

**ANÁLISIS DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO OFERTADAS  
POR LAS BOLSAS DE VALORES DE UN PAÍS CON ECONOMÍA  
EMERGENTE. OPCIÓN DE UTILIZACIÓN POR PARTE DE LAS  
EMPRESAS DE UNA CIUDAD INTERMEDIA**  
ANALYSIS OF THE FUNDING SOURCES PROVIDED BY THE STOCK  
EXCHANGE OF A COUNTRY WITH AN EMERGING ECONOMY:  
THEIR USE BY COMPANIES OF AN INTERMEDIATE CITY

---

Darwin Fabricio Torres<sup>1</sup>, Ximena Moscoso Serrano<sup>2</sup>  
Marco Antonio Piedra Aguilera<sup>3</sup>

*Fecha de recepción: 03/12/2018*

*Fecha de aceptación: 05/07/2019*

## **Resumen**

La Bolsa de Valores (BdV) es una institución que permite a las empresas en general obtener recursos frescos para el financiamiento de sus actividades. Los mecanismos de financiamiento ofertados por la Bolsa resultan ser los menos utilizados por las organizaciones en Ecuador. En el presente trabajo se analizó la participación de las empresas de Cuenca (la tercera ciudad del Ecuador) en el mercado de valores y los efectos causados por estos mecanismos de financiamiento en sus estados financieros. Los estados financieros fueron obtenidos de la página web de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros a través de su Portal de Documentos. Los resultados indican que la participación

---

<sup>1</sup> Universidad del Azuay. ua073262@uazuay.edu.ec

<sup>2</sup> Universidad del Azuay. xmoscoso@uazuay.edu.ec

<sup>3</sup> Universidad del Azuay. mapiedra@uazuay.edu.ec

de las sociedades cuencanas en este mercado es muy limitada y que la utilización de estos mecanismos es financieramente muy positiva para las empresas.

**Palabras clave:** bolsa de valores, fuentes de financiamiento, economías emergentes, Ecuador.

## **Abstract**

The Stock Exchange (SE) is an institution that allows companies in general to obtain fresh resources to finance their activities. The financing mechanisms provided by the SE are the least used by the organizations in Ecuador. In this paper, it is analyzed the participation of companies located in Cuenca (the third city of Ecuador) in the stock market as well as the effects of the financing mechanisms on their financial statements. The financial statements were obtained from the website of the Superintendency of Companies, Securities and Insurance through its Document Portal. Results show that the participation of companies from Cuenca in this market is very limited, though the use of these mechanisms is extremely positive in financial terms.

**Keywords:** stock exchange, funding sources, emerging economies, Ecuador.

JEL: G11, G32, G20.

## **1. Introducción**

“La bolsa de valores un cisne en el mundo pero patito feo en Ecuador” (Zambrano, 2017), clarísima alusión a lo que sucede con el funcionamiento del mercado de capitales del país, en el cual las empresas, como podrá observarse en la investigación, presentan un muy bajo grado de aplicación de los esquemas de financiamiento de la Bolsa de Valores. Comparativamente, en el Ecuador en el año 2016 se registró un 8% del producto interno bruto (PIB) bajo este mecanismo, mientras que en el mismo período nuestros vecinos de Colombia y Perú lo hicieron por un monto cercano al 25 % del PIB, en tanto que Chile lo hizo por un monto del PIB del 65% (Zambrano, 2017).

La evidencia muestra que el crecimiento empresarial del Ecuador se concentra en las instituciones bancarias, pues de todo el universo de empresas jurídicas inscritas en la ciudad de Cuenca, tan solo 12 han incursionado en el mercado de capitales. En primera instancia, el estudio revela que el instrumento más utilizado son las obligaciones negociables, con una participación promedio de un 45 % en las dos Bolsas de Valores del país: Bolsa de Valores de Guayaquil y Bolsa de Valores de Quito. El producto menos utilizado es el pagaré a la orden con un porcentaje de 10 % sobre el total negociado. Los impactos financieros del dinero fresco obtenido se ven reflejados en los costos financieros.

La investigación se estructura en una primera parte con la explicación de los principales términos y componentes del Mercado de Valores para pasar luego a aplicar una revisión de la evolución e historia de la Bolsa en el país, en la cual se caracterizan los momentos clave de normalización y funcionamiento de este mercado. Luego se describe la metodología aplicada que se basa en la utilización de datos secundarios con accesos a la base de datos de la Superintendencia de Compañías, ente regulador del sistema societario y de valores del país. Posteriormente, se explican los resultados en función de los papeles evaluados: pagaré a la orden, papel comercial, titularización y obligaciones, y culmina con las conclusiones del estudio.

## **2. Revisión de la literatura**

### **2.1. Bolsa de Valores**

La Bolsa de Valores de Londres tiene sus inicios en el año de 1693, y es considerada una de las primeras Bolsas de Valores (BdV) más representativas del

mundo. Aproximadamente cien años más tarde, esto es por el año de 1762, nace la Bolsa de Valores de New York. Con el paso del tiempo las Bolsas de Valores han ido evolucionando y convirtiéndose en una fuente de financiamiento muy dinámica en algunos países. En la actualidad, cada país tiene por lo menos una Bolsa de Valores. El Ecuador cuenta con dos Bolsas de Valores, una ubicada en la capital de la república, Quito, y la otra en la ciudad costanera Santiago de Guayaquil, manteniéndose registro de inicio de actividades de las dos casas en el año de 1969 (Stooker, 2014).

Como definición, se puede decir que la Bolsa de Valores es aquella entidad que tiene como finalidad proporcionar a las empresas un mecanismo de financiamiento diferente al tradicional bancario. Dentro de este sistema, mediante transacciones de compra y venta de títulos se pueden negociar valores, que pueden ser de renta fija o de renta variable. También este sistema es considerado como una vía de crecimiento para las empresas que cumplen con los requisitos que establecen las Casas de Valores, las cuales tienen el papel de intermediarias entre las Bolsas de Valores y los inversionistas o emisores, llegando de esta manera a convertirse en un mecanismo de impulso y dinamización de la economía de un país, con impacto directo en los sectores económicos en el corto y mediano plazo (De Vicente Lama, 2007).

Dentro de este sistema operan dos fuerzas que permiten mantener el mercado organizado, una de ellas denominada como *la demanda de capitales*, la cual integra las nuevas emisiones de títulos fijando su precio de manera pública, conocido comúnmente como cambio o cotización. La segunda fuerza se la conoce como *la oferta de capitales*, que está compuesta por las rentas de los inversionistas que no fueron destinados para el consumo y que buscan alternativas de inversión.

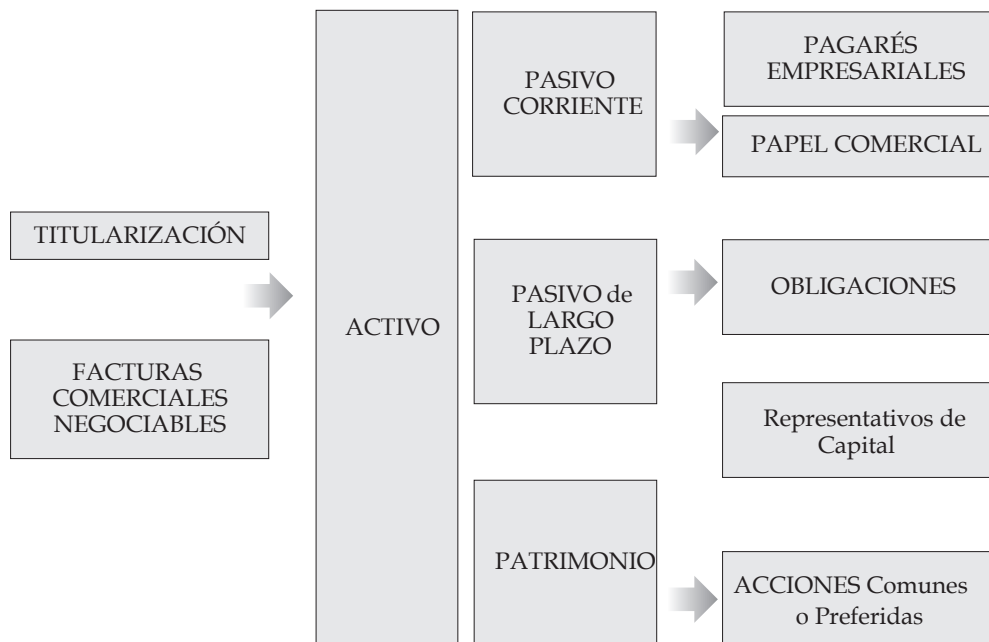
El sistema de negociación en el mercado de capitales está integrado por varios participantes, entre ellos es posible identificar: un elemento personal, constituido por personas físicas o jurídicas (oferentes de capital), y por otro lado están los demandantes de capital, que son las empresas públicas o privadas. También es posible encontrar a los denominados elementos reales, los cuales están conformados por los valores que son objeto de transacción en el Mercado de Valores, conocidos como valores negociables. Finalmente, podemos encontrar los elementos formales, que son las firmas y las condiciones en las que se deben realizar las transacciones: impuestos, comisiones, normativa legal (Vallejo y Torres, 2012).

Para José Morales (2012), todas las Bolsas de Valores del mundo deben cumplir con las siguientes características:

1. Trabajar dentro de un mercado público, en el cual únicamente se negocian títulos valores.
2. La emisión de títulos valores deberá ser realizada únicamente por las empresas que han sido previamente autorizadas.
3. Todas y cada una de las transacciones deben ser aseguradas jurídica y económicamente.

Bajo este contexto, usualmente las empresas eligen estructurar su composición de capital y deuda según las condiciones intrínsecas de cada unidad de negocio. Stulz y Johnson (1985), en referencia a la emisión de deuda, sostienen que las empresas evalúan su capacidad de endeudarse considerando las diferentes “prioridades de pago”, y el fin o destino de aplicabilidad de los fondos. Castañeda y Contreras (2017) afirman además que las firmas intentan equilibrar los beneficios que potencialmente van a percibir los tenedores de deuda.

**Gráfico 1.** Financiamiento a través del Mercado de Valores



**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (Jijón Andrade, 2015).

Cuando se analiza el mercado de capitales, es importante considerar cómo se valorizan los instrumentos negociados. Esta valoración actúa como dos universos paralelos: real y nominal (Bichler y Nitzan, 2015). Real significa que su condición es regida por la ley de oferta y demanda; y nominal que es el valor registrado de un título en el documento transaccional.

Cualquier Bolsa de Valores tiene la obligación de operar dentro de un mercado, el cual puede ser conocido como mercado de capital o Mercado de Valores, lugar en el cual se aplican negociaciones de títulos valores.

El mercado se clasifica como primario o secundario. El primero es definido como aquel en el que se realiza por primera vez la venta o colocación de valores; por su parte, el mercado secundario es el generado con las negociaciones posteriores al mercado primario (Santa Fe Casa de Valores SA, 2016). En el mercado primario, los fondos generados son direccionados a la empresa emisora que demanda el financiamiento, mientras que en la negociación en el mercado secundario puede o no intervenir el emisor.

## **2.2. Breve reseña histórica de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador**

- En 1969, el expresidente José María Velasco Ibarra junto con la Comisión Legislativa Permanente crearon la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil.
- No se logró incentivar el desarrollo del Mercado de Valores.
- En mayo de 1935, nace la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C., la misma que cierra sus puertas en junio de 1936.

Primera versión de la Ley de Mercado de Valores (28 de mayo de 1993):

- Transformación de las Bolsas de Valores de Compañías Anónimas a Corporaciones Civiles sin fines de lucro.
- Sustitución de los agentes de Bolsas, administradores de fondos, etc., por lo que hoy conocemos como Casas de Valores.
- Con esta ley los inversionistas podían estar al tanto de los cambios en la economía de Latinoamérica e intentar predecir las tendencias de los precios de las acciones (Romero Granados, 2009).

- Esta ley contenía un capítulo entero de incentivos tributarios<sup>4</sup> que indujeron al fortalecimiento del Mercado de Valores ecuatoriano, se mantuvo hasta finales del 1994, los montos que se negociaron en 1993 aumentaron en un 170 % y en 1994 su incremento fue aún mayor, 305,27 % (Real, 2012).
- La caída en el volumen de negociación en el año 1995, como consecuencia de los problemas económicos del país, impactó en los rendimientos esperados por los inversionistas.
- El inicio del Mercado de Valores se encuentra enlazado con la Bolsa de Comercio a través del Código de Comercio.

Segunda versión de la Ley de Mercado de Valores (23 de junio de 1998):

- Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil.
- El Consejo Nacional de Valores (CNV) implementó una política absoluta y regulatoria de las actividades del Mercado de Valores, cuyo control estaba en la Superintendencia.
- Esta ley carecía de un buen gobierno corporativo y no cumplía con la mayoría de estándares internacionales (Romero Granados, 2009).

Tercera versión de la Ley de Mercado de Valores (12 de septiembre de 2014):

- Esta versión se elaboró con aportes de las dos Bolsas de Valores de Ecuador y miembros del sector privado, que al mismo tiempo eran integrantes del organismo regulador del Mercado de Valores.
- También obligó a las Bolsas de Valores del Ecuador a una nueva transformación, de Corporaciones Civiles a Sociedades Anónimas. La Bolsa de Valores de Guayaquil terminó su transformación el 13 de julio del 2016 y la Bolsa de Valores de Quito el 10 de agosto del 2016.
- Esta tercera versión ha sido denominada Libro II Ley de Mercado de Valores dentro del Código Orgánico Monetario y Financiero.

---

<sup>4</sup> Dichos incentivos se encuentran en el Anexo 1. “Exoneraciones”.

### 3. Metodología

Este es un trabajo con enfoque cuantitativo, de alcance exploratorio y descriptivo y diseño no experimental. Los datos analizados provienen de fuentes secundarias, pues fueron obtenidos de la base de datos pública de las dos Bolsas de Valores, accediendo al sitio web perteneciente a la Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores.

Una vez identificado el repositorio de información, se procedió a obtener un listado general de las empresas que negocian en Bolsa, filtrando las del Cantón Cuenca, de las cuales se procedió a descargar la información requerida para el análisis, misma que incluye las características de la emisión y de la empresa, la calificación de riesgos y un breve análisis financiero de la empresa emisora (Barrezueta, 2014). Seguido de esto, se aplicó una revisión detallada de los documentos a fin de depurar la información y trabajar con datos relevantes a fin de que permita una posterior clasificación acorde al tipo de financiamiento usado y los beneficios que puedan provenir de ellos.

Subsiguientemente, se hizo un análisis de los estados financieros descargados del Portal de Documentos de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, los que fueron clasificados de acuerdo con las necesidades identificadas, de tal manera que facilite el cálculo de ratios: a) Liquidez corriente; b) Prueba Rápida; c) Razón de endeudamiento; y d) Margen de Utilidad Neta; esta herramienta brinda una aplicación factible y muy utilitaria, y a su vez permite medir y comparar los datos financieros observando y analizando las diferentes situaciones a lo largo de la vida económica de la empresa, corporación o unidad de negocio. Adaptando este instrumento a la investigación, se aplica el análisis de ratios de tres años (excepto en pagaré a la orden y papel comercial, en las que se trabaja con dos años), es decir, se calcularán antes, durante y después de la emisión de los productos financieros, observando su comportamiento. Los instrumentos estudiados son las obligaciones, titularización, papel comercial, pagaré a la orden. Por último, se aplicó un análisis comparativo de los saldos registrados en los estados financieros de los emisores con el fin de identificar los comportamientos que más colaboren con los objetivos planteados en la presente investigación.

Una vez que se obtuvo la información, se ordenaron las emisiones efectuadas en las Bolsas de las ciudades de Quito y Guayaquil, para evidenciar los montos acumulados de los productos ofertados, su frecuencia y los datos porcentuales.



## 4. Resultados

Se identifican un total de 12 empresas ecuatorianas domiciliadas en el Cantón Cuenca que se encuentran registradas dentro de la base de datos de las Bolsas y cuya inscripción pertenece al período de estudio 2011-2017. Los valores son presentados en dólares de Estados Unidos de Norteamérica

Una característica particular que se analiza radica en que las dos emisiones de pagaré a la orden fueron realizadas en modalidad REVNI<sup>5</sup>, cuya característica principal es la de ostentar como un mecanismo para empresas que están en desarrollo y cuyos índices financieros no son altos.

**Tabla 1.** Frecuencia de uso de los diferentes productos de Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Producto	Bolsa de Valores Quito			Bolsa de Valores Guayaquil		
	Frecuencia	%	Monto	Frecuencia	%	Monto
Obligaciones	8	0,400	62.000.000	10	0,53	75.000.000
Titularización	6	0,300	54.000.000	5	0,26	39.000.000
Papel Comercial	4	0,200	32.000.000	4	0,21	32.000.000
Pagaré a la Orden	2	0,100	3.000.000	-	-	-
<b>Total</b>	<b>20</b>		<b>151.000.000</b>	<b>19</b>		<b>146.000.000</b>

Fuente: elaboración propia con datos de las Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil.

Del cuadro anterior podemos indicar que el instrumento denominado como obligaciones encabeza el listado de mayor utilización dentro de las bolsas de estudio; los comportamientos con relación al tipo de documentos negociados son muy similares en las dos Bolsas de Valores. La principal diferencia en cantidad de productos negociados se la evidencia en los pagarés a la orden, pues la Bolsa de Valores de Guayaquil no presenta emisiones de este tipo de instrumento. La diferencia de los montos totales emitidos entre estas dos alternativas de lugar de negociación es de cinco millones de dólares.

<sup>5</sup> REVNI: registro de valores no inscritos.

En la tabla 2 se expone el listado de las empresas que son parte de este estudio, denotando el lugar de inscripción. Salvo dos empresas (Heladerías Tutto Freddo SA e Importadora Tomebamba), se observa como práctica general de las otras empresas la de inscribir cada emisión en las dos bolsas.

**Tabla 2.** Listado de empresas cuencanas inscritas

<b>Bolsa de Valores de Quito</b>	<b>Bolsa de Valores de Guayaquil</b>
Austral Cía. Ltda.	Austral Cía. Ltda.
Comercializadora JCEV Cía. Ltda.	Comercializadora JCEV Cía. Ltda.
Continental Tire Andina SA	Continental Tire Andina S.A.
Corporación Azende Cía. Ltda.	Corporación Azende Cía. Ltda.
Corporación Jarrin Herrera Cía. Ltda.	Corporación Jarrin Herrera Cía. Ltda.
La Casa del Electrodoméstico Electroexitosa SA	La Casa del Electrodoméstico Electroexitosa SA
Marcimex SA	Marcimex SA
Novacredit SA	Novacredit SA
Plásticos Rival Cía. Ltda.	Plásticos Rival Cía. Ltda.
Soluciones para Hotelería y Gastronomía EQUINDECA Cía. Ltda.	Soluciones para Hotelería y Gastronomía EQUINDECA Cía. Ltda.
Heladerías Tutto Freddo S.A.	
Importadora Tomebamba S.A.	

**Fuente:** elaboración propia con datos de las Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil.

A continuación, se aplica un análisis sobre los efectos causados en los estados financieros de las empresas participantes teniendo en cuenta el instrumento financiero emitido.

## 4.1. Pagaré a la orden

Producto definido como “Una promesa incondicional de pago, representada en un título mediante el cual una persona firmante se obliga incondicionalmente a pagar una cantidad determinada, en un tiempo determinado, a la orden de otra persona, beneficiario” (Rodríguez, 2010, p. 50), siendo un contrato entre la empresa y el inversionista con ciertas cláusulas que deben cumplir ambas partes.

En la siguiente tabla se podrá observar los estados financieros de las empresas Heladerías Tutto Freddo SA y Novacredit SA, en los cuales la primera adquiere deuda por un millón de dólares y la segunda por dos millones de dólares en el 2014.

**Tabla 3.** Consolidado pagaré a la orden

<b>CONSOLIDADO PAGARÉ A LA ORDEN</b>					
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA					
	Heladería Tutto Freddo SA			Novacredit SA	
	2013	2014(E)*	2015	2013	2014(E)*
Activos	3.202.299	2.908.327	3.813.202	3.294.452	7.257.356
A. Corrientes	1.547.275	1.232.234	1.148.058	3.205.230	7.142.918
Efectivo	222.309	162.112	59.095	2.849.382	6.024.933
Inventario	528.856	359.174	615.424	-	-
C. y D. por Cobrar	500.305	234.587	219.670	178.782	6.247.264
Otras Cuentas	295.806	476.360	253.870	355.849	1.117.985
A. No Corrientes	1.655.024	1.676.094	2.665.143	89.222	114.437
Pasivos	2.659.812	2.225.112	2.271.030	2.938.013	6.495.286
P. Corrientes	1.846.055	1.111.570	1.397.980	2.583.590	3.626.705
C. y D. por Pagar	1.215.458	604.953	830.291	1.454.054	2.848.649
O. Inst. Finan	-	-	-	610.545	400.072
O. Obligaciones	528.981	123.218	168.850	-	-

Otras Cuentas	101.616	383.399	398.840	518.991	377.984
P. No Corrientes	813.756	1.113.541	873.050	354.423	2.868.580
C y D por Pagar	389.000	-	24.000	95.336	1.857.592
O. Inst. Financieras	97.345	648.592	479.248	259.086	1.010.988
Otras Cuentas	327.412	464.949	369.802	-	-

## ESTADO DE RESULTADOS

	Heladería Tutto Freddo SA			Novacredit SA	
Ingresos	7.208.636	6.949.997	7.148.520	1.207.655	2.612.884
Costo de Ventas	3.298.585	3.764.886	3.825.857	205.905	-
Gastos	3.607.991	3.044.383	3.097.606	814.838	1.584.718
Gastos Financieros	165.541	147.942	106.423	-	83.849
Participación Trabajadores	78.913	37.436	48.316	-	107.019
Impuestos	145.115	71.410	64.294	-	190.198
Utilidad Neta	302.059	140.728	209.497	186.913	416.246

## RAZONES

	Heladería Tutto Freddo SA			Novacredit SA	
Liquidez Corriente	0,84	1,11	0,82	1,24	1,97
Prueba Rápida	0,55	0,79	0,38	-	-
Razón de Endeudamiento	83,06%	76,51%	59,56%	89,18%	89,50%
Margen de Utilidad Neta	4,19%	2,02%	2,93%	15,48%	15,93%

(E): Año en el que se realiza la emisión.

**Fuente:** elaboración propia con datos de las Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil.

Se puede apreciar que los activos corrientes en la empresa Novacredit tuvieron un incremento notorio, en especial en la cuenta de efectivo, situación que evidencia la inyección de liquidez recibida. La empresa Tutto Freddo registra un incremento importante en la cuenta activos no corrientes. En la empresa Novacredit se observa que los fondos obtenidos fueron utilizados para fortale-

cimiento del capital de trabajo que al mismo tiempo provocó el mejoramiento de los ratios, comenzando por la liquidez corriente cuyo cambio fue de 1,24 a 1,97; como dicha empresa no presenta inventarios, por tratarse de una empresa de servicios, no resulta relevante el cálculo del ratio de la prueba rápida; por otro lado, no se observa una reducción en la razón de endeudamiento provocada por la reprogramación de los pasivos.

Con relación a Tutto Freddo, los ratios reflejan un cambio positivo como es el caso del incremento de la liquidez corriente que pasa de 0,84 a 1,11 y de la prueba rápida que también registra un ligero incremento de su índice en 0,24 puntos porcentuales y la reducción de la razón de endeudamiento de 83,06 % a 76,51 %, debido a que dichos fondos aparentan haber sido usados para la reprogramación de los pasivos no corrientes.

## 4.2. Papel comercial

Definido como “Obligaciones cuyo plazo es inferior a 360 días” (Rodríguez, 2010, p. 50), este producto tuvo una utilización aproximada del 20 % del total de las emisiones analizadas, hecho posiblemente ocasionado por el atractivo de corto plazo que representa para los inversionistas. En la siguiente tabla (tabla 4) se encuentran el consolidado de las empresas que utilizaron este producto como una fuente de financiamiento. Es oportuno anotar que la empresa Plásticos Rival Cía. Ltda. inició el proceso de emisión en el año 2017 por lo que no fue posible analizar la información debido a que al momento de realizar este estudio aún no se publicaban dichos estados para la comparación respectiva.

La empresa Continental Tire Andina SA utilizó dos veces este producto en el 2015 por un valor de veinte millones de dólares y en 2016 con una emisión de cinco millones de dólares. Se puede observar el nivel de crecimiento aproximado de 11 % en los activos para la primera emisión y de 10 % en los pasivos, tal como se refleja también los ratios, reducción de la liquidez corriente de 2 a 1,79; pero la prueba rápida presenta un incremento favorable de 1,57 a 1,64; la razón de endeudamiento presenta una variación promedio de 0,28 %. Esta situación se ve comprometida al revisar los ingresos y la cuenta de resultados netos puesto que no se aprecia un incremento equivalente a las negociaciones, escenario que puede poner en riesgo el repago de la deuda.

Tabla 4. Consolidado de papel comercial

<b>CONSOLIDADO NEGOCIACIONES CON PAPEL COMERCIAL</b>					
<b>ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA</b>					
	<b>Continental Tire Andina SA</b>			<b>Corporación Azende SA</b>	
	2014(SE)	2015(CE)	2016(CE)	2011(SE)	2012(CE)
Activos	140.357.182	155.330.954	156.687.962	53.946.947	61.849.890
A. Corrientes	85.801.374	88.978.382	84.096.356	33.347.996	34.097.020
Efectivo	4.962.488	6.547.978	6.385.881	1.420.587	752.008
Activos Financieros	38.027.495	39.725.383	37.422.601	18.274.514	18.012.757
C. y D. por Cobrar	21.799.739	11.399.349	14.749.484	13.413.493	7.680.387
Inventarios	36.157.383	35.518.317	32.084.499	11.926.555	14.042.937
Otras Cuentas	116.164.96	13.734.682	14.589.257	3.146.927	2.041.327
A. No Corrientes	54.555.807	66.352.571	72.591.605	20.598.951	27.752.870
Pasivos	66.385.562	72.972.041	74.515.628	29.729.411	39.306.199
P. Corrientes	42.900.153	49.594.643	46.330.752	21.265.934	27.620.987
C. y D. por Pagar	17.481.013	13.447.165	12.303.509	10.860.217	14.636.728
O. Inst. Financieras	11.101.108	26.374.420	2.927.409	5.223.274	5.188.840
Porción de V. Emitidos	3.200.000	-	23.234.869	-	-
P. No Corrientes	23.485.409	23.485.409	23.485.409	8.526.476	11.685.212
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
	<b>Continental Tire Andina SA</b>			<b>Corporación Azende SA</b>	
Ingresos	186.809.554	173.441.961	152.238.854	95.233.225	101.386.380
Otros Ingresos	182.763	347.249	475.276	-	-
Costo de Ventas	144.442.887	133.163.681	123.077.756	64.155.013	72.311.000
Gastos	17.092.006	19.086.332	19.981.388	26.946.471	27.317.423
Gastos Financieros	3.399.498	3.538.066	3.110.493	957.607	1.293.717

Participación Trabajadores	-	-	-	-	66.312
Impuestos	5.213.825	4.312.472	2.756.454	-	721.650
Utilidad Neta	16.844.101	13.688.659	3.788.039	3.145.887	-274.479

RAZONES					
	Continental Tire Andina SA			Corporación Azende SA	
Liquidez Corriente	2	1,79	1,82	1,57	1,23
Prueba Rápida	1,57	1,64	1,67	1,01	0,73
Razón de Endeudamiento	47,30%	46,98%	47,56%	55,11%	63,55%
Margen de Utilidad Neta	9,02%	7,89%	2,49%	3,30%	

(SE): Sin emisión. (CE): Con emisión.

**Fuente:** elaboración propia con datos de las Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil.

Corporación Azende evidencia un incremento de 14,65 % en los activos frente a un incremento de 32,21 % de los pasivos totales, lo que hace que sus ratios se vean afectados, como es el caso de la reducción de la liquidez corriente, prueba rápida y el margen de utilidad neta, cuyos cambios van desde 1,57 a 1,23; de 1,01 a 0,73 y de 3,30 % a 0,27 %, respectivamente; también tenemos el incremento de la razón de endeudamiento de alrededor de 15,31%.

Se podría concluir que Continental Tire Andina utilizó los recursos tanto para la potenciación de los activos y del capital de trabajo, de manera paralela se puede observar que se financian activos no corrientes con deuda corriente, lo que deduce a que los recursos no sean destinados para capital de trabajo como se esperaría.

### 4.3. Titularización

La titularización es definida como “un mecanismo de financiamiento que permite transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, para obtener liquidez en condiciones competitivas de mercado, con la consecuente reducción de costos de financiamiento” (Rodríguez, 2010, p. 68), el cual también es considerado un proceso jurídico para convertir los flujos futuros en documentos, de tal manera que permita a las empresas obtener liquidez rápida por medio de los activos no corrientes (que no son fácilmente convertibles en efectivo).

El análisis fue aplicado a varias empresas que utilizaron estos instrumentos. Para efectos de síntesis, a continuación se presentan los valores registrados de una empresa representativa de este tipo de negociaciones.

**Tabla 5.** Utilización de titularización

<b>MARCIMEX SA</b>				
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA				
	2013(SE)	2014(CE)	2015(CE)	2016(SE)
Activos	125.645.955	145.985.404	153.909.717	154.566.805
A. Corrientes	110.968.281	133.417.699	137.208.755	137.001.667
Caja	1.258.165	3.303.998	18.054.049	18.110.965
C. y D. por Cobrar	94.251.994	109.946.543	101.746.149	97.620.367
Inventarios	15.113.480	19.045.558	14.694.173	14.900.852
Otras Cuentas	344.642	1.121.599	2.714.384	6.369.483
A. no Corrientes	14.677.674	12.567.705	16.700.962	17.565.137
Pasivo	76.755.906	83.617.770	86.165.269	89.315.526
P. Corriente	61.637.197	59.279.330	65.711.931	43.221.014
C. y D. por Pagar	22.102.897	12.480.337	12.881.207	19.838.529
O. I. Financieras	19.425.838	24.071.244	34.847.192	12.430.652
Otras O. Corrientes	10.170.308	15.631.138	11.323.977	7.380.291
C. por Pagar Diversas	5.536.906	-	2.181.996	-
Otros P. Corrientes	3.788.484	7.096.323	-	-
Otras Cuentas	612.764	288	4.477.559	3.571.542
P. no Corriente	15.118.709	19.222.424	20.453.338	46.094.512
C. y D. por Pagar	-	-	-	-
O. I. Financieras	9.567.336	12.425.882	3.937.884	27.901.877
Provisiones	3.952.297	1.023.161	2.284.461	2.184.449



Pasivo Diferido	1.599.077	5.116.017	9.211.286	12.404.950
Otras Cuentas	-	657.364	5.019.707	3.603.236
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>				
Ingresos	204.393.929	218.820.085	196.049.308	157.369.112
Otros Ingresos	412.840	17.219.400	14.992.340	14.903.379
Costo de Ventas	143.844.129	162.535.030	141.230.760	112.047.381
Gastos	34.969.712	41.061.084	41.081.174	40.686.054
Gastos Financieros	7.023.494	5.509.096	7.106.888	11.646.678
Participación Trabajadores	2.845.415	4.040.141	3.243.428	1.183.857
Impuestos	3.474.959	5.202.073	4.210.692	1.705.241
Utilidad Neta	12.649.060	17.692.061	14.168.706	5.003.280
<b>RAZONES</b>				
Liquidez Corriente	1,8	2,25	2,09	3,17
Prueba Rápida	1,56	1,93	1,86	2,83
Razón de Endeudamiento	61,09%	57,28%	55,98%	57,78%
Margen de Utilidad Neta	6,19%	8,09%	7,23%	3,18%

(SE): Sin emisión. (CE): Con emisión o año que se emitió el producto.

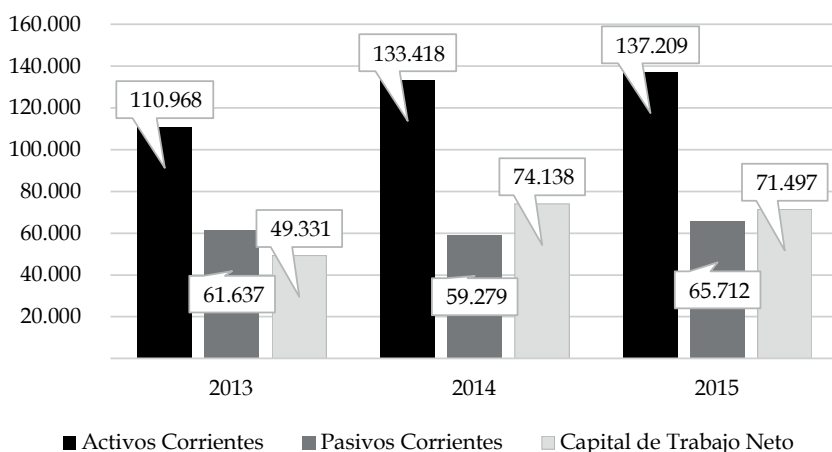
**Fuente:** elaboración propia con datos de las Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil.

Esta empresa tiene dos emisiones consecutivas, la primera fue realizada en el año 2014 con el propósito de generar capital y la segunda en el 2015 para generar créditos. Para la primera emisión (2014-2015), los movimientos en el estado de situación financiera deberían estar concentrados principalmente en los activos corrientes. Esto es claramente visible en el incremento de los activos corrientes en las tres cuentas que se encuentran en la tabla anterior, cuya suma es de alrededor de 22,5 millones de dólares. Dicha suma supera la emisión del producto (monto igual a 8 millones de dólares, suponiendo que se logró vender la totalidad de la primera titularización), lo que podría explicar parte de la existencia de un incremento en las obligaciones con instituciones financieras

pertencientes a los pasivos corrientes. Los pasivos no corrientes presentan un crecimiento aproximado de 4 millones de dólares como producto de la operación dentro de las dos Bolsas de Valores, aunque con resultados poco concluyentes pues no se mantuvo acceso a las firmas.

El capital de trabajo neto (Gráfico 2) presenta un incremento del 45 % pese a que en el año 2015 se genera otra emisión. Por otro lado, los indicadores de liquidez corriente y de prueba rápida incrementan en un promedio de 24,54 %. En relación con el movimiento de los gastos financieros entre los años 2013 y 2014 generan un ahorro aproximado de 1,5 millones de dólares y el margen de utilidad neta en el mismo período cambia de 6,19 % a 8,09 %. Los datos expresados manifiestan que en el período 2015 no se financia el capital de trabajo pues estos rubros disminuyen entre el 2014 y el 2015.

**Gráfico 2.** Capital de trabajo (miles de dólares)



**Fuente:** elaboración propia con datos de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

En los períodos 2015 (con emisión de valores) y 2016 (sin emisión de valores) la atención se centra en los pasivos y en el índice de endeudamiento. En referencia a los primeros (pasivos corrientes), muestra una reducción en su valor; esta variabilidad se puede encontrar directamente en las cuentas y documentos por pagar, y en, las obligaciones con instituciones financieras. Lo anterior puede llevar a concluir que la empresa aplicó una estrategia de sustitución de deudas a corto plazo por deuda a largo plazo. Analizando los cambios en los pasivos no corrientes, se observa un fuerte incremento en las

obligaciones con instituciones financieras en el año 2015, haciendo que la razón de endeudamiento se eleve de 55,98 % a 57,78 %.

El margen de utilidad neta luego de la segunda emisión no tuvo la misma suerte que la anterior. Esto se debe primeramente a la reducción de las ventas, al mínimo cambio en los gastos y al incremento de los gastos financieros que puede ser el resultado de la obtención de la nueva cartera. La reducción es de aproximadamente 4 puntos porcentuales.

#### 4.4. Obligaciones

La Bolsa de Valores (2016, p. 1) en su publicación llamada *¿Cómo emitir Obligaciones a largo plazo?* define a las obligaciones como: “los valores que son emitidos como mecanismo que permite captar recursos del público y financiar sus actividades productivas”, pues las obligaciones resultan ser valores de tipo crediticio que generan un porcentaje de interés. Son bonos que pueden ser libremente negociados en el mercado mientras no hayan vencido. Este producto tiene la posibilidad de emitirse como obligaciones desmaterializadas, es decir, se puede vender a cualquier valor mientras sea mayor o igual al valor nominal y menor o igual al total de la emisión.

Adicionalmente, este tipo de producto cuenta con una garantía general, definida como la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica.

Si nos referimos al Anexo 2, podremos analizar el listado de las empresas que fueron partícipes de emitir a través de la Bolsa y a su vez están dentro de nuestro estudio. Debido a la complejidad y al número de empresas que utilizaron este producto, nos vemos forzados a utilizar una empresa que representará a las demás en cuanto a la importancia e impacto de su manejo y análisis en este tipo de negociaciones, para lo cual se escoge a la de mayor cantidad de producto negociado.

Equindecia antes de la emisión ya era capaz de solventar casi dos veces los pasivos corrientes que mantenía en ese año; al realizar la emisión, este índice se incrementa a 2,28 en el 2014. No obstante, los activos corrientes tienen una reducción de alrededor 7,02 % para el 2014. Los inventarios reflejan un incremento en el 2014 de \$ 715.000, aproximadamente.

Tabla 6. Ejemplo del efecto de la utilización de obligaciones

<b>EQUINDECA CÍA. LTDA.</b>			
<b>ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA</b>			
	2013	2014 (E)	2015
Activos	9.798.532	9.741.386	8.826.360
Activos Corrientes	8.287.881	7.706.119	6.732.417
C. y D. por Cobrar	1.662.476	1.765.257	1.778.969
Inventarios	5.050.193	5.765.415	4.921.735
Otras Cuentas	1.575.213	175.446	31.714
Activos no Corrientes	1.510.650	2.035.267	2.093.943
Pasivos	7.096.102	6.747.025	6.009.482
Pasivos Corrientes	4.225.713	3.378.710	3.853.034
C. y D. por Pagar	935.247	910.245	992.732
O. I. Financieras	1.290.000	680.664	906.547
Otras O. Corrientes	462.467	421.151	218.687
Otros Pasivos Financieros	549.175	632.801	552.798
Anticipos de Clientes	874.784	693.324	629.783
Otras Cuentas	114.040	40.525	552.486
Pasivos no Corrientes	2.870.389	3.368.315	2.156.448
C. y D. por Pagar	-	-	-
O. I. Financieras	1.052.373	1.142.429	871.366
C. por Pagar Diversas	924.967	677.629	401.941
Obligaciones	-	1.191.375	499.708
Otras Cuentas	893.049	356.883	383.433
<b>ESTADO DE RESULTADO</b>			
Ingresos	15.697.134	13.521.285	10.613.584
Otros Ingresos	-	204.391	70.502
Costo de Ventas	11.195.369	9.673.162	7.581.776
Gastos	2.554.985	2.601.942	2.291.124
Gastos Financieros	637.225	395.461	361.328
Otros Gastos	34.148	121.183	193.917
Participación Trabajadores	191.311	140.089	38.391
Impuestos	282.125	201.305	120.033
Utilidad Neta	801.971	592.534	97.517

RAZONES			
Liquidez Corriente	1,96	2,28	1,75
Prueba Rápida	0,77	0,57	0,47
Razón de Endeudamiento	72,42%	69,26%	68,09%
Margen de Utilidad Neta	5,11%	4,38%	0,92%

(E): Año que se ejecuta la emisión.

**Fuente:** elaboración propia con datos de la Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil.

En 2015 tiene una caída de \$ 840.000 y sumando las bajas que hay en las otras cuentas provocan que caiga la liquidez corriente a 1,75 (situación peor al año 2013, antes de la emisión de las obligaciones). Los activos no corrientes aumentan en más de u\$ 500.000 si la emisión fue por u\$ 2.000.000 debido a la existencia de un bono de vencimiento mayor a dos años pues su remanente aún se visualiza en el año 2015, situación que evidencia que el financiamiento es aplicado tanto para capital de trabajo como para inversiones no corrientes. Los pasivos tienen un comportamiento similar a los activos, estos también tienen una reducción en sus valores en su componente corriente con reducción de los gastos financieros y cuentas y documentos por pagar. Los pasivos no corrientes tienen un crecimiento en el 2014 que no afectó al ratio de razón de endeudamiento, y este comportamiento se mantiene a lo largo de los años analizados.

El margen de utilidad neta no cuenta con esta misma suerte, lo que no tiene ningún tipo de vinculación con la emisión de este producto, más bien, este decaimiento en el margen de utilidad neta se podría originar en la reducción de los ingresos, situación ajena al presente análisis, aunque se puede inferir que los menores costos financieros compensan parte de las caídas en las ventas, lo que da como resultado de la operación asociada a la emisión de obligaciones financieras.

## 5. Conclusiones

La Bolsa de Valores proporciona una fuente no tradicional de financiamiento. En Ecuador la frecuencia de inscripción en el período estudiado no es similar en sus dos Bolsas. La Bolsa de Valores de Quito, que es la ciudad capital del país, registra mayor movimiento con un total de 12 emisiones frente a 10 emisiones registradas en la Bolsa de Valores de Guayaquil. Las empresas analizadas en este estudio representan 3,58 % del total de firmas inscritas. En referencia a los montos negociados por estas organizaciones, se observa que

la Bolsa de Valores de Quito registra un total de 20 publicaciones sumando un monto de \$ 151.000.000, frente a 19 publicaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil con un total de \$ 146.000.000. La diferencia se explica por el hecho de que en la Bolsa de Valores de Quito se negociaron pagarés a la orden de tipo REVNI, facilitando la operación a las pequeñas empresas que deseaban probar este mecanismo de financiamiento.

En relación con la frecuencia de uso de los distintos títulos, las obligaciones representan el 46,5 % y, a pesar de que se tiene la posibilidad de transformar estas obligaciones en acciones, dicha opción no fue aplicada por ninguna de las empresas inmersas dentro de este estudio. La participación de la figura de la titularización representó un 28 %, y los dos últimos productos, papel comercial y pagaré a la orden, suman un total de 25,5 %.

Pese a que la Bolsa de Valores representa un factor fundamental para el desarrollo empresarial de un país, la utilización de este mecanismo es poco dinámica en la economía ecuatoriana. La escasa utilización de los diferentes productos ofertados evidencia la aseveración expuesta. Podemos concluir que las empresas, pese a haber realizado emisiones previas, no mantienen flujos o negociaciones permanentes; por el contrario, en el análisis de las cuentas de gastos financieros y deuda bancaria se puede observar cómo las empresas retornan al financiamiento tradicional.

Las cifras revisadas en el presente estudio representan resultados alentadores en el interior de la estructura financiera de la empresa, a nivel macro evidencian que nos encontramos en un sector que debe ser desarrollado de manera exponencial.

Como corolario indicamos que el desarrollo empresarial ecuatoriano se ve respaldado por la banca, la cual directa o indirectamente decide a qué sector apoyar y en qué sectores no debe crecer la economía.

## Referencias bibliográficas

- Barrezueta, H. D. P. (2014). Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley Mercado Valores. *La Asamblea Nacional de la República del Ecuador*, 2, 133.
- Bichler, S., & Nitzan, J. (2015). Acumulación de Capital: Ficción y Realidad. *Revista de Economía Institucional*, 17 (33), 45-71.
- Bolsa de Valores de Quito (2016). Cómo emitir Obligaciones a largo plazo, 1-11.

- Castañeda González, F., & Contreras Cortés, F. (2017). Los determinantes de la estructura de la madurez de la deuda corporativa. El caso de Chile. *Trimestre Económico*, 84 (334), 411-425.
- De Vicente Lama, M. (2007). La financiación empresarial mediante la salida a la bolsa: ventajas e inconvenientes. *Revista de Fomento Social*, 245, 69-92.
- Jijón Andrade, D. (2015). Estructura y Funcionamiento del Mercado de Valores. *Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros*, 1, 63.
- Morales Toc, J. M. (2012). *Funcionalidad De La Bolsa De Valores Nacional S.A.* Universidad Rafael Landívar. Recuperado de <http://biblio3.url.edu.gt/Tesis/2012/07/01/Morales-Jose.pdf>
- Real, S. (2012). Mercados de Valores. Guayaquil: Universidad Ecotec.
- Rodríguez, M. J. (2010). *Diccionario Bursátil*. Quito, Pichincha, Ecuador: Bolsa de Valores de Quito.
- Romero Granados, L. (2009). Análisis de las exenciones impositivas para el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano y propuesta de reformas tributarias según modelos externos. La Escuela Superior Politécnica del Litoral, ESPOL. Recuperado de <https://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/1268/1/2459.pdf>
- Santa Fe Casa de Valores SA (2016). *Como Invertir En Mercado De Valores*. Recuperado de [http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/MARIANA\\_DAMIAN.pdf](http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/MARIANA_DAMIAN.pdf)
- Stooker, R. (2014). *Cómo Invertir en el Mercado de Valores para Principiantes*. M. Barrancos, Ed. Babelcube, Inc.
- Stulz, R. M., & Johnson, H. (1985). An analysis of secured debt. *Journal of Financial Economics*, 14 (4), 501-521.
- Vallejo, C., & Torres, Ó. (2012). *Manual de la inversión en Bolsa* (novena edición). Madrid: Inversor Ediciones.
- Zambrano, L. (20 de marzo de 2017). La bolsa de valores un cisne en el mundo pero patito feo en Ecuador. *El Expreso*, p. 3B.

## Anexos

### Anexo 1. Exoneraciones tributarias

<b>Exoneraciones en la Ley de Mercado de Valores (Imp. Renta)</b>	<b>Exoneraciones en la Ley de Régimen Tributario Interno (Imp. Renta)</b>
Las ganancias de capital, utilidades, beneficios o rendimientos financieros distribuidos por los fondos de inversión y fideicomisos de inversión a sus beneficiarios.	Rendimientos de los títulos valores emitidos por Instituciones públicas y las Instituciones de derecho público legalmente autorizadas.
Las ganancias o utilidades, sean cuales fueren las fuentes de que provengan, que distribuyan los fondos de inversión.	Los dividendos y utilidades calculados después del pago del impuesto a la renta.
Las ganancias de capital provenientes de la compra venta de valores y de acciones, participaciones y derechos de sociedades.	Los intereses que generen las cedulas hipotecarias, bonos de garantía y bonos de prenda.
Procesos de titularización: Transferencias de dominio.	

Fuente: Stulz, Johnson (1985: 415).

### Anexo 2. Listado de empresas, producto emitido, monto y fecha de emisión

Nombre	Bolsa de Valores de Guayaquil			Bolsa de Valores de Quito		
	Producto	Monto	Fecha	Producto	Monto	Fecha
Austral Cía. Ltda.	Obligaciones	2.000.000	41.718	Obligaciones	2.000.000	41.718
Continental Tire Andina SA	Obligaciones	8.000.000	41.249	Obligaciones	8.000.000	41.249
Continental Tire Andina SA	Papel Comercial	20.000.000	42.063	Papel Comercial	20.000.000	42.063
Continental Tire Andina SA	Papel Comercial	5.000.000	42.629	Papel Comercial	5.000.000	42.629
Corporación Azende Cía. Ltda.	Papel Comercial	3.000.000	40.998	Papel Comercial	3.000.000	40.998



Análisis de las fuentes de financiamiento ofertadas por las bolsas de valores de un país...

Corporación Azende Cía. Ltda.	Titularización	6.000.000	40.561	Titularización	6.000.000	40.561
Comercializadora JCEV Cía. Ltda.	Obligaciones	3.000.000	41.177	Obligaciones	3.000.000	41.177
La casa del electrodoméstico Electroexito SA	Obligaciones	10.000.000	41.355	Obligaciones	10.000.000	41.355
Corporación Jarrin Herrera Cía. Ltda.	Obligaciones	7.000.000	42.377	Obligaciones	7.000.000	42.377
Corporación Jarrin Herrera Cía. Ltda.	Obligaciones	15.000.000	42.993	Obligaciones	15.000.000	42.993
Corporación Jarrin Herrera Cía. Ltda.	Titularización	13.000.000	40.903	Titularización	13.000.000	40.903
Marcimex SA	Titularización	8.000.000	41.713	Titularización	8.000.000	41.713
Marcimex SA	Titularización	8.000.000	42.149	Titularización	8.000.000	42.149
Novacredit SA	Titularización	4.000.000	42.395	Titularización	4.000.000	42.395
Plásticos Rival Cía. Ltda.	Obligaciones	15.000.000	42.179	Obligaciones	15.000.000	42.179
Plásticos Rival Cía. Ltda.	Papel Comercial	4.000.000	42.989	Papel Comercial	4.000.000	42.989
Soluciones para Hotelería y Gastronomía EQUINDECA Cía. Ltda.	Obligaciones	2.000.000	41.680	Obligaciones	2.000.000	41.680
Continental Tire Andina SA	Obligaciones	8.000.000	40.844			
Corporación Azende Cía. Ltda.	Obligaciones	5.000.000	40.917			
Importadora Tomebamba SA				Titularización	15.000.000	42.229
Heladería Tutto Freddo SA				Pagare a la Orden	1.000.000	41.711
Novacredit SA				Pagare a la Orden	2.000.000	41.640

**Fuente:** elaboración propia con datos de las Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil

© 2017 por los autores; licencia otorgada a la revista *Escritos Contables y de Administración*. Este artículo es de acceso abierto y distribuido bajo los términos y condiciones de una licencia Atribución-No Comercial 4.0 Internacional (CC BY-NC 4.0) de Creative Commons. Para ver una copia de esta licencia, visite <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>