desarrollo para poder ingresar al mismo.

En conclusión, el trabajo es de utilidad para las partes institucionales del gobierno y los entes reguladores del mercado de valores, ya que son los que influencia en la creación de políticas, en la difusión del mercado y en su regulación. Pueden considerar la investigación como un marco referencial para impulsar la adhesión de nuevas pymes al mercado de valores y que estas puedan crecer y encontrar nuevas fuentes de financiamiento más allá del tradicional que es por medio de la banca.

Recomendaciones

El presente estudio se realizó basándose en estudios internacionales debido a la falta de investigación sobre este tema en el país, se sugiere que para futuras investigaciones se amplíen las variables basándose en literatura relacionada al mercado de valores latinoamericano. Así se pueden realizar una comparación entre los factores determinantes que son relevantes en los países en vías de desarrollo y los que son relevantes en los países desarrollados.

Se sugiere para futuras investigaciones que se analice la estructura de capital para las empresas de manera general, con una muestra más grande ayudaría a una mejor comprensión de las decisiones de endeudamiento de las empresas en el Ecuador. En cuanto a la parte metodológica, sería importante replicar el modelo propuesto con modelos dinámicos de datos de panel.

Con respecto a los resultados encontrados en el trabajo, se sugiere que en el país se deberían aplicar incentivos fiscales para la inversión en el mercado de valores, de tal forma que se motive a los inversionistas lo cual tendría un efecto directo en los inversionistas. Así también el gobierno y los entes reguladores deben considerar la aplicación de incentivos para que los emisores presente mejoras en el ámbito productivo y sigan creciendo de esta manera sus posibilidades dentro del mercado de capitales aumentan.

Con respecto al estudio cuantitativo sugiero que para futuras investigaciones se puede realizar la investigación abarcando a todas las empresas que se encuentran dentro del mercado de valores, de esta forma se podrá identificar si la percepción y el acceso de la información y de la relevancia de las otras variables también depende

del tamaño de la empresa. Adicional, se puede realizar un estudio al público en general para que se mida la opinión de las personas acerca del mercado de valores.

Finalmente, se recomienda considerar el estudio planteado y proponer nuevos temas que giren entorno al desarrollo de las pymes y el mercado de valores que es poco explotado para así abrir nuevas vías de financiamiento y beneficiar a la sociedad en general (emisores e inversionistas). Si en futuros estudios se hace referencia a este mercado se lograría crear una cultura bursátil dentro del área académica lo que ayudaría a que esta se disperse y llegue al área empresarial.

Bibliografía

- Agrawal, A., & Nagarajan, N. (1990). *Corporate capital structure, agency cost, and ownership control : The case of all-equity firms*. 45(4), 1325-1331.
- Akerlof, G. (1970). The market for « lemons » : Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarter Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Alibhai, S., Bell, S., & Conner, G. (2017). *Whats Happening in the Missing Middle ?*
Recuperado de
<http://documents.worldbank.org/curated/en/707491490878394680/pdf/113906-WhatsHappeningintheMissingMiddleLessonsinSMEFinancing-29-3-2017-14-20-24.pdf>
- Andrade Guerrón, S., & Calero García, E. (2016). *El mercado de valores como alternativa de financiamiento para la pequeña y mediana empresa (pyme) en ecuador*. 171.
- Association for Financial Markets in Europe (AFME). (2015). *Conseguir financiación para pequeñas y medianas empresas europeas*. Recuperado de <http://www.afme.eu/>
- Auz Flores, R. D. (2015). *Análisis de eficiencia de la bolsa de valores de Quito, periodo 2013—2015*. Zamorano.
- Bala Subrahmanya. (2005). *International Journal of Management and Enterprise Development* 2. 2(1), 122-139.
- Bala Subrahmanya, M. H. (2009). Nature and strategy of product innovations in SMEs : A case study-based comparative perspective of Japan and India. *Innovation*, 11(1), 104-113. <https://doi.org/10.5172/impp.453.11.1.104>
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1996). On Financial Architecture : Leverage, Maturity and Priority. *Journal of applied Corporate Finance*, 8(4), 4-17.

- Barrachina, E. (s. f.). *Derecho Del Mercado de Valores*. Difusión Jurídica.
- Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, 1(1), 26-35.
- Bernal, C. A. (2010). *Metodología de la investigación*. Colombia: Pearson Education.
- Biasca, R. E., Andriani, C., & Rodríguez, M. (2004). *Un Nuevo Sistema de Gestión para Lograr PYMES de Clase Mundial. E-libro (Innovation in Small Business. Cases in Latinoamerica. Written by 17 latinamerican authors. E-book)*. Recuperado de <http://archive.org/details/UnNuevoSistemaDeGestinParaLograrPymesDeClaseMundial>
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (s. f.). Casa de Valores. Recuperado 15 de julio de 2019, de <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/casa-de-valores/ranking.asp>
- Bolsa de Valores de Quito. (2019, julio). Casa de Valores Miembros de la Bolsa de Valores de Quito.
- Brealy, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (Tenth). New York: McGraw Hill.
- Briozzo, A., & Vigier, H. (2006). *LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO PYME Una revisión del pasado y presente*. University Library of Munich, Munich.
- Brull, H. R. (2007). *El mercado de capitales globalizado: Al alcance de todos: instituciones y personas físicas que lo conforman, sus leyes reglamentos y un poco de historia*. Editorial Dunken.

- Brun, X., Elvira Benito, O., & Puig, X. (2008). *Mercado de renta variable y mercado de divisas: Las bolsas de valores: mercados de rentas variables y de divisas y las formas de analizarlo*. Barcelona: Bresca Editorial S.L.
- Carballo Veiga, J. P. (2011). *La estructura de capital: Cómo financiar la empresa*. Madrid: ESIC.
- Cardozo, Y., Velásquez, Y., & Rodríguez, C. (2012). *La definición de PYME en América: Una revisión del estado del arte*. Recuperado de http://oa.upm.es/19398/1/INVE_MEM_2012_139918.pdf
- Carranco Gudiño, R. (2017). *La aportación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) en la economía ecuatoriana*. 12.
- Chakraborty, I. (2010). Capital Structure in an Emerging Stock Market : The Case of India. *Research in International Business and Finance*, 24(3), 295-314.
- Chávez Escalante, K. (2007). *Las responsabilidades de las administradoras de fondos y fideicomisos y de sus administradores en la normativa vigente en el Ecuador* (Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador). Recuperado de <http://hdl.handle.net/10644/459>
- Chen, L.-J., & Chen, S.-Y. (s. f.). *How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure*. 9.
- Código Orgánico de la Producción Comercio e Inversiones (COPCI)*. (2010). Recuperado de <https://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/2017/04/C%C3%B3digo-Org%C3%A1nico-de-la-Producci%C3%B3n-Comercio-e-Inversiones-COPCI.pdf>
- Cornejo Díaz, R. H. (s. f.). *Estructura de capital en mercados emergentes. Velocidad de ajuste de la estructura de capital en las empresas peruanas cotizadas en bolsa*. (Universidad Ramon Llull). Recuperado de

<https://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/315465/Rene%20Cornejo%20Tesis%20PhD%20ESADE%20Velocidad%20de%20Ajuste%20Final.pdf>

DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.

Deloitte Spain. (2019). ¿Qué es el Gobierno Corporativo? Recuperado 19 de agosto de 2019, de Deloitte Spain website:

<https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>

Dini, M., Stumpo, G., & Unión Europea. *Mipymes en América Latina: Un frágil desempeño y nuevos desafíos para las políticas de fomento*.

Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*.

El Comercio. (2015, abril 22). 10 nuevos tipos de crédito están en vigencia en Ecuador. Recuperado 3 de julio de 2019, de El Comercio website:

<https://www.elcomercio.com/actualidad/nuevos-tipos-credito-vigentes-ecuador.html>

Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *15, 01*, 1-33.

Ferraro, C. (2011). *Eliminando barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina*. 212.

Ferraro, C., & Goldstein, E. (2011). *Eliminando barreras: El financiamiento a las Pymes en América Latina*. Recuperado de Naciones Unidas website:

http://www.eclac.org/ddpe/publicaciones/xml/0/45220/Financiamiento_a_pymes.pdf.

- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice : Theory and Tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19-40.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x>
- Franco, G., López Martínez, L., & Muñoz, G. (2010). Determinantes de la estructura de capital de las grandes empresas manufactureras en Uruguay 1 2. *Quantum*, 1, 4-25.
- Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV). (2017). *La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica* (p. 292). Recuperado de <http://www.oecd.org/cfe/sme>
- García Herrero, A., Santillán Fraile, J., Gallego Herrero, S., Cuadro Sáez, L., & Egea, C. (2003). Latin American Financial Development in Perspective. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.392700>
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies : An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), 51-69. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00275.x>
- Gómez Jacinto, G. (2014, octubre). *Factores Determinantes de la Estructura de Capital: Evidencia del Mercado de Valores Peruano*. Presentado en Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática, México. <https://doi.org/10.13140/2.1.3087.6481>
- Graham, J. R., & Leary, M. T. (2011). A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. *Annual Review of Financial Economics*, 3(1), 309-345. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-102710-144821>

- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1983). An Analysis of the Principal-Agent Problem. *Econometrica*, 51(1), 7. <https://doi.org/10.2307/1912246>
- Hernández Blázquez, B. (2000). *Bolsa y estadística bursátil*. España: Ediciones Díaz de Santos.
- Hernández Carmen, G., & Ríos Bolívar, H. (2013). Estructura financiera óptima, en la industria de los alimentos, que cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores. *EconoQuantum*, 10(2), 77. <https://doi.org/10.18381/eq.v10i2.163>
- Hernández Sampieri, R., Baptista Lucio, P., & Fernández Collado, C. (2014). *Metodología de la investigación*. México [etc.: McGraw-Hill Interamericana.
- Huerta de Soto, J. (2016). *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Madrid: Unión Editorial.
- INEC. (2017). Directorio de Empresas. Recuperado 7 de julio de 2019, de http://produccion.ecuadorencifras.gob.ec/geoqlik/proxy/QvAJAXZfc/opendo.c.htm?document=empresas_test.qvw&host=QVS%40virtualqv&anonymous=true
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Junta de Regulación Monetaria Financiera. (2016). *Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de valores y Seguros*.
- Kakani, R. K., & Reddy, V. N. N. (1998). Econometric Analysis of the Capital Structure Determinants. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.957087>

- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
<https://doi.org/10.2307/2978343>
- Lafuente, C., & Marin, A. (2008). Metodología de la investigación en las ciencias sociales: Fases, Fuente y Selección de Técnicas. *Revista EAN*, 64, 5-18.
- Lahoud, D. (2002). *Los Principios de Las Finanzas Y Los Mercados Financieros*. Universidad Católica Andrés.
- Larraga, P. (2008). *Mercado monetario y mercado de renta fija: Conocimiento de los dos grandes mercados para entender las valoraciones del resto de mercados financieros*. Profit Editorial.
- Lasio, V., & Zambrano, J. (2016). *Financiamiento para emprendedores reporte especial GEM Ecuador 2015* (p. 8). Ecuador: Escuela Superior Politécnica del Litoral- ESPAE.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth : Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 47.
- Ley Básica de Pequeñas y Medianas Empresas., 154 § (1999).
- Ley del Mercado de Valores., 2 Código Orgánico Monetario y Financiero § Ley del Mercado Valores.
- López Lozano, S. (2015). *Determinantes de acceso al segundo mercado para las pymes del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá*. 60.
- Menéndez Requejo, S. (2001). Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 10, 485-500.

- Meoño Briansó, M., & Escoto Leiva, R. (2006). *Operaciones Bursátiles* (Tercera). Costa Rica: EUNED.
- Miguel, A., & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7(1), 77-99.
[https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00020-1](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00020-1)
- Ministry of Finance, Japon. (2011). Recuperado 23 de junio de 2019, de Ministry of Finance website: <https://www.mof.go.jp/english/statistics/index.html>
- Mishkin, F. S. (2008). *Moneda Banca Y Mercados Financieros* (Octava). México: Pearson Educación.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 3(43), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 3(53), 433-443.
- Muñoz, Á., & Mayor, M. (2015). Las PYMES en América Latina, Japón, la Unión Europea, Estados Unidos y los clústeres en Colombia. *Administración y Desarrollo*, 45(1), 7-24.
- Myers, S. C. (1983). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C. (2003). Chapter 4—Financing of Corporations. En G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (pp. 215-253). [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01008-2](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01008-2)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*.
- Navarrete Martínez, E. (2012). *Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares*. 263.

- OCDE. (s. f.). *Financiamiento de pymes y emprendedores 2018: Un marcador de la OCDE* (p. 15). Recuperado de <https://www.oecd.org/cfe/smes/SPA-Highlights-Financing-SMEs-and-Entrepreneurs-2018.pdf>
- OECD, & América, C. D. B. of L. (2019). *América Latina y el Caribe 2019 Políticas para PYMEs competitivas en la Alianza del Pacífico y países participantes de América del Sur: Políticas para PYMEs competitivas en la Alianza del Pacífico y países participantes de América del Sur*. OECD Publishing.
- Padilla Ospina, A. M., Rivera Godoy, J. A., & Ospina Holguín, J. H. (2015). Determinantes de la estructura de capital de las Mipymes del sector real participantes del premio innova. *Revista Finanzas y Política Económica*, 359-380. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.2015.7.2.8>
- Pazos, C. (2013). Calificación de Riesgo Superintendencia de Compañías octubre 2013. Recuperado 28 de julio de 2019, de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros website: https://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/20131127101306.pdf
- Pérez- Manzo, O., Rivera, A., & Solís, L. (2015, abril 13). Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano como fuente de inversión para las Pymes. *Revista Ciencia UNEMI*, 8, 15.
- Quecedo Lecanda, R., & Castaño Garrido, C. (2002). Introducción a la metodología de investigación cualitativa. *Revista de Psico didáctica*, 14, 5-39. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=17501402>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (s. f.). *Wat do we know about capital structure ? Some evidence from international data*. 54.
- Reglamento a la Estructura de Desarrollo Productivo de Inversión.*, (2011).

- Reglamento Unión Europea N°651 2014.*, (2014).
- Remmers, L., Stonehill, A., Wright, R., & Beekhuisen, T. (1974). Industrie and Size Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally. *Financial Management (Summer)*, 24-32.
- Rivera, E. D., & Gracia, J. L. (2014). *La estructura de capital y sus factores determinantes en las empresas industriales cotizadas de la comunidad andina de naciones (CAN) y españolas: Evidencia empresas peruanas, ecuatorianas, bolivianas y españolas 2008 – 2014*. 21.
- Rivera Godoy, J. A. (2002). *Teoría sobre la estructura de capital*. 18(84), 31-59.
- Recuperado de
http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0123-59232002000300002&lng=en&nrm=iso
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23.
- <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Salawu, R. O., & Agboola, A. A. (2008). *The Determinants of Capital Structure of Large Non- Financial Listed Firms in Nigeria*. 2(2), 63-84.
- Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2014). Determinant Factors of the Capital Structure of a Firm- an Empirical Analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447-1457. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00610-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00610-8)
- Small- and Medium-Sized Enterprises (SMEs). (S. f.). Recuperado 22 de junio de 2019, de [/trade-agreements/free-trade-agreements/transatlantic-trade-and-investment-partnership-t-tip/t-tip-12](#)

Stiglitz, J. E., Dosi, G., Mazzucato, M., Pianta, M., Lütkenhorst, W., Alvarado, J., ...

Stumpo, G. (2017). Políticas industriales y tecnológicas en América Latina. *Naciones Unidas*, 578.

SUPERCIAS. (s. f.). Historia del Mercado de Valores. Recuperado 7 de julio de 2019, de

<https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Informacion/Historia>

Superintendencia de Bancos. (2019). Superintendencia de Bancos – Organo de Control del Sistema Financiero Ecuatoriano. Recuperado 2 de julio de 2019, de <https://www.superbancos.gob.ec/bancos/>

Superintendencia de Compañías, valores y seguros. (2019). Rancking Empresarial.

Recuperado 1 de julio de 2019, de

<https://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/>

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (s. f.). *Guía estudiantil de Mercado de Valores*. Recuperado de

<http://ate.ec/docs/GU%C3%8DA+ESTUDIANTIL+DE+MERCADO+DE+VALORES+2015.pdf>

Tejos, F. J. V., & Fernández, P. L. (2018). *Determinantes de la estructura de capital en empresas iberoamericanas*. 28.

Telégrafo, E. (2015, julio 16). Las Pymes aportan el 25% del PIB no petrolero.

Recuperado 10 de junio de 2019, de El Telégrafo website:

<https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/las-pymes-aportan-el-25-del-pib-no-petrolero>

- Thies, C. F., & Klock, M. S. (1992). Determinants of Capital Structure. *Review of Financial Economics*, 1(2), 40-52. <https://doi.org/10.1002/j.1873-5924.1992.tb00548.x>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Torres Mendéz, M. (2012). *La contratación del mercado de valores*. Lima.
- Valdés Días de Villegas, J. A., & Sánchez Soto, G. A. (2012, diciembre 14). Las MIPYMES en el contexto mundial: Sus particularidades en México. *Revista de Ciencias Sociales de la Universidad Iberoamericana*, VII (14), 126-156. Recuperado de <http://www.redalyc.org/pdf/2110/211026873005.pdf>
- Van Hoof, B., & Gómez, H. (2015). *Pyme de Avanzada: Motor del desarrollo en América Latina*. Ediciones Uniandes-Universidad de los Andes.
- 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. <https://doi.org/10.15446/innovar.v24n53.43922>
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 371-403.
- Zevallos Vallejos, E. G. (2007). *Restricciones del entorno a la competitividad empresarial de América Latina*. FUNDES.
- Zuleta J, L. A. (2011, julio). *Políticas públicas e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia*. Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Anexos

Anexo 1 Encuestas aplicadas

1. **¿Considera que el tener acceso a información es importante para que las empresas busquen financiamiento por medio del mercado de valores?**
 - a. Muy de acuerdo
 - b. De acuerdo
 - c. Moderadamente de acuerdo
 - d. En desacuerdo
2. **Con respecto al acceso de información sobre el Mercado de Valores (marque con una x)**

	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo
No conoce donde encontrar información para ser parte del Mercado de Valores				
No existe publicidad en medios mostrando las ventajas de ser emisor				
El gobierno y las instituciones como las Bolsas de Valores (Quito y Guayaquil) no han divulgado información sobre el mercado de valores				

3. **¿Considera que al desarrollo del mercado de valores en el país influye en el incremento de la participación de las Pymes en el mismo?**
 - a. Muy de acuerdo
 - b. De acuerdo
 - c. Moderadamente de acuerdo
 - d. En desacuerdo
4. **Con respecto al desarrollo del Mercado de Valores (MV) y su influencia en la participación de las Pymes, califique las siguientes afirmaciones:**

	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo
Las pymes no contemplan la opción de ingresar al MV porque es un mercado pequeño y poco desarrollado				
Las pymes consideran que el MV aún no se encuentra bien regulado				
Los empresarios consideran que dentro del MV existen pocos inversores				

5. ¿La educación bursátil es relevante para que las Pymes busquen financiamiento a través del mercado de valores?

- a. Muy de acuerdo
- b. De acuerdo
- c. Moderadamente de acuerdo
- d. En desacuerdo

6. Con respecto a la educación bursátil, usted cómo calificaría las siguientes afirmaciones:

	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo
No conocen los beneficios de financiarse por medio de títulos, bonos, facturas comerciales negociables, papeles comerciales, etc. Los empresarios no han recibido capacitación sobre los requisitos y beneficios para ingresar al MV				

7. ¿El gobierno corporativo tienen influencia en que las Pymes tomen la decisión de cotizar en el MV?

- a. Muy de acuerdo
- b. De acuerdo
- c. Moderadamente de acuerdo
- d. En desacuerdo

8. Con respecto al gobierno corporativo, usted cómo calificaría las siguientes afirmaciones:

	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo
Transparentar los estados financieros e información de las pymes es relevante para que se tome la decisión de buscar financiamiento o no en el MV La inclusión de nuevos miembros dentro de la junta directiva, es un determinante para que las pymes quieran ingresar al MV El perder control sobre la empresa y la toma de decisiones, es un determinante para que las pymes busquen financiarse mediante el MV				



**Presidencia
de la República
del Ecuador**



**Plan Nacional
de Ciencia, Tecnología,
Innovación y Saberes**



SENESCYT
Secretaría Nacional de Educación Superior,
Ciencia, Tecnología e Innovación

DECLARACIÓN Y AUTORIZACIÓN

Yo, **Montalvan Pico, Jenniffer Karina**, con C.C: # **0931988224** autor/a del del trabajo de titulación: **Determinantes financieros para que las pymes en Ecuador tomen la decisión de buscar financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano (MVE)** previo a la obtención del título de **Ingeniería Comercial** en la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.

1.- Declaro tener pleno conocimiento de la obligación que tienen las instituciones de educación superior, de conformidad con el Artículo 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior, de entregar a la SENESCYT en formato digital una copia del referido trabajo de titulación para que sea integrado al Sistema Nacional de Información de la Educación Superior del Ecuador para su difusión pública respetando los derechos de autor.

2.- Autorizo a la SENESCYT a tener una copia del referido trabajo de titulación, con el propósito de generar un repositorio que democratice la información, respetando las políticas de propiedad intelectual vigentes.

Guayaquil, **27 de agosto de 2019**

f. _____

Nombre: , **Montalvan Pico, Jenniffer Karina**

C.C: **0931988224**

REPOSITORIO NACIONAL EN CIENCIA Y TECNOLOGÍA

FICHA DE REGISTRO DE TESIS/TRABAJO DE TITULACIÓN

TEMA Y SUBTEMA:	Determinantes financieros para que las pymes en Ecuador tomen la decisión de buscar financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano (MVE)		
AUTOR(ES)	Montalvan Pico, Jenniffer		
REVISOR(ES)/TUTOR(ES)	Bravo Game, Luis Heliodoro		
INSTITUCIÓN:	Universidad Católica de Santiago de Guayaquil		
FACULTAD:	Facultad de ciencias económicas y administrativas		
CARRERA:	Administración de empresas		
TÍTULO OBTENIDO:	Ingeniería Comercial		
FECHA DE PUBLICACIÓN:	27 de agosto de 2019	No. DE PÁGINAS:	115
ÁREAS TEMÁTICAS:	Mercados Capitales, Finanzas, Administración.		
PALABRAS CLAVES/ KEYWORDS:	mercado de valores, estructura de capital, determinantes financieros, educación bursátil, gobierno corporativo, endeudamiento, financiamiento		
RESUMEN/ABSTRACT (150-250 palabras):	<p>Las pymes en Ecuador, buscan financiamiento en los mercados intermediarios o también conocidos como mercados bancarios, olvidando que en el país también existe el mercado de valores el mismo que ofrece muchos beneficios por medio de una serie de instrumentos bursátiles. Es por esto que el presente trabajo pretende identificar los determinantes financieros para que las pymes accedan al mercado de valores en Ecuador. El enfoque que se utilizó para realizar esta investigación es mixto, en la cual se desarrollaron los métodos cualitativos y cuantitativos con la misma población. El enfoque cualitativo se desarrolló basado en la revisión de la literatura y obteniendo la información financiera, se estudiaron cinco variables como son rentabilidad, tamaño, valor colateral de los activos, crecimiento y la protección fiscal a la deuda que se los considera determinantes dentro de la estructura de capital de las empresas que cotizan en el mercado de valores de Ecuador. Los resultados fueron variados al dar como resultado que algunas de las variables si eran relevantes mientras otras no. Con respecto al enfoque cuantitativo, este fue desarrollado por medio de una encuesta de opinión basada en la escala de Likert, y se esperaba medir cuatro factores; la información, el desarrollo, la educación bursátil y el gobierno corporativo tienen una relación directa con la toma de decisión para formar parte de este mercado, arrojando resultados esperados ya que se validó su significancia. Este trabajo abre un tema de discusión poco discutido en el país como lo es el mercado de valores y su relación con las pymes</p>		
ADJUNTO PDF:	<input checked="" type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	
CONTACTO CON AUTOR/ES:	Teléfono: +593992130793	E-mail: jennifermontalvan17@gmail.com	
CONTACTO CON LA INSTITUCIÓN (COORDINADOR DEL PROCESO UTE)::	Nombre: Paola Traverso H		
	Teléfono: +59399406190		
	E-mail: paola.traerso@cu.ucsg.edu.ec		
SECCIÓN PARA USO DE BIBLIOTECA			
Nº. DE REGISTRO (en base a datos):			
Nº. DE CLASIFICACIÓN:			
DIRECCIÓN URL (tesis en la web):			