

COSTOS Y BENEFICIOS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y EL APALANCAMIENTO FINANCIERO ANTE IMPUESTOS

OSTS AND BENEFITS OF THE BONDS AND THE FINANCIAL LEVERAGE TO TAX

Morán Montalvo Christian
cmoranm@uees.edu.ec

Viejó Parreño María
mviejo@uees.edu.ec

Rodríguez Valencia Leslie
lrodriguez@uees.edu.ec

García Narváez Mirian
paolagarcia@uees.edu.ec

Facultad de Ciencias Empresariales
 Universidad de Especialidades Espíritu Santo- Ecuador

Recibido: 10/05/2016

Aceptado: 21/07/2016

Clasificación JEL: E6, A13, G1, H23

RESUMEN

La creciente participación de empresas en el mercado de valores pone de manifiesto que la forma de financiarse a través de la emisión de obligaciones ha tenido éxito en el país. En consecuencia, el presente artículo tiene como objetivo principal analizar y determinar los costos, beneficios y la forma de conseguir apalancamiento por medio de los impuestos que implica la emisión de obligaciones para las empresas. Por lo tanto, fue necesario evaluar aquellos costos que se incurren en el proceso como: los costos de emisión y los costos de colocación. El primero se refiere a la estructura financiera y legal, calificadora de riesgo, mientras que el segundo, al agente colocador, los intereses por pagar. Adicionalmente, se analizó el apalancamiento financiero en los impuestos corporativos. Los métodos de investigación utilizados fueron exploratoria y descriptiva. El caso de estudio permitió realizar proyecciones que proporcionaron respuestas al problema planteado. Según el análisis realizado, los resultados del financiamiento por medio de obligaciones estarán en función del tipo de tasa que se ofrezca y de los costos de la emisión, así como del tiempo y del monto requerido.

Palabras clave: Finanzas, emisión de obligaciones, bolsa de valores, apalancamiento financiero, impuestos corporativos.

ABSTRACT

The growing participation of companies in the stock market shows that financing through bonds has been successful in the country. As a result, the main objective of this article is to analyze and to determine the costs, benefits and how to obtain leverage through taxes that involves issuing bonds for companies. To do this, it was necessary to assess those costs that are incurred in this process such as: issuance costs and allocation costs. The first one refers to financial and legal structure, risk rating companies, whereas the second one, allocation agent, the interest to be paid. In addition, financial leverage on corporate tax was analyzed. The research methods used were exploratory and descriptive. The case study provided responses to the problem. According to the analysis, the results of financing through bonds will depend on the type of rate that is offered and the costs of issuance and allocation costs as well as the period of time and the required amount.

Key words: Finance, bond issues, stock exchange, financial leverage, corporate tax.



INTRODUCCIÓN

En el mercado de valores intervienen oferentes y demandantes en pro de realizar transacciones que favorezcan el intercambio de títulos o papeles denominados como valores, aquí se hace factible la canalización de recursos económicos hacia actividades productivas, primordialmente de mediano y largo plazos.

En una economía, el papel que desempeña el mercado de valores es importante debido a que genera el aumento de transferencias de recursos entre los participantes de un sistema económico; lo que a su vez, aumenta la productividad y acumulación de riquezas dentro de un país. Es por ello que Tosoni (2008) indica que este ciclo de inversión contribuye al desarrollo de una economía.

La ventaja que representa el mercado de valores para las empresas y los inversionistas es que las transacciones de títulos de valor u obligaciones se realizan de forma distinta al del sistema financiero; es decir, que la empresa recibe directamente los recursos de los inversionistas, quienes a su vez obtienen una rentabilidad que la empresa emisora les da. En otras palabras, el sistema financiero representa un alto costo para las organizaciones que requieren financiamiento y representa un beneficio bajo para los inversionistas. Por tal motivo, les resulta más atractivo las operaciones que se realiza en el mercado de valores. Según Tosoni (2008) las tasas que se fijan a los instrumentos usados en el mercado de valores, suelen ser mayores que una tasa pasiva y menores que una tasa activa, el plazo también es más amplio que el ofrecido por el sistema financiero tradicional.

La emisión de obligaciones es un mecanismo financiero alternativo que ha mostrado constante desarrollo y que ha sido utilizado por más de cien compañías durante el año 2013 en el Ecuador, según datos que muestra la Superintendencia de Compañías (2013). Por tal motivo, el objetivo principal de esta investigación es analizar y determinar los costos, beneficios y la forma de conseguir apalancamiento por medio de los impuestos que implica la emisión de obligaciones para las empresas. De la misma manera, en este estudio se explicará la forma en que las organizaciones que participan en el mercado bursátil se benefician del financiamiento por medio de la emisión de obligaciones. Con la finalidad de tener una perspectiva íntegra, se analizarán el costo y el beneficio de la emisión de obligaciones, así como también el apalancamiento financiero ante impuestos corporativos.

Fundamentación teórica

Mercado de valores

Según el artículo 3 de la Ley de Mercado de Valores (H. Congreso Nacional, 2006), el mercado de valores es una herramienta o medio de financiamiento que usan las empresas para obtener recursos que contribuyan al crecimiento de la organización, canalizando aquellos recursos financieros negociables hacia las actividades productivas, por medio de la negociación de obligaciones. Esta conforma una fuente de financiamiento directa donde no existe el intermediario, que en este caso serían las instituciones financieras (Bancos, Cooperativas y entidades afines), lo que lo vuelve más atractivo para los inversionistas y para los que buscan financiamiento, porque las tasas de rentabilidad y la tasa de interés son más beneficiosas, para ambos. El mercado de valores, en la década del 2000 al 2010 ha tenido un mayor impacto en la sociedad ecuatoriana y esto se debe a las nuevas alternativas de inversión y financiamiento que se han establecido por un fenómeno socio-económico y por la globalización; lo cual genera un intercambio de ideologías, culturas y políticas entre países vecinos, creando escenarios más atractivos para el desarrollo de nuevas inversiones (Superintendencia de Compañías, 2012).

El mercado bursátil se encuentra compuesto por cuatro segmentos, los cuales comprenden el público, el privado, el primario y el secundario, los mismos que se explican a continuación (H. Congreso Nacional, 2006, pág. título VII):

- Público: donde se realizan las negociaciones de los títulos de valor por medio de una casa de valores.
- Privado: cuando no interviene una casa de valor en la negociación.
- Primario: es la primera colocación que realiza una empresa cuando incursiona en el mercado de valores, donde el emisor espera obtener los recursos.
- Secundario: hace referencia a las transacciones o colocaciones posteriores a la primera que realice una empresa.

Participantes del mercado de valores

Según Brealey, Myers & Allen (2006) son varias las entidades que intervienen en la regularización y monitoreo del buen funcionamiento del mercado de valores para que las negociaciones se realicen de forma transparente, esto dependerá de la legislación de cada país. La Ley de Mercado de Valores (2006), enuncia que las bolsas de valores participan en la regularización del mercado de valores por medio de las políticas y normativas establecidas. Define a La Superintendencia de Compañías como la entidad que se encarga de hacer cumplir la política general del mercado de valores y de controlar la participación de los elementos por medio de la Intendencia de Mercado de Valores. Establece que el Consejo Nacional de Valores es el que dicta la normativa que regula dicho mercado. Mientras que las casas de valores son compañías que tienen como finalidad ser intermediarias entre la oferta y demanda de los valores negociables en una Bolsa de Valores.

Bonos u obligaciones

Según Espinoza (2007), los bonos y las obligaciones son una herramienta empleada por las empresas para financiar sus proyectos a un menor costo, se caracterizan por ser valores mobiliarios de renta fija que forman parte de un empréstito, la renta es fija, queda limitada y bien definida por cláusulas. La modalidad de este producto financiero consiste en elaborar un contrato de préstamo en el que el derecho del prestamista al reembolso queda incorporado a un título de valor, que en este caso serían los bonos, donde también quedan establecidos el pago de los intereses correspondientes y su forma de pago.

La variedad de títulos de valor negociables que se emiten en una Bolsa de Valores, son los que se estipulan en la Ley de Mercados de Valores entre los cuales se encuentran los bonos que poseen las siguientes características:

1. Representan un préstamo por parte de los acreedores.
2. El tenedor no tiene ningún derecho en la administración, debido a que es un préstamo.
3. En el caso que la empresa cierre, estas obligaciones se pagan antes que el pago a los accionistas.
4. El que adquiere los bonos tiene el derecho a cobrar intereses y el capital invertido en ellos.

Beneficios en la emisión de bonos

Marks(2012), indica que este tipo de inversión o financiamiento posee varios beneficios,

los mismos que se mencionan a continuación:

- a) Menor costo de financiamiento
 - Las tasas de interés son más bajas que las de los bancos.
 - Facilidades en la extinción de la deuda sin costos adicionales.
- b) Flexibilidad en las operaciones
 - No es necesaria la entrega de garantías específicas al momento de emitir la deuda.
 - Se puede adecuar la estructura de la deuda a los flujos generados por la empresa.
- c) Facilidades en la extinción de la deuda
 - Sin costos adicionales.
 - Libre disponibilidad de los recursos.
- d) Beneficios de la dirección de la empresa
 - Reducción del apalancamiento bancario.
 - Deja de depender de las políticas crediticias del país.
 - Genera una estructura óptima de financiamiento.
- e) Prestigio e imagen
 - Si el precio de la acción de la empresa sube, la publicidad es a favor.
 - Si el precio de la acción baja, la publicidad es en contra.
- f) Consolidación comercial
 - Permite que clientes, proveedores e inversionistas puedan estar involucrados directamente con la empresa.

A lo largo de los años se han venido descubriendo los beneficios y las desventajas para esta alternativa financiera. Según Brealey, Myers & Allen (2006), entre algunas ventajas primordiales para la empresa emisora destacan: (a) el valor después de impuestos, porque el Gobierno adquiere una comisión proveniente de la deuda, (b) es un medio de financiamiento a largo plazo, (c) variabilidad de la deuda, (d) los bienes y acciones de los inversionistas llegan de manera directa a la empresa, sin necesidad de la participación de terceras personas.

Desventajas en la emisión de bonos

Por otro lado se encuentran aquellas desventajas que hacen dudar a la compañía en entrar al mercado de valores, algunas de ellas acorde a lo mencionado por Villareal (2008) son: (a) incremento del riesgo financiero de la empresa, (b) reducción de la flexibilidad del emisor para obtener financiamiento, (c) condiciones en el mercado de obligaciones, tasas de interés altas. Adicional, el costo de la emisión y colocación. Es necesario considerar que la empresa debe registrarse en la bolsa de valores para poder realizar la emisión. La entrega de información financiera para reevaluar su situación periódicamente, resulta muy sensible para las empresas (Jenkins, 2009).

Apalancamiento financiero

Apalancamiento financiero Hace referencia a la obtención de recursos por parte de una empresa mediante la contracción de deuda. Aquí interviene un tercero, es decir un agente particular a la empresa que es quien realiza una inversión en la misma, contribuyendo a que esta sea capaz de generar sus recursos financieros y pueda recompensar la inversión realizada (Briseno, 2006).

Elementos que forman parte de los costos en la emisión de obligaciones

A simple vista se puede considerar que el costo de emisión de obligaciones es solamente la tasa de rentabilidad que ofrece la empresa a sus inversionistas; no obstante, son varios los elementos que intervienen para que se lleve a cabo esta acción, por lo que es necesario tomarlos en cuenta como parte de los costos que representa la emisión de obligaciones (Dirección de estudios de mercado de valores, 2006). Según el artículo 161 del Congreso Nacional (2006), la cual fue reformada en el año 2014 por la Asamblea Nacional estipula que uno de los costos por la conformación de la emisión hace referencia a la asesoría que contrata la empresa a una casa de valores para que realice la estructuración más factible de los valores u obligaciones a emitir en el mercado de valores.

Según dictamina la Ley de Mercado de Valores en su artículo 165, la empresa que emite las obligaciones debe celebrar un contrato con una representante de los obligacionistas, que no es más que una persona jurídica que se encargará de velar porque se cumpla el pago que ofrece la emisora con aquellas personas que adquieran los títulos de valor mientras dure el plazo de vigencia, protegiendo los derechos e intereses de los obligacionistas. La empresa debe registrar un ente que se encargue de realizar los pagos pertinentes a los intereses y capitales a los obligacionistas. Este agente puede ser la organización que emite las obligaciones, también se puede realizar un convenio con una institución financiera.

El proceso de oferta pública hace referencia a dar a conocer la oferta al público en general o sector específico donde se negociarán las obligaciones, para lo cual es necesario emitir un documento con determinadas características exigidas por la Ley, el mismo que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías. Para obtener el Registro en el Mercado de Valores se debe presentar la solicitud a la Superintendencia de Compañías con la escritura pública de emisión y los demás documentos necesarios. Para la inscripción es necesario pagar el valor que el Consejo Nacional de Valores determine en la tabla de contribución que expide cada año.

Los gastos de publicidad por la emisión de las obligaciones son gastos que deben ser notariales y certificados. Además se debe asumir el costo por la tasa de interés que se ofrecelas mismas que pueden ser fija o reajutable. La tasa que se fija cuando se emiten las obligaciones y no cambiará hasta el vencimiento de su plazo, se basa en la tasa que se encuentre vigente en el momento de la emisión de la obligación (Gonzalo, 2007). Mientras que la tasa de interés ajustable estará sujeta a los cambios que se den en la tasa pasiva referencial que el Banco Central del Ecuador (BCE) anuncie cada determinado tiempo; es decir, los pagos que se realicen de esas obligaciones, estarán sujetos a la tasa referencial que se encuentre en vigencia en ese momento (Jordán & Ferrand, 2004).

Además el único impuesto que interviene es el impuesto a la renta, que es el que afecta a la utilidad de la compañía o a la ganancia del inversionista, pero existen tratamientos fiscales especiales para los ingresos generados por la emisión de obligaciones. Así también, la tasa de participación de utilidades a trabajadores es considerada un impuesto corporativo, esta afecta a la utilidad y se calcula antes del impuesto a la renta, comprende el valor de las utilidades correspondiente a ese año que debe ser repartido entre los trabajadores de la empresa.

METODOLOGÍA

El método de investigación para el presente artículo fue la investigación exploratoria puesto que es necesario conocer el problema y su situación actual. Adicional, con la investigación descriptiva se establecerán las variables a considerar en la obtención de

los datos de fuentes bibliográficas para su posterior análisis y finalmente, se relacionarán las variables para realizar el análisis pertinente y responder a la problemática planteada, por medio de investigación causal. La finalidad es llegar a la respuesta del problema desde lo general a lo particular, logrando realizar un análisis más detallado y de fácil entendimiento para el lector.

Diseño de la investigación

Se realizó un análisis cuantitativo, en donde se expondrán los datos numéricos obtenidos y su análisis, con lo cual se podrá realizar proyecciones o plantear escenarios que proporcionen respuestas al problema planteado. Los sujetos de estudios son las empresas que participan en la emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano, a partir de lo cual se planteará un escenario donde sea posible visualizar y detallar los beneficios, los costos y el apalancamiento financiero que se puede conseguir por medio de la emisión de obligaciones.

En primer lugar, se escogieron compañías que emitieron deuda en el año 2014 en la bolsa de valores de Quito y Guayaquil. Las primeras cinco compañías consideran datos de emisión: monto de la emisión y el plazo en días, costos de emisión como: estructura financiera y legal, calificador de riesgo, representante de obligacionistas, institución pagadora, inscripción registro mercado de valores, y costos de colocación: agente colocador, bolsa de valores, inscripción en la bolsa de valores, y el interés a pagarse. Con respecto a los costos, se consideró la participación que tiene cada rubro en los costos. Esta información fue tomada del prospecto publicado en el sitio Web de la bolsa de valores.

(FERCOSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A) Con el objetivo de analizar la emisión de obligaciones se definieron los pasos siguientes:

- ✓ Los costos de emisión y colocación según el prospecto.
- ✓ Los estados financieros del año de emisión.
- ✓ Simulación del estado de situación financiera sin la emisión de la obligación y con la obligación, para conocer qué cuentas contable afectan.
- ✓ Simulación del estado de situación financiera sin la emisión de la obligación y con la obligación, para conocer qué cuentas contable afectan, análisis de las variaciones.
- ✓ Simulación del estado de situación financiera de febrero y diciembre, análisis de las variaciones.
- ✓ Análisis del estado de resultados después de la emisión de obligaciones, de febrero a diciembre 2014.

Análisis deuda bancaria como se muestra a continuación

- ✓ Datos del préstamo
- ✓ Simulación del estado de situación financiera sin la nueva deuda bancaria vs deuda bancaria
- ✓ Análisis del estado de resultados

Una vez obtenido los dos escenarios se procede a examinar a través de los ratios siguientes.

Ratios de rentabilidad

$$\text{Return on equity (ROE): } \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio}}$$

$$\text{Return on assets (ROA): } \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo}}$$

$$\text{Margen neto: } \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}}$$

Endeudamiento

$$\text{Endeudamiento total: } \frac{\text{Total pasivos}}{\text{Total activos}}$$

$$\text{Composición de deuda: } \frac{\text{Pasivos no corrientes}}{\text{Pasivos corrientes}}$$

$$\text{Independencia financiera: } \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Pasivos}}$$

Fuentes y técnicas para la recolección de datos

La fuente de información que se usa es secundaria, siendo un estudio netamente bibliográfico. Es necesario hacer uso de información confiable que lo ubique en un contexto y proporcione datos históricos que permitan desarrollar nuevas ideas en base a lo que ya se conoce y plantear, de la mejor forma, el objetivo de la investigación (Rodríguez, 2008).

Para realizar la recolección de datos y para su posterior análisis, entre las variables que se considerarán y que son indispensables para el estudio se encuentran: los costos de emisión de obligaciones, una de las más importantes al momento de realizar las conclusiones; de igual manera, está el número de obligaciones emitidas; el nombre de las empresas emisoras; y, la calificación de riesgo debido a su gran relevancia para los inversores. Por otra parte, se hará uso de cuadros y gráficos para explicar de forma fácil lo que produce en una empresa la emisión de obligaciones.

RESULTADOS

Según lo mencionado en el marco teórico, la empresa incurre en varios costos cuando emite obligaciones. Entre ellos están: las contrataciones de otras empresas que realicen estudios económicos y que sean representantes de los que adquieren las emisiones, entre otros convenios. A continuación, se detalla cada costo en los que incurre una empresa al realizar una emisión de obligaciones y su participación en los gastos totales.

Tabla 1: Estructura de los costos de emisión de obligaciones (año 2014)

DATOS DE LA EMISION			COSTOS DE EMISIÓN						
Empresa	Monto de emisión	Plazo (días)	Estructuración Fin y Leg	Clasificador a de riesgo	Representante de obligacionistas	Institución pagadora	Inscripción RMV*	Otros	Total costos de emisión
QUIMPAC S.A	2.500.000	1.800	12.500 29,76%	18.750 44,64%	8.000 19,05%	250 0,60%	1.250 2,98%	1.250 2,98%	42.00
PETROLRIOS	3.000.000	1.800	26.000 54,11%	7.000 14,57%	3.500 7,28%	3.000 6,24%	2.000 4,16%	6.550 13,63%	48.050
MANGROVEINN	1.500.000	1.800	15.000 34,72%	17.750 41,09%	8.800 20,37%	150 0,35%	750 1,74%	750 1,74%	43.2000
SUNCHODESA	1.000.000	1.440	10.000 31,25%	14.500 45,31%	6.400 20,00%	100 0,31%	500 1,56%	500 1,56%	32.000
INDUSUR	5.000.000	1.800	50.000 54,05%	25.000 27,03%	12.000 12,97%	500 0,54%	2.500 2,70%	2.500 2,70%	92.500

Fuente: Elaborado por los investigadores, según Registro de Mercado de Valores (RMV). De “Prospectos de oferta pública, emisión de obligaciones”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador:

Como se observa en la tabla 1, dentro de los costos en los que una empresa incurre para la emisión de obligaciones, el que representa una mayor participación dentro de esta estructura es el desembolso que se realiza al obtener una calificación de riesgo, con un promedio de 34,53%. Por otro lado, el menor costo en el que se incurre es el agente pagador, con un promedio de 1,61%, esto sucede debido a que todas las empresas analizadas también constan como la institución responsable de realizar el pago. En consecuencia, solo se toma en cuenta el gasto de la gestión de pago que le representa a la empresa.

Tabla 2: Estructura de los costos de colocación de obligaciones

DATOS DE LA EMISION			COSTOS DE EMISIÓN				
Empresa	Monto de emisión	Plazo (días)	Agente colocador	Bolsa de valores	Inscrip. y mant. BV	V. de interés a pagarse	Total costos de colocación
QUIMPAC S.A	2.500.000	1.800	37.500 15,40%	2.250 0,92%	3.761 1,54%	200.000 82,13%	243.511
PETROLRIOS	3.000.000	1.800	4.500 1,71%	2.700 1,03%	900 0,34%	255.000 96,92%	263.100
MANGRO-VEINN	1.500.000	1.800	30.000 19,24%	1.350 0,87%	4.535 2,91%	120.000 76,98%	155.885
SUNCHODESA	1.000.000	1.440	20.000 19,62%	900 0,88%	1.016 1,00%	80.000 78,50%	101.916
INDUSUR	5.000.000	1.800	50.000 10,92%	4.500 0,98%	3.310 0,72%	400.000 87,37%	457.810

Fuente: Elaborado por los investigadores, según “Prospectos de oferta pública, emisión de obligaciones”, por la Superintendencia de Compañías (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil-Bolsa de Valores de Quito.

En la estructura de costos de colocación de las emisiones, se determina que el valor por intereses que se debe pagar por las emisiones ofertadas es el costo más representativo, con un promedio de 84,38%, mientras que el menor costo lo conforma la comisión que se debe pagar a la bolsa de valores, con un promedio de 0,94%. Los costos de colocación son más altos porque se ha tomado en cuenta los intereses que se ofrece pagar por las emisiones, es importante mencionar que la tasa de interés que ofrecían las empresas analizadas es de 8%.

Tabla 3: Estructura de los costos de emisión y colocación de obligaciones

DATOS DE LA EMISION			Total costos de emisión	Total costos de coloca- ción	Costos totales
Empresa	Monto de emisión	Plazo (días)			
QUIMPAC S.A	2.500.000	1.800	42.000 14,71%	243.511 85,29%	285.511
PETROLRIOS	3.000.000	1.800	48.050 15,44%	263.100 84,56%	311.150
MANGROVEINN	1.500.000	1.800	43.200 21,70%	155.885 78,30%	199.085
SUNCHODESA	1.000.000	1.440	32.000 23,90%	101.916 76,10%	133.916
INDUSUR	5.000.000	1.800	92.500 16,81%	457.810 83,19%	550.310

Fuente: Elaborado por los investigadores "Prospectos de oferta pública, emisión de obligaciones", por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil-Bolsa de Valores de Quito.

Realizando una comparación de los costos de emisión y de colocación en el mercado de valores de las obligaciones, se tiene que los que representan un mayor gasto son los de colocación. Como se mencionó anteriormente, esto se debe a que se ha tomado en consideración el monto que se debería pagar sobre el valor emitido, según la tasa de interés que cada empresa ha propuesto.

Tabla 4: Costos totales de emisión y colocación de obligaciones sobre el monto emitido

DATOS DE LA EMISION			Costos totales	CT/ME
Empresa	Monto de emisión	Plazo (días)		
QUIMPAC S.A	2.500.000	1.800	285.511	11,42%
PETROLRIOS	3.000.000	1.800	311.150	10,37%
MANGROVEINN	1.500.000	1.800	199.085	13,27%
SUNCHODESA	1.000.000	1.440	133.916	13,39%
INDUSUR	5.000.000	1.800	550.310	11,01%

Fuente: Elaborado por los investigadores."Prospectos de oferta pública, emisión de obligaciones", por Superintendencia de Compañías (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil-Bolsa de Valores de Quito.

Los costos totales por las emisiones realizadas representan una tasa promedio de 11,89% sobre el monto emitido. Otro factor que se puede observar es que el monto más pequeño que se emite es de US\$ 1'000.000 y su costo representa el 13,39%, siendo esta la tasa más alta que se muestran en la tabla 4; mientras que una emisión de US\$ 5'000.000, posee un costo representado por una tasa de 11,01%, una de las más bajas que se muestran.

Una vez estudiados los costos totales de emisión de obligaciones, se asume que estas empresas realizan un préstamo bancario por los mismos montos y plazos en días. Se asume que la tasa efectiva anual es de 10,21% para cada una de las empresas con capitalización anual.

Tabla 5: Interés por pagar del primer año asumiendo con una tabla de amortización de pagos constantes y el capital reembolsado, progresión geométrica creciente

Empresa	Datos del Préstamo Bancario			
	Monto de emisión	Plazo (días)	Interés por el primer año	CT/ME
QUIMPAC S.A.	2,500,000.00	1800	255,250.00	10.21%
PETROLRIOS	3,000,000.00	1800	306,300.00	10.21%
MANGROVEINN	1,500,000.00	1800	153,150.00	10.21%
SUNCHODESA	1,000,000.00	1440	102,100.00	10.21%
INDUSUR	5,000,000.00	1800	510,500.00	10.21%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 6: Comparación en dólares y porcentaje los costos de la emisión del bono y préstamo bancario

Empresa	Bonos		Préstamo Bancario		Diferencia	
	Costo total	% costo	Interés	% costo	en dólares	%
QUIMPAC S.A.	285,511.00	11.42%	255,250.00	10.21%	30,261.00	1.21%
PETROLRIOS	311,150.00	10.37%	306,300.00	10.21%	4,850.00	0.16%
MANGROVEINN	199,085.00	13.27%	153,150.00	10.21%	45,935.00	3.06%
SUNCHODESA	133,916.00	13.39%	102,100.00	10.21%	31,816.00	3.18%
INDUSUR	550,310.00	11.01%	510,500.00	10.21%	39,810.00	0.80%

Fuente: Elaboración propia.

En la Tabla 6 muestra que la emisión de bonos durante el primer año es más costosa puesto que aparte de los cupones que genera el bono, también se consideran los gastos por emisión y colocación. Mientras que por el préstamo bancario solo se paga la tasa efectiva anual 10.21%.

Para comprobar los resultados, se hará uso de un caso real, el cual hace referencia a FECORSA, empresa que realiza la emisión de obligaciones. La información que se presenta a continuación es tomada del prospecto que esta empresa presentó en el año 2014. Los impuestos corporativos que afectarán a la empresa son: Impuesto a la renta: 22% y la Participación de trabajadores: 15%. Según los datos obtenidos, la tasa de interés que es usada con mayor frecuencia se encuentra en el 8% y es de renta fija, pagadera cada 3 meses. Adicional, se utilizarán los estados financieros y ratios para mayor comprensión.

DISCUSIÓN

La empresa elegida es FERCOSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A. perteneciente al grupo Febres-Cordero con RUC 0991466436001, fue constituida en el año 1998, posee 2 sucursales en Quito y Machala, su matriz se encuentra en el km 3 ½ vía Durán-Bolíche. Su capital suscrito es de US\$ 1'810.000 y posee la misma cantidad de acciones con un precio de US\$ 1 cada una, donde esta empresa desarrolla sus actividades en el metalmeccánico, también comercializa motores industriales, generadores eléctricos, bombas de agua, maquinarias de construcción, montacargas, torres de iluminación y los correspondientes repuestos. Los sectores a los que se dirigen sus servicios y productos son el agrícola, industrial, petrolero y el de minas. Los gastos en que se incurrieron al realizar la emisión de obligaciones se detallan a continuación:

Tabla 7: Gastos de emisión y colocación de obligaciones

Comisión de colocación (casa de valores)	\$ 100.000
Estructura financiera y legal	\$ 25.000
Calificación de riesgo	\$ 23.500
Representación de los obligacionistas	\$ 10.000
Inscripción en la Superintendencia de Compañías	\$ 2.500
Comisión de piso (BVG)	\$ 4.500
Agente de cobro y desmaterialización	\$ 3.000
Publicidad	\$ 500
Gastos notariales	\$ 3.500
Gastos totales:	\$172.500

Fuente: “Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de valores de Guayaquil.

Los datos que se presentan a continuación pertenecen al balance general y el estado de resultados que la empresa presentó en su prospecto, sobre los cuales se realizarán las demás proyecciones convenientes para explicar los movimientos que genera el emitir obligaciones y realizar un préstamo.

Tabla 8: Comparación de Balance general FECORSA, registro de emisiones

FECORSA industrial y comercial S.A			
Estado de situación financiera			
	28-feb	01-mar	Variacion
ACTIVOS	19.366.133	24.366.133	26%
CORRIENTES	3.550.346	8.550.346	141%
Caja y bancos	149.942	149.942	
Activos financieros		5.000.000	
Otros activos corrientes	3.400.404	3.400.404	
NO CORRIENTES	15.815.787	15.815.787	
Propiedad, planta y equipo	13.742.272	13.742.272	
Inversiones	2.073.515	2.073.515	
Otros activos no corrientes	-	-	
PASIVOS	10.535.733	15.535.733	47%
CORRIENTES	7.323.292	8.175.574	12%
Préstamos bancarios, comerciales y sobregiros bancarios	1.918.791	1.918.791	
Cuentas y documentos por pagar	5.232.624	5.232.624	
Obligaciones a corto plazo	171.877	171.877	
Porción corriente de emisiones		852.282	
NO CORRIENTES	3.212.441	7.360.159	129%
Provisión de jubilación patronal y desahucio	278.312	278.312	
Obligaciones emitidas y otras por pagar	2.934.129	2.934.129	
Obligaciones por emisiones		4.147.718	
PATRIMONIO	8.830.400	8.830.400	
Capital social	1.810.000	1.810.000	
Aportes para futuras capitalizaciones	1.793.258	1.793.258	
Superávit por revaloriz			
Propiedad, planta y equipo	4.426.653	4.426.653	
Resultados acumulados	462.345	462.345	
Resultado presente ejercicio	338.144	338.144	
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIOS	19.366.133	24.366.133	26%

Fuente: Elaborado por los investigadores, según "Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial", por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Como se puede notar en la Tabla 8, al registrar la emisión de obligaciones existen algunas cuentas que cambian su valor y otras que se deben crear, como lo es el caso de los activos financieros que figura en el balance de marzo con US\$ 5'000.000 correspondiente al monto de las emisiones que se realizan; la porción corriente de las emisiones de US\$ 852.282 que corresponde al pago de capital de las emisiones que se deben realizar en el primer año, recordando que es una tasa de 8% anual, que se paga trimestralmente; y, las obligaciones a largo plazo, que es la porción de las obligaciones emitidas que se debe pagar a los que adquirieron las emisiones en los años 2, 3, 4 y 5. Las demás cuentas permanecen de igual forma. Así, se evidencia que los pasivos no corrientes presentan un alto crecimiento (129%) y en la cuenta corriente, se incrementa a 141% generando liquidez a la compañía.

En la Tabla 9, se presenta la comparación de la emisión de bonos y el préstamo bancario por el mismo monto de la emisión, y plazo; pero a una tasa efectiva anual de 10,21%. En el caso del préstamo, no existe mayor gasto que el de los intereses pagados. Las dos columnas de variaciones hacen referencia a las comparaciones entre el estado de situación financiera después de la emisión de bonos y el estado de situación financiera sin la emisión de bonos (28-feb). Lo mismo ocurre con el préstamo bancario.

Después del primer año, el estado de situación financiera presenta movimientos en sus cuentas, dado que la emisión de obligaciones realizada en marzo del 2014 ha sido empleada en mejorar algunos aspectos de la empresa, por lo que se destina el 50% al capital de trabajo y el otro 50% para pagar los pasivos de corto plazo. Por lo que se podrá observar que los préstamos bancarios, comerciales y sobregiros bancarios y; las cuentas y documentos por pagar disminuyen en un 65 y 24% respectivamente. Esto también afecta al estado de resultados, por los gastos que se generan en la emisión de obligaciones.

Tabla 9: Comparación de Balance general FECORSA, registro de pago emisiones

FECORSA industrial y comercial S.A					
Estado de situación financiera					
	28-feb	Emisión de bonos		Préstamos bancario	
		31-dic	Variación	31-dic	Variación
ACTIVOS					
CORRIENTES	19,366,133.00	22,283,232.00	15%	22,393,983.00	16%
Caja y bancos	3,550,346.00	6,467,445.00	82%	6,578,196.00	85%
Otros activos corrientes	149,942.00	3,067,041.00	1945%	3,177,792.00	2019%
NO CORRIENTES	3,400,404.00	3,400,404.00		3,400,404.00	
Propiedad, planta y equipo	15,815,787.00	15,815,787.00		15,815,787.00	
Inversiones	13,742,272.00	13,742,272.00		13,742,272.00	
Otros activos no corrientes	2,073,515.00	2,073,515.00		2,073,515.00	
PASIVOS					
CORRIENTES	10,535,733.00	12,611,233.00	20%	12,672,895.00	20%
Préstamos bancarios, comerciales y sobregiros bancarios	7,323,292.00	6,171,539.00	-16%	6,174,866.00	-16%
Cuentas y documentos por pagar	1,918,791.00	668,791.00	-65%	668,791.00	-65%
Obligaciones a corto plazo	5,232,624.00	3,982,624.00	-24%	3,982,624.00	-24%
Porción corriente de emisiones	171,877.00	599,659.00	249%	624,610.00	263%
		920,465.00		898,841.00	
NO CORRIENTES	3,212,441.00	6,439,694.00	100%	6,498,029.00	102%
Provisión de jubilación patronal y desahucio	278,312.00	278,312.00		278,312.00	
Obligaciones emitidas y otras por pagar	2,934,129.00	2,934,129.00		2,934,129.00	
Obligaciones por emisiones		3,227,253.00		3,285,588.00	
PATRIMONIO	8,830,400.00	9,672,000.00	10%	9,721,088.00	10%
Capital social	1,810,000.00	1,810,000.00		1,810,000.00	
Aportes para futuras capitalizaciones	1,793,258.00	1,793,258.00		1,793,258.00	
Superávit por revaloriz	4,426,653.00	4,426,653.00		4,426,653.00	
Propiedad, planta y equipo	462,345.00	462,345.00		462,345.00	
Resultados acumulados	338,144.00	1,179,744.00	249%	1,228,832.00	263%
Resultado presente ejercicio					
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIOS	19,366,133.00	22,283,233.00	15%	22,393,983.00	16%

Fuente: De "Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial"-

Como se observa, la cuenta caja incrementa considerablemente su saldo, dado que una parte de los fondos obtenidos de las obligaciones emitidas fueron empleados en la obtención de mercadería para aumentar las ventas y esto se ve reflejado en el costo de ventas en el estado de resultados, permitiendo que esto afecte, también la cuenta de patrimonio, incrementando la cuenta de resultado del ejercicio en 249%.

Mientras, con el préstamo bancario, la cuenta caja y bancos aumenta por el préstamo, la de los pasivos corrientes, en donde se registra la porción corriente del préstamo realizado que es lo que se debe pagar en el primer año; y, la porción no corriente del mismo que es el valor que queda por pagar. El detalle del préstamo se encuentra en el anexo 1. El balance muestra los siguientes cambios:

Es posible observar que la liquidez de la empresa es mayor, permitiendo que los activos corrientes crezcan en un 85%. Los pasivos corrientes disminuyen porque del dinero obtenido por el préstamo se destina el 50% para el pago de la deuda de corto plazo, generando un decrecimiento en el pasivo corriente; en cambio, los pasivos no corrientes sí incrementan a un 102% debido al largo plazo del financiamiento contratado. El otro 50% del préstamo, se usa como capital de trabajo para aumentar las ventas, lo que, también afecta a las cuentas del estado de resultados.

Las ventas han incrementado, como es posible observar en la Tabla 10, esto se debe al capital de trabajo invertido para aumentar este rubro. Por otro lado, las cuentas como los gastos disminuyeron su participación en comparación a los ingresos, pasando de un 25% a un 18% vs emisión de bonos y de un 25% a un 17% con el préstamo bancario, a pesar de que en este rubro se incrementan dos cuentas más, que son el gasto generado por emitir las obligaciones y el gasto por el pago de intereses de las emisiones; el aumento de liquidez, es la razón por la que los gastos disminuyen su participación. Sin embargo, otras obligaciones como el impuesto a la renta y la participación de trabajadores aumentan su participación, debiéndose a que estos rubros se calculan a partir de la utilidad que también es afectada por el incremento de los ingresos, en el caso de la emisión de bonos. Por lo tanto, con el préstamo bancario, la utilidad neta aumenta también con respecto al estado de resultados sin financiamiento en 6% y con respecto a la emisión de bonos 1%.

**Tabla 10: Incremento de ventas
FECORSA industrial y comercial S.A
Estado de situación financiera**

	28-Feb		31-dic		31-dic	
	Participación		Participación		Participación	
INGRESOS						
Ingresos ordinarios	3,047,511.00	100%	7,353,486.00	100%	7,353,486.00	100%
Costos						
Costos ordinarios asociados	1,769,350.00	58%	4,269,350.00	58%	4,269,350.00	58%
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	1,278,161.00	42%	3,084,136.00	42%	3,084,136.00	42%
GASTOS						
Ventas	768,140.00	25%	1,304,734.00	18%	1,230,695.00	17%
Administrativos	308,590.00	10%	308,590.00	4%	308,590.00	4%
Financieros: costos de emisión	459,550.00	15%	459,550.00	6%	459,550.00	6%
Financieros: intereses			172,500.00	2%		
			364,094.00	5%	462,555.00	6%
UTILIDAD ANTES DE PARTICIPACION DE TRABAJADORES	510,021.00	17%	1,779,402.00	24%	1,853,441.00	25%
Participación de trabajadores en las utilidades(15%)	76,503.00	3%	266,910.30	4%	278,016.15	4%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS A LA RENTA	433,518.00	14%	1,512,491.70	21%	1,575,424.85	21%
Impuestos sobre la renta(12%)	95,373.96	3%	332,748.17	5%	346,593.47	5%
UTILIDAD NETA	338,144.04	11%	1,179,743.53	16%	1,228,831.38	17%

Fuente: “Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Tabla 11: Análisis de ratios financieros para evaluación de los dos escenarios de FECORSA

	OBLIGACIONES	PRÉSTAMO
RENTABILIDAD		
ROE(Utilidad neta/Patrimonio)	0,122	0,126
ROA(Utilidad neta/Activo)	0,052	0,054
MARGEN NETO(Utilidad neta/Ventas)	0,160	0,167
ENDEUDAMIENTO		
ENDEUDAMIENTO TOTAL(Pasivos/Activos)	56,60%	56,59%
COMPOSICIÓN DE DEUDA(Pasivos no corrientes/ Pasivos corrientes)	104,35%	105,23%
INDEPENDENCIA FINANCIERA(Patrimonio/Pasivos)	76,69	76,17%

Fuente: "Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial", por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Como es posible observar en la Tabla 11, los ratios que se escogieron para realizar la evaluación de los escenarios propuestos no cambian de manera significativa; sin embargo, se puede observar un mejor estado de la empresa cuando realiza el préstamo a una entidad bancaria. Básicamente, esto se genera porque en las emisiones de obligaciones existe un gasto por ofertarlas en el mercado, sumándosele a esto, la tasa de interés propuesta, lo que genera que la utilidad se reduzca y el impuesto a pagar sea menor.

En cuanto a la rentabilidad, tanto en el escenario de la emisión de obligaciones como en el préstamo, cada dólar de patrimonio que se tiene produce 12 centavos (ROE) de utilidad neta; en cambio, por cada dólar invertido en activos, se logra ganar 5 centavos (ROA) de utilidad; finalmente, en el margen neto se hace referencia a la ganancia que en términos de utilidad neta se obtiene por cada dólar vendido, siendo esta de 16 centavos.

Por el lado del endeudamiento; en el escenario de la emisión de obligaciones, el 56,60% de los activos se encuentran financiados por pasivos o deuda; en el escenario del préstamo bancario, el 56,59% está financiado por pasivos. En lo referente a la composición de la deuda; en la emisión de obligaciones, la deuda de largo plazo es un poco mayor que la de corto plazo, lo contrario sucede con el préstamo bancario. Por último, en el caso de la independencia financiera, el patrimonio de la empresa respalda un 76% de la deuda contraída; es decir, más del 50%, siendo esto una buena condición para la empresa.

Como se puede observar, la diferencia en los ratios de estos dos tipos de financiamiento no es significativa; sin embargo, en lo que se refiere a la composición de la deuda, que es el ratio que indica con qué tipo de deuda se encuentra mayormente financiada la empresa se observa una diferencia, dado que en el escenario de emisión de obligaciones, mayor es la deuda de largo plazo que en el escenario con el préstamo bancario, donde mayor es el pasivo corriente, siendo este último una mejor condición dado que la empresa puede pagar más rápido sus deudas y reducir sus obligaciones.

CONCLUSIONES

El presente artículo analiza los costos, beneficios de la emisión de obligaciones (bonos) y el apalancamiento financiero (préstamo bancario) cuando las empresas requieren

financiación. Para ello, se tomó cinco empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Quito en el 2014 en las cuales se estudiaron los costos durante el primer año, se evidencia que los costos de emisión de obligaciones (bonos) es más elevado que el préstamo bancario puesto que en la emisión de obligaciones existen los costos de emisión y de colocación.

Con el objetivo de demostrar este estudio, se realizó un caso práctico de la compañía FECORSA, en la cual se observa los ratios y estados financieros de los dos escenarios propuestos (emisión de bonos y préstamo bancario), se concluye que bajo las condiciones determinadas en este estudio, la mejor forma de conseguir apalancamiento por medio de los impuestos es realizar un préstamo bancario, dado que beneficia a la empresa en términos de rentabilidad, endeudamiento, liquidez. Por otra parte, aunque el pasivo en el escenario de las emisiones de obligaciones es menor que en el del préstamo bancario, los activos corrientes son mayores cuando se realiza la emisión de obligaciones, esto se genera por el gasto adicional que esta última forma de financiamiento implica, dado que al generarse disminuye la utilidad del ejercicio, reduciendo el efectivo con el que cuenta la empresa al término del primer año, lo que representa un costo de este mecanismo.

En cuanto al pago de los impuestos corporativos se produce cuando el impuesto a la renta y la participación de trabajadores que se deben pagar se reducen por la adquisición de otras deudas. Tanto el Impuesto a la Renta (IR) como las utilidades a trabajadores se reducen más cuando se realiza la emisión de obligaciones, debido a que el gasto por la emisión y colocación de esos títulos de valor disminuye la utilidad de la empresa, generando que los impuestos corporativos sean menores en el primer año. El análisis de la emisión de obligaciones versus un préstamo bancario se realizó con una tasa de renta fija y, aunque el resultado de obtener un financiamiento a través de un préstamo bancario resultó mejor, al momento de usar una tasa de renta variable el escenario puede variar, dependiendo de algunas condiciones que se den en la economía ecuatoriana. Por lo cual, se aclara que los escenarios presentados no dan un resultado determinante en donde mejor sea financiar una empresa por medio de un préstamo bancario, sino que dependerá de cómo una organización se maneje en este mercado, de la actividad y de su capacidad para endeudarse, entre otros factores.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- H. Congreso Nacional. (2006). Ley de Mercado de Valores (éd. Codificación 1). Quito, Ecuador: Registro oficial suplemento 215.
- Autoriza: Superintendencia de Compañías. (2014). Prospectos de oferta pública, emisión de obligaciones. Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil-Bolsa de Valores de Quito.
- Bolsa de Valores de Quito. (2014). Cómo emitir obligaciones de largo plazo. Quito: BVQ.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2006). Principios de finanzas corporativas. España: McGraw-Hill.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2006). Principios de finanzas corporativas (éd. Novena). España, España: McGraw-Hill Interamericana de España, SL.
- Briseño, H. (2006). Indicadores Financieros (éd. 1 era). Jalisco, México: Ediciones Umbral.
- Brull, H. (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 (éd. 1 era). Argentina: Dunken.

Cabrero, J. D. (2001). Manual de banca: finanzas y seguros.
 Consejo Nacional de Valores. (2009). Capítulo 5: proceso de valoración. Dans Resolución No. CNV-003-2005 (éd. Reforma del 9 de julio del 2009). Ecuador: Registro Oficial No.630.

Consejo Nacional de Valores. (2009). Comité consultivo interinstitucional. Dans Resolución No. CNV-003-2005 (éd. Reforma del 9 de julio del 2009). Ecuador: Registro Oficial No.630.

Consejo Nacional de Valores. (2009). Comité de apelaciones. Dans Resolución No. CNV-003-2005 (éd. Reforma del 9 de julio del 2009). Ecuador: Registro Oficial No.630.

Consejo Nacional de Valores. (2009). Vector de precios. Dans Resolución No. CNV-003-2005 (éd. Reforma del 9 de julio del 2009). Ecuador: Registro Oficial No.630.

Consejo Nacional de Valores. (2014). ¿Quiénes y cuántos somos? Ecuador: Superintendencia de Compañías.

Departamento de Estudios y Promoción del Mercado de Valores. (2001). Memoria del mercado de Valores Ecuatoriano 1994-2000. Ecuador: Talleres Gráficos de la Superintendencia de Compañías.

Dirección de estudios de mercado de valores. (2006). Estudio de costo de emisión de obligaciones papel comercial y procesos de titularización (éd. Única). Guayaquil: Intendencia de mercado de valores.

Dirección de inteligencia comercial e inversiones. (2012). Análisis sector artesanías (éd. Primera edición). (P. d. exportaciones, Éd.) Ecuador: Instituto de promoción de exportaciones e inversiones - PRO ECUADOR.

Espinoza, S. F. (2007). Los proyectos de inversión: evaluación financiera (éd. Primera). Costa Rica: Editorial Tecnológica de Costa Rica.

Galindo Lucas, A. (2008). Fundamentos de valoración de empresas. Contribuciones a la Economía, 47-56.

Gitman, L., & Joehnk, M. (2005). Fundamentos de inversiones. Madrid: Pearson Educación.

Gonzalo, B. (2007). Operaciones Bancarias en Venezuela: Teoría y práctica (éd. 2 da). Venezuela: Universidad Católica Andrés.

H. Congreso Nacional. (1993). Ley de Mercado de Valores (éd. Reforma del 2014). Quito, Ecuador.

Jenkins, M. (2009, 10 20). América Economía. Recuperado América Economía: <http://mba.americaeconomia.com/articulos/columnas/credito-bancario-o-emision-de-titulos-de-deuda-que-me-conviene-mas>

Jordán , F., & Ferrand, J. (2004). La situación, tendencias y posibilidades de las microfinanzas (éd. Única). Ecuador: Abya Yala.

Malhotra, N. K., Martínez, J. F., & Rosales, M. E. (2004). Investigación de mercados (éd. 4 ta). México: Pearson Educación.

Marks, H. (2012). Lo más importante para invertir con sentido común (éd. Primera). (C. B. School, Éd.) Nueva York, Estados Unidos: Profit Editorial.

- Meoño, M., & Escoto, R. (2006). Operaciones Bursátiles (éd. Primera). Costa Rica, Costa Rica: Universidad Estatal a Distancia San José.
- Mercado, A. G. (2007). Manual de técnicas de investigación para estudiantes de ciencias sociales y humanidades (éd. 7 ma). México: El Colegio de México AC.
- Nacional, L. c. (2006). Ley de mercado de valores, codificación .
- Namakforoosh, M. N. (2005). Metodología de la investigación (éd. 2 da). México: Limusa.
- Ochoa Setzar, G. (2002). ADMINISTRACIÓN FINANCIERA. México.
- Prieto, R (2004). “Modelo de Vida: Consumo, Consumismo y Caridad” (Vol. 109). Madrid, España: Cáritas Española.
- Rodríguez, A. M. (2008). La investigación en la era de la información: Guía para realizar la bibliografía y fichas de trabajo (éd. 1 era). México: UNAM.
- Sablich, C. (2012). Derecho financiero, una visión actual en el Perú. Lima, Perú: Ica: Fundación Universitaria Andaluza Inca Garcilaso.
- Fernández, E. (2007). Los proyectos de inversión: evaluación financiera (éd. Primera). Costa Rica: Editorial Tecnológica de CR.
- Superintendencia de Compañías. (2012). Análisis bursátil. Guayaquil: Supercias.
- Superintendencia de Compañías: dirección de estudios. (2013). Resumen ejecutivo estadístico del mercado de valores. Quito: Intendencia de mercado de valores de Quito.
- Tosoni, G. (2008). Precios de equilibrio y episodios especulativos en los mercados de valores latinoamericanos. México: Revista análisis económico.
- Valores, B. d. (2002). Emisión de Obligaciones. Guayaquil.
- Valores, B. d. (2002). Emisión de Obligaciones. Guayaquil.
- Valores, D. d. (2006). Estudio de costos de emisión de obligaciones, papel comercia y proceso de titularización.
- Villareal, J. (2008). Administración Financiera II (éd. 1 era). Eumed.
- Vries, J. D. (2009). “Consumo y economía doméstica” (éd. 3). (J. N. Galleris, Éd.) Francia: Libros de Historia.
- Weiss, J. W. (2006). Ética en Los Negocios (éd. Primera). (THOMSON, Éd.) México: Cengage Learning Editores.