



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA
La Universidad Católica de Loja

ÁREA ADMINISTRATIVA
TÍTULO DE MAGÍSTER EN GESTIÓN FINANCIERA

**Caracterización de la estructura de deuda para Pymes ecuatorianas en el
mercado de valores**

ARTÍCULO ACADÉMICO

AUTORA: Jiménez Ramos, Diana Elizabeth

DIRECTOR: Cortés García, José Salvador

CENTRO UNIVERSITARIO LOJA

2018



Esta versión digital, ha sido acreditada bajo la licencia Creative Commons 4.0, CC BY-NC-SA: Reconocimiento-No comercial-Compartir igual; la cual permite copiar, distribuir y comunicar públicamente la obra, mientras se reconozca la autoría original, no se utilice con fines comerciales y se permiten obras derivadas, siempre que mantenga la misma licencia al ser divulgada. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/deed.es>

Loja, abril del 2018

APROBACIÓN DEL DIRECTOR DEL ARTÍCULO ACADÉMICO

Mtro.

José Salvador Cortés García

DOCENTE DE LA TITULACIÓN

De mi consideración:

El presente trabajo de titulación, denominado “Caracterización de la estructura de deuda para Pymes ecuatorianas en el mercado de valores”, realizado por Jiménez Ramos Diana Elizabeth, ha sido orientado y revisado durante su ejecución, por tanto se aprueba la presentación del mismo.

Loja, 08 de marzo de 2018

f).....

DECLARACIÓN DE AUTORIA Y CESIÓN DE DERECHOS

“Yo Jiménez Ramos Diana Elizabeth declaro se autora del presente trabajo de titulación: Caracterización de la estructura de deuda para Pymes ecuatorianas en el mercado de valores, de la maestría en Gestión Financiera, siendo Cortés García José Salvador, Mtro., director del presente trabajo; y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones legales. Además certifico que las ideas, conceptos, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo investigativo, son mi exclusiva responsabilidad.

Adicionalmente declaro conocer y aceptar la disposición del Art. 88 del Estatuto Orgánico de la Universidad Técnica Particular de Loja que en su parte pertinente textualmente dice: “Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos y tesis de grado o trabajos de titulación que se realicen con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”

f).....

Autora: Jiménez Ramos Diana Elizabeth

Cédula: 1105078461

DEDICATORIA

La culminación de la presente investigación ha sido un proceso de enriquecimiento profesional y no habría sido posible sin el apoyo indeleble y absoluto de personas importantes en mi vida, es por ello que dedico este trabajo a mis queridos padres Víctor y Lilia, a mis hermanos Juan Pablo y Erick, a mi compañero de vida Alonso, a mi hermoso hijo Yoto y a mi hermana Vicky que desde el cielo me acompaña siempre.

AGRADECIMIENTO

Gracias en primera instancia a Dios y a la Virgen del Cisne ya que el acompañamiento espiritual ha sido muy importante para llegar a buen término con mis estudios.

Gracias a toda mi familia por el amor, la paciencia, la fortaleza y los consejos otorgados en todo el proceso de formación.

Gracias a la Universidad Técnica Particular de Loja por brindarme la oportunidad de crecer en el ámbito profesional.

Gracia al Mtro. Salvador Cortés, por el acompañamiento y asesoría acertada durante el proceso investigativo.

Gracias a los expertos del mercado de valores por las entrevistas otorgadas y que permitieron fundamentar de manera importante la presente investigación.

INDICE DE CONTENIDOS

APROBACIÓN DEL DIRECTOR DEL ARTÍCULO ACADÉMICO	II
DECLARACIÓN DE AUTORIA Y CESIÓN DE DERECHOS.....	III
DEDICATORIA	IV
AGRADECIMIENTO	V
INDICE DE CONTENIDOS.....	VI
RESUMEN.....	7
ABSTRACT	8
INTRODUCCIÓN.....	9
REVISIÓN LITERARIA.....	11
METODOLOGÍA: ANÁLISIS DE CONTENIDO	14
RESULTADOS.....	22
CONCLUSIONES.....	55
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	56
ANEXO.....	60

RESUMEN

El documento presenta una indagación sobre las Pymes que usan el mercado de valores como fuente de financiamiento mediante deuda. Se realiza la caracterización del prospecto de oferta pública de 93 Pymes que emitieron obligaciones y papel comercial entre 2011-2017 mediante un sistema de categorías medibles en frecuencias y promedios, fundamentando además con la aplicación de una entrevista semiestructurada a seis expertos bursátiles que colocaron REVNI durante su vigencia. El objetivo es analizar la calidad de información que exige la norma y la amplitud con la que los estructuradores la presentan, complementado naturalmente con la percepción de los entrevistados en cuanto a la reducción del problema de asimetría de información. Los resultados muestran que efectivamente los extensos contenidos en el prospecto se condensan en un instrumento irremplazable, suficiente y necesario para cubrir las necesidades de información del inversionista

PALABRAS CLAVE

Pymes, Estructura de Deuda, Mercado de Valores, Prospecto de Deuda, Asimetría de Información.

ABSTRACT

The document presents an inquiry about SMEs that use the securities market as a source of financing through debt. Characterization of the public offer prospectus of 93 SMEs that issued bonds and commercial paper between 2011-2017 is carried out through a system of measurable categories in frequencies and averages, also basing with the application of a semi-structured interview to six stock experts who placed REVNI during its validity. The objective is to analyze the quality of information required by the standard and the extent to which the structurers present it, naturally complemented by the perception of the interviewees in terms of reducing the problem of information asymmetry. The results show that indeed the extensive contents in the prospectus are condensed in an irreplaceable instrument, sufficient and necessary to cover the information needs of the investor.

KEYWORDS

SMEs, Debt structure, Stock Market, Debt Prospectus, Information Asymmetry.

INTRODUCCIÓN

Una parte significativa de la generación de empleo y de crecimiento económico en los países se da en base a la contribución que realizan las pequeñas y medianas empresas (Pymes), ya que representan un porcentaje importante del tejido empresarial. En Ecuador existen 63.732 empresas registradas y formalizadas de las cuales 30.829 son Pymes (el 48.37% del total) (Supercias, 2017). Si adicionamos los datos de la microempresa, en conjunto representan el 99% de las unidades productivas, son responsables del 65% del empleo en el país y aportan el 26% al PIB (INEC, 2016).

En los últimos años los gobiernos se han enfocado en tratar de establecer políticas y mecanismos que se encuentren encaminadas al apoyo de las Pymes (en cuanto a innovación, financiamiento, mejoramiento de procesos y calidad informativa), que les permita generar un mejor desempeño. Sin bien los esfuerzos han sido notorios, estos no han sido suficientes para encarar el gran problema que tienen las Pymes que es el limitado e inadecuado acceso a fuentes de financiamiento tanto de corto, como de largo plazo (CEPAL, 2010).

Las escasas fuentes de financiamiento a las que pueden tener acceso normalmente son costosas y exigentes, desacelerando así su crecimiento. Una alternativa a este problema se concibe en la idea de participar del financiamiento que ofrece el mercado de valores.

En Ecuador el mercado de valores tiene aún poca profundidad, siendo así que en los últimos 12 años el promedio que sus transacciones aportan al PIB significa únicamente el 7%; en lo que refiere al número de empresas participantes existen 277, de las cuales 140 corresponden a la categoría Pymes (Bolsa de Valores de Quito, 2018).

Estudios de CEPAL (2010), sobre las barreras de financiamiento de las Pymes en América Latina, indican que una de las dificultades de acceso a financiamiento de las Pymes es cumplir con los requisitos que exigen los sistemas financieros en cuanto a información, garantías y tasas de interés. En la presente investigación se analiza la limitada participación de las Pymes en el mercado de valores como alternativa de financiamiento por deuda, bajo la concepción de la calidad de información que requieren para convertirse en participes de un mercado que además de mejoramiento de indicadores les brinda la candidatura de convertirse en empresas que se perciben más formales y reconocidas a nivel nacional e internacional. Desde esa perspectiva se plantea la pregunta ¿es asequible el mercado de valores para las Pymes, como alternativa de financiamiento?

La investigación engloba cinco apartados iniciando con esta introducción; el apartado dos aporta la revisión de literatura sobre las teorías financieras relativas a las estructura de

financiamiento y su relación con la asimetría de información aplicadas a las Pymes; el apartado tres describe la metodología de tipo cualitativa enfocada en la estrategia de análisis de contenido; en el apartado cuarto se hace referencia a los resultados de la investigación que se obtuvieron a partir de 93 prospectos de Pymes que emitieron deuda en el mercado de valores, complementado con seis entrevistas realizadas a expertos bursátiles ecuatorianos; y finalmente el apartado cinco puntualiza las conclusiones que contribuyen a la investigación sobre el financiamiento para Pymes ecuatorianas en mercados de valores.

REVISIÓN LITERARIA

La teoría clásica o teoría de la irrelevancia, que intentó explicar cómo las empresas eligen una estructura óptima de financiamiento, fue propuesta por Modigliani & Miller (1958). En ella se propone un patrón estructural de financiamiento bajo supuestos de mercados perfectos. No obstante, esta corriente ha experimentado cambios importantes fundamentados en nuevas investigaciones que puntualizan la realidad empresarial en mercados imperfectos. A partir de esta teoría han seguido otros como, Apalancamiento financiero (Trade-Off) y Jerarquía de Preferencias (Pecking Order).

La teoría de apalancamiento financiero defiende la postura de la existencia de un nivel de endeudamiento óptimo que incluye un equilibrio entre las ventajas tributarias de la deuda y las desventajas de los costos de quiebra, dentro de mercados imperfectos. Un segundo planteamiento de esta corriente lo explican (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977), incluyendo los costos de agencia que nacen del conflicto entre accionistas-inversores o prestamistas, estimulando a los primeros a buscar un patrón estructural de capital que les favorezca, aunque sea a costa de los segundos; en este contexto los inversores y accionistas se respaldan exigiendo garantías y tasas elevadas que les permita cubrir el riesgo que el conflicto ocasiona.

La segunda corriente contempla la Jerarquía de Preferencias, propuesta por Myers (1984) y Myers & Majluf (1984). Sostiene que las empresas no tienen una estructura de capital definida, sino más bien existe una escala preferencial al momento de decidir un financiamiento adecuado. Esto es en primera instancia el financiamiento con recursos internos (retención de beneficios), siendo la reinversión de utilidades y aumentos de capital, la deuda externa como segunda opción debido a los menores costos de información que se asocian a la deuda, y finalmente el capital externo como último recurso (emisión de acciones). En este planteamiento se incluyen imperfecciones en los mercados, marcándose la presencia de asimetría de información (Moreira & Rodríguez, 2006; Ang 1992). Esta se considera un determinante importante en la elección de una estructura de capital (Abor, 2008; Dapena & Dapena, 2003), reforzando la decisión de las empresas de optar por financiamiento interno como una medida de mantener el control de la empresa y la privacidad de la información. En el mismo sentido, Francis et al. (2008), en una muestra de empresas estadounidenses, hallaron que existe una relación directa entre la amplitud informativa de los estados financieros y la disposición de las compañías a divulgar extra información, las empresas que mejor información financiera presentan también son las que

más información adicional divulgan y viceversa, ampliando la relevancia de la información cualitativa para los inversores.

En virtud de estas teorías se muestra evidencia empírica sobre la estructura de capital que adoptan las Pymes en varios países, las restricciones de financiamiento y el mercado de valores como una alternativa eficiente de obtención de fondos.

Existen varios estudios que concluyen que las Pymes son de trascendental importancia para el crecimiento de las economías (Rodríguez & Mantilla, 2016; Perez, Rivera, & Solís, 2015; Serrasqueiro & Caetano, 2013, 2015; Larsen, Vigier, Guercio, & Briozzo, 2014; Ferraro & Stumpo, 2010; Yildirim, Akci & Eksi, 2013). Sin embargo, estas empresas presentan restricciones como el acceso a financiamiento que constituye una problemática (Liu & Tian, 2009), debido al racionamiento desde el sector bancario, tasas de interés elevadas, plazos inadecuados, documentación compleja y exuberante, garantías y demora en el tiempo de concesión de créditos; barreras que se palpan por la presencia de asimetría de información (Rodríguez & Mantilla, 2016;Gómez, Marín, & García, 2015). Por la falta de información confiable y transparente entre prestamista-prestatario, los costos de transacción se elevan. Todo ello se convierte en un problema de envergadura, ya que de acuerdo al estudio realizado por García, Barona, & Madrid (2013), existe una fuerte relación entre los niveles de innovación de las Pymes y las fuentes de financiamiento externas, lo que conlleva a los gobiernos a convertirse en protagonistas en la búsqueda de iniciativas que contribuyan al acceso de financiamiento.

Diversos autores sostienen que las Pymes se encuentran alineadas a la teoría de la jerarquía financiera, ya que prefieren en primera instancia el uso de fondos internos como financiamiento en lugar de fondos externos o aumento de capital. Estudios como el de Beck, Demirgüc-Kunt, & Maksimovic (2008); (Pineda & Puerto, 2015); (Zoppa & McMahon, 2002); (Qureshi, Sheikh, & Khan, 2015); (Forte, Barros, & Nakamura, 2013); (Sánchez & Martín, 2005); (Nakamura & Juca, 2005); (Dogra & Gupta, 2009); (Baas & Schrooten, 2006); (Zambrano & Acuña, 2013); (Dufour & Steane, 2010); demuestran que estas firmas buscan emprender acciones que les permitan tener una mayor disponibilidad de efectivo.

Sin embargo, (Terreno & Sattler, 2015; Abdulsaleh & Worthington, 2013; Pineda & Puerto, 2015; Berger & Udell, 1998) sustentan que las Pymes modifican sus hábitos de financiamiento con respecto a su tamaño y edad, adoptando con el tiempo la teoría de la estructura óptima (Trade Off).

El contraste teórico sugiere entonces que las corrientes del Trade Off y Pecking Order no son mutuamente excluyentes (Serrasqueiro & Caetano, 2015; Adair, Adaskou, & McMillan,

2015; Daskalakis & Psillaki, 2008; López & Sogorb), es decir, se pueden usar de forma complementaria para privilegiar una jerarquía de elección óptima (Mondragón, 2011).

Estos estudios marcan la preferencia de la estructura de capital de las Pymes, no obstante, la problemática relevante se manifiesta en las limitadas fuentes de financiamiento que les impide operar y desarrollarse adecuadamente. Existen múltiples estudios orientados a identificar las barreras que limitan el financiamiento externo (Ferraro & Stumpo, 2010; Correa, García, García, & Rivero, 2017; Ministerio de Productividad Ecuador, 2012); cuya finalidad principal es brindar soporte de la realidad de las Pymes a los regímenes gubernamentales en la indagación de políticas adecuadas que favorezcan eficazmente el desarrollo y la competitividad de estas firmas.

En Ecuador, un país en desarrollo, no existe evidencia abundante que justifique que las Pymes enmarquen su estructura dentro de las corrientes descritas, de acuerdo al estudio realizado en la Ciudad de Quevedo-Ecuador a 360 Pymes (Arévalo & Pastrano, 2015). Los autores concluyen que la fuente no tradicional que usan estas pequeñas firmas es el crédito con proveedores.

El mercado de valores se instituye en un participante de envergadura que permite a las Pymes obtener financiamiento más barato que el otorgado por la banca tradicional y que se acomoda a sus necesidades reales (Perez et al., 2015).

Desde otra perspectiva, la reducida participación de las Pymes en el mercado bursátil obedece al desconocimiento de las condiciones de este mercado que tiene como objetivo primordial canalizar el ahorro hacia la inversión, provocando un efecto de incertidumbre en la búsqueda de nuevos instrumentos favorables que se encuentren a la altura del desafío de generar un desarrollo sostenible.

METODOLOGÍA: ANÁLISIS DE CONTENIDO

La metodología aplicada en esta investigación es de tipo cualitativa, considerando su flexibilidad para establecer criterios en cuanto a la definición de las categorías, unidades de análisis y variables empíricas. No obstante, se sigue una secuencia metodológica ordenada por fases: revisión de bibliográfica, diseño conceptual de objetivos, establecimiento de la muestra o universo de estudio e indagación del contexto (Hernández, Fernández, & Baptista, 2014; Espín, 2009; Moraima & Auxiliadora, 2008) lo que permite diseñar las herramientas de recogida de información pertinente que a su vez faciliten el establecimiento de conclusiones.

Maaloul & Zéghal (2015), han utilizado el análisis de contenido como método para analizar los reportes anuales de 126 empresas estadounidenses, considerando que la información cualitativa tiene relación intrínseca con los estados financieros y su busca disminuir la opacidad de información con el propósito de mejorar las condiciones de financiamiento para las empresas. Loughran & McDonald (2016) consideran que el análisis de contenido textual es un área de oportunidad en la contabilidad y las finanzas, y en ese ámbito científico otros investigadores han examinado el impacto de la información cualitativa en el valor de las acciones (Frazier, Ingram, & Tennyson, 1984; Antweiler & Frank, 2004; Tetlock, 2007; Li, 2010)

En este trabajo, la muestra teórica o conceptual definida por estos mismos autores, se estableció con todos los prospectos de deuda de Pymes bajo los instrumentos: Obligaciones (OBL) y Papel Comercial (PCO) para su análisis y caracterización, en una primera parte y para la comprensión de la funcionalidad del mercado de valores para las Pymes, en una segunda parte se eligió a expertos de casas de bolsa que han estructurado prospectos bajo la normativa denominada Registro Especial de Valores no Inscritos (REVNI), alcanzando una participación de seis individuos.

La Tabla 1 recoge las etapas que se desarrollaron para validar la metodología de análisis de contenido.

Tabla 1. Fases de análisis

Fases para el análisis de contenido
a) Selección de los documentos con los contenidos sujetos del análisis (93 prospectos).
b) Determinación de las categorías que se analizarán.
c) Determinación de las unidades de análisis.
d) Diseño del sistema de recuento o de medida.
e) Validación del instrumento de análisis.

Fuente: Matriz de caracterización de prospectos

Elaborado por: La autora

El propósito de la metodología aplicada en la investigación es identificar un grupo de conceptos categóricos, desagregados en unidades de análisis, que luego serán tratados mediante un sistema de frecuencias, promedios o escalas, dependiendo de su característica intrínseca, procedimiento realizado por Noguero, (2002) y Piñuel Raigada, (2002); en sus investigaciones.

a) Selección de los documentos con los contenidos a analizar.

Dado que los prospectos de deuda mantienen una estructura estandarizada a nivel de organización informativa, las categorías serán obtenidas de sus apartados:

- I. Datos generales.
- II. Descripción del negocio.
- III. Características de emisión.
- IV. Información económica financiera.

b) Determinación de las categorías que se analizarán.

La información de los prospectos se categorizó y tabuló en unidades de análisis en una matriz de información bajo criterios propios, teniendo en perspectiva los objetivos de la investigación. Posteriormente se eligieron aquellas categorías consideradas de mayor significancia cualitativa o cuantitativa en relación con el propósito que persigue un prospecto de deuda: colocar la deuda emitida. La Tabla 2 resume el instrumento de análisis de contenido.

Tabla 2. Instrumento de análisis de contenido

Perspectiva de análisis	Categoría de análisis	Unidades de Análisis	Sistema de medida	
Datos generales	Sector productivo	Clasificación CIU 1. Agropecuaria 2. Comercial 3. Industrial 4. Construcción 5. Servicios	Recuento por sector	
	Nivel de consolidación	1. Edad de la empresa 2. Trabajadores 3. Capital Social 4. Empresas vinculadas	1. Años 2. Recuento 3. Valor nominal 4. Recuento	
Descripción del negocio	Entorno macroeconómico	1. PIB Mundial 2. PIB Nacional 3. Balanza comercial 4. Remesas – IED 5. Mercado laboral 6. Sistema financiero 7. Crecimiento empresa – PIB 8. Inflación 9. Exportaciones 10. Importaciones 11. Reservas Internacionales 12. Riesgo país 13. Deuda externa	Recuento de prospectos que presentan Promedio de años de proyección	
		14. Análisis de la Industria	Recuento: Amplio, Moderado, Resumido	
		Mercado	1. Descripción de la competencia Directa e Indirecta 2. Descripción del ámbito de competencia	1. Recuento: Si o No 2. Recuento: Nacional, Internacional, No describe
		Políticas de inversión y financiamiento	Amplitud de Estrategias	Recuento: Amplio, Moderado, Resumido
	Factores de Riesgo	1. Asociados a la industria, competencia, legal y gubernamental. 2. Registra Pérdidas operativas	1. Recuento: Alto, Medio, Bajo, Ninguno 2. Recuento: Si, No, No describe.	

	Estrategias de Desarrollo	Descripción de Estrategias	Recuento: Amplio, Moderado, Resumido
Características de la Emisión	Tipo de Emisión		Recuento: OBL, PCO
	Número de Emisión		Recuento: Primera, Segunda, Tercera, Cuarta, Sexta
	Año de Emisión		Intervalos: 2011-2012; 2013-2014; 2015-2017
	Montos de Emisión		Intervalos: 200000-1500000; 1600000-2000000; 2100000-3000000; 3100000-5000000; 5100000-14000000
	Plazo de Emisión		Intervalos (Días): 90-359 (PCO); 720-1440; 1800-2160; 2520-3600
	Tasas de Interés		Intervalos (%): Cero Cupón (PCO); 7-8; 8.25-9; 9.25-10
	Tipo de Garantía		Recuento: General, Específica; General y Específica
	Sistema de Colocación		Recuento: Bursátil; Extrabursátil
	Destino de los Recursos		Descripción general del uso de los recursos que se generan de la colocación
	Calificación de Riesgo		Intervalos (%): A-A+; AA-AA+-AA-; AAA-AAA-
	Costos de Emisión %)		Intervalos (%): 1-2; 2.1-4; 4.1-6; 6.1-9.5
Información Económica Financiera	Estados Financieros	<ol style="list-style-type: none"> 1. Pymes presentan estados financieros de los últimos tres años bajo normas NIFF. Presenta además estados financieros proporcionales. 2. Periodo de análisis (años) 3. Detalle de Estados Financieros 4. Indicadores Financieros 5. Amplitud de Análisis de Indicadores y Cálculos Horizontales y Verticales 6. Amplitud de Análisis del 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Recuento: si o No 2. Recuento: 2; 3; 4 años 3. Recuento: Cuentas Específicas (CE); Cuentas Generales (CG); Cuentas Totales (CT) 4. Intervalos: 1-10; 11-20; 21-30 5. Recuento: Si o No 6. Recuento: Amplio, Moderado, Resumido 7. Recuento: Amplio,

		<p>Volumen de Ventas</p> <p>7. Amplitud de análisis de los Costos Fijos y Variables</p> <p>8. Amplitud de análisis de Inversiones Principales</p>	<p>Moderado, Resumido</p> <p>8. Recuento: Cuentas Específicas (CE); Cuentas Generales CG); Cuenta Tota (CT)</p>
	<p>Proyección de Estados Financieros</p>	<p>1. Años de Proyección</p> <p>2. Periodicidad de Proyección (años)</p> <p>3. Criterios de Proyección</p> <p>4. Amplitud de criterios de Proyección</p> <p>5. Promedio de Proyección</p>	<p>1. Intervalos: 1-5; 6-10; 11-15; No describe</p> <p>2. Recuento: Trimestral; Semestral; Anual; Nos describe.</p> <p>3. Histórico, otros, No describe</p> <p>4. Recuento: Amplio, Moderado, Resumido, No Describe</p> <p>5. Intervalos (%): 0-5; 5.1-10; 10.1-15; 15.1-25</p>

Fuente: Matriz de caracterización de prospectos

Elaborado por: La autora

En la segunda parte, y desde esta visión cualitativa e interpretativa, el desarrollo de la investigación se diseña guiones para realizar entrevistas y recoger la información necesaria que permita fundamentar adecuadamente la información contenida en los prospectos, por lo tanto se canaliza mediante la técnica de recolección de datos como lo es la entrevista semi-estructurada (Artiles & Rodríguez, 2017; Gallego & Yot, 2016). La entrevista contiene 20 preguntas, 2 cerradas que sirven para elaborar la Tabla 3 y 18 preguntas abiertas que permiten elaborar la Tabla 4.

La población objeto de estudio corresponde a 6 expertos bursátiles que fueron seleccionados bajo el método no probabilístico discrecional, esto es aquellos expertos que estructuraron REVNI durante su vigencia para Pymes: en un primer momento del listado de Emisores REVNI, que se encuentra en la página la Bolsa de Valores de Quito, se verifica que 13 casas de valores estructuraron el instrumento, del total, 9 casas de valores estructuraron y colocaron este instrumento para Pymes, de ellas solamente 7 se encuentran activas en la actualidad, de estas últimas se logró una participación de 6. Este apartado se apoya en el criterio de actores cercanos a la estructura de la pyme y que en algún momento lograron su incursión en el mercado.

La obtención de la muestra y la elaboración de la entrevista se perpetran de forma sincronizada, el instrumento aplicado nace a partir de los objetivos de la investigación, revisión de literatura y estudios relevantes sobre el financiamiento de las Pymes.

Para acceder a las entrevistas se realizó peticiones escritas individuales a los Gerentes y Presidentes Ejecutivos de las casas de valores, y que gozan de amplia experiencia en el medio bursátil, además de representar a las casas de valores que efectuaron procesos REVNI para Pymes.

La Tabla 3 sintetiza la información referente a ubicación de la casa de valores, cargos que ocupa en la actualidad y los años de experiencia en el medio bursátil de los entrevistados. A partir de ahora se identifica a los expertos de acuerdo a la información que se encuentra (entre paréntesis).

Tabla 3. Población de expertos bursátiles participantes

	Ubicación	Cargos que Desempeña	Años de Experiencia
Experto 1 (E1)	Guayaquil	Presidente Ejecutivo Casa de Valores Jefe de Finanzas Corporativas Gerente General	32
Experto 2 (E2)	Quito	Presidente Ejecutivo	20
Experto 3 (E3)	Quito	Gerente General Casa de Valores Vicepresidente del Directorio de la Asociación de Casas de Valores	23
Experto 4 (E4)	Guayaquil	Gerente General Casa de Valores Miembro del Directorio del Depósito Descentralizado de Valores-DECEVALE	20
Experto 5 (E5)	Quito	Gerente General Casa de Valores Presidente de la Asociación de Casas de Valores Directora Principal de la Bolsa de Valores.	20
Experto 6 (E6)	Guayaquil	Gerente General Casa de Valores Directorio del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE)	10

Fuente: Entrevistas a expertos

Elaborado por: La autora

Aceptada la petición, se concreta un calendario de entrevistas de acuerdo a la disponibilidad de tiempo de los gerentes y/o presidentes ejecutivos. Las entrevistas se realizan vía telefónica, dando a conocer previamente el objetivo principal de la investigación.

Para no perder ningún elemento relevante y que permita profundizar la investigación, la conversación es grabada y posterior a ello transcrita en formato Word, previo a ello se solicita la autorización correspondiente, recalcando que las respuestas emitidas son confidenciales, y que el tratamiento analítico que se realiza a fines académicos e investigativos.

Mediante el programa de análisis de datos cualitativo MAXQDA (versión 2018), usado por (Gallego & Yot, 2016; Hatani, 2015; Largacha-Martínez, León, & Pinzón, 2015; Artiles &

Rodríguez, 2017; Piñuel, 2002) se procesan las entrevistas y se elevan a categorías y subcategorías que permiten complementar la primera parte referente a la importancia de la información contenida en el prospecto de deuda, además se indaga información importante sobre los beneficios, limitaciones, funcionalidad del REB de las Pymes en el mercado de valores. Estas categorías se presentan en la tabla 4.

Tabla 4. Sistema de categorías

Categoría	Subcategoría	Sistema de Medida
Beneficios de Participación	Cuantitativos Cualitativos	Descripción de opiniones generalizadas
Factores de Permanencia en el mercado	Interno Externo Interno-Externo	Recuento
Vulnerabilidad y Nivel de Financiamiento	Vulnerabilidad ante cambios políticos, económicos, legales y ambientales.	Recuento: Si o No
Información del Prospecto	Importancia del apartado "Información General" Importancia del apartado "Descripción del negocio emisor" Importancia del apartado "Características de la emisión" Importancia de la Información económica financiera"	Importancia Alta Importancia Media Importancia Baja
	Asimetría de Información	Suficiente y Necesaria No es suficiente y necesaria
Proceso de Inscripción de instrumentos. ¿Es una limitante?		Recuento: Si o No
Exigencia informativa Mercado de Valores IFI's	Flexible Exigente	Recuento
Costos de Emisión. ¿Es una limitante?		Recuento
Factores que impiden el desarrollo de las Pymes	Escasez de instrumentos Incumplimiento de requisitos- desconocimiento del MV	Recuento
Capacidad del mercado para atender a las Pymes	Total Media Baja	Recuento
REB	Desconocimiento Temas jurídicos Temas políticos	Recuento
Calificación de riesgo y Resguardos del REB	Inversionistas Interesados Inversionistas no Interesados	Recuento
Factores que promuevan el crecimiento del MV y Pymes		Descripción de opiniones generalizadas

Fuente: Entrevistas a expertos
Elaborado por: La autora

c) Determinación de las unidades de análisis.

Las unidades de análisis se derivan de las categorías establecidas y corresponden únicamente a los apartados del prospecto: “Información General”, “Descripción del Negocio” e “Información Económica financiera”, estas unidades se derivan de la extensión informativa que contienen los apartados (Tabla 2, tercera columna).

d) Diseño del sistema de recuento o de medida.

El sistema de recuento o de medida se establece de acuerdo a la información descrita en cada categoría y unidad de análisis, amplitud, intervalos numéricos y existencia de información.

e) Validación del instrumento de análisis

Los instrumentos de clasificación de contenido y levantamiento de información fueron validados por la autora a través de simulaciones, seguidos por adecuaciones tanto en su estructura como en el mensaje textual.

La información base para iniciar la caracterización del prospecto de deuda fue proporcionada por la Bolsa de Valores de Quito (BVQ), de la base se realiza el filtro para determinar las Pymes de acuerdo a lo que indica el Art. 106 del Reglamento a la estructura de desarrollo productivo de inversión (en base a los ingresos brutos y número de trabajadores). Seguidamente se ubica 93 Pymes que han participado entre 2011 y 2017 y de acuerdo a los prospectos disponibles en la BVQ y BVG. Para culminar este punto se detalla en una hoja de Excel las distintas categorías contenidas en cada apartado. Para complementar se realizan entrevistas a seis expertos bursátiles.

RESULTADOS

Los resultados se describen en dos segmentos amplios: a) Caracterización del prospecto de deuda y b) Entrevista a expertos.

a) Caracterización de prospecto.

En este segmento se realiza el análisis de las categorías relevantes que se evidenciaron en los prospectos de deuda, la descripción se desarrolla en un ambiente gráfico que contiene las indagaciones correspondientes.

Datos generales.

Dentro del apartado de datos generales de la empresa, se establecieron inicialmente 15 categorías, de las cuales se describen las más relevantes para la presente investigación y son 5: sector productivo, edad de la empresa, número de trabajadores, capital suscrito y pagado, empresas vinculadas.

Sector productivo.

La figura 1 muestra que de las 93 Pymes que emitieron OBL y PCO, el 41.9% pertenece al sector comercial, el 30.1% al sector industrial, el 20.4% al sector de servicios, el 3.2% representa al sector inmobiliario y en un mismo porcentaje de 2.2% pertenecen al sector agrícola y de construcción.

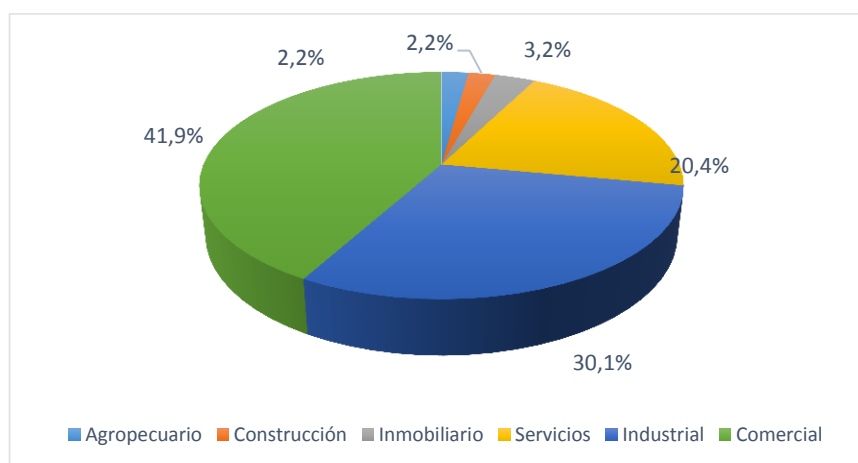


Figura 1: Sector productivo
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

Los sectores productivos servicios, industrial y comercial acaparan poco más del 90%, evidenciando la selección de los inversores por determinados sectores.

Nivel de consolidación.

La figura 2 muestra la edad de las empresas analizadas, la mayor parte se encuentra en el rango entre 8 y 24 años (55 empresas), una edad madura, complementado con la información de la figura 3 que describe el número de trabajadores, 49 empresas poseen entre 50 y 125 trabajadores y solamente 2 empresas tienen más de 200 empleados.

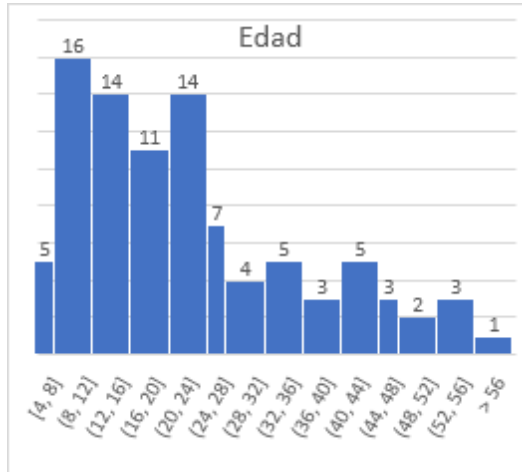


Figura 2: Edad de la empresa
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

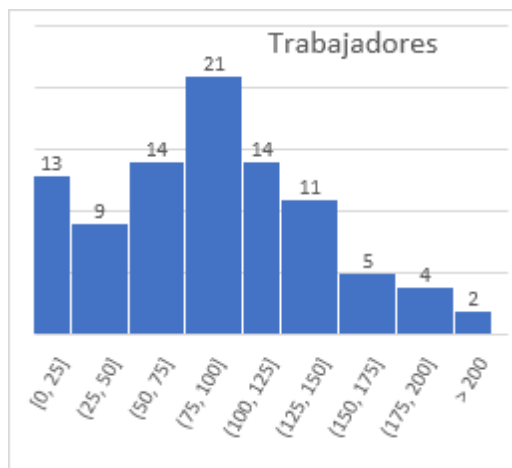


Figura 3: Número de trabajadores
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

La figura 4 describe el capital suscrito y pagado que poseen las Pymes y se encuentra en el rango entre 800 hasta un millón de dólares (41 empresas), esto se interpreta bajo la posibilidad de que este ítem no es un impedimento relevante para que las Pymes participen en el mercado de valores. La figura 5 muestra las empresas vinculadas, 69 Pymes tienen entre 5 y 20 empresas de este tipo.

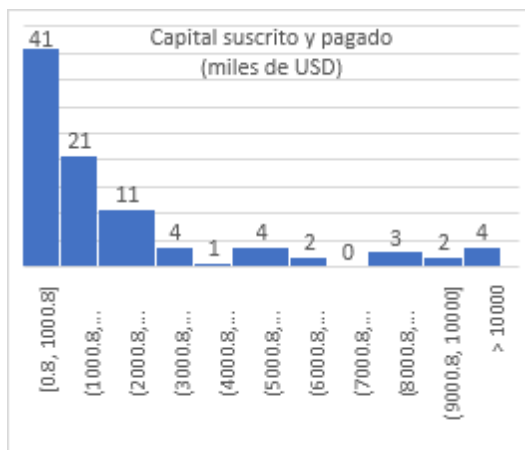


Figura 4: Capital suscrito y pagado
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

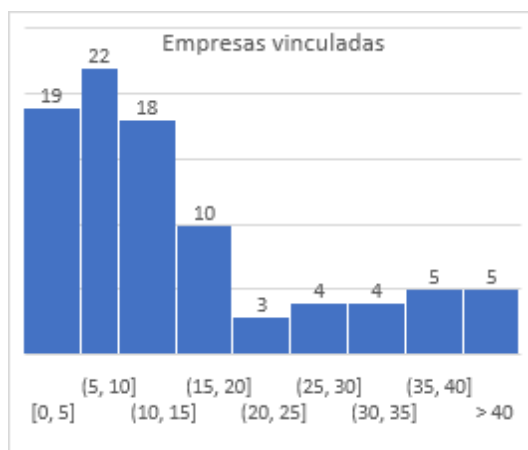


Figura 5: Empresas vinculadas
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

De los cuatro criterios de análisis anteriores, sin duda la edad de las Pymes es el elemento preponderante. La conceptualización amplia de Pymes podría interpretarse como una oportunidad para cualquiera de ellas, sin embargo, el mercado de valores indefectiblemente observa la edad como un factor de apertura a estas empresas.

Esta información se considera básica para conocer los orígenes de la empresa y su estructura, no obstante no es el apartado más relevante dentro del prospecto.

Descripción del Negocio.

En esta apartado el estructurador describe, el entorno macroeconómico y desempeño de la empresa, principales líneas de productos y servicios, políticas de inversión y financiamiento, factores de riesgo y estrategias de desarrollo, cada una con varias unidades de análisis. De 29 categorías totales, se condensan 5 para el análisis correspondiente (Tabla 2).

Entorno macroeconómico.

El prospecto describe en su entorno macroeconómico varios indicadores nacionales, de acuerdo al análisis realizado se determinaron 20 indicadores de los cuales 11 son los más relevantes y que están presentes con mayor frecuencia dentro de los prospectos analizados, la visión de otros indicadores depende del sector al cual la Pyme pertenece. La figura 6 muestra el número de empresas que describen o no el indicador, mientras que la figura 7 describe en promedio los años de análisis históricos y proyectados, claramente se aprecia que los tópicos de mayor relevancia son El PIB Nacional (presente en 70 prospectos, 7.2 años en promedio histórico y 1.2 años proyectado), análisis de la industria (presente en 69 prospectos, años históricos 5.2 y 0.5 años proyectado) y Balanza Comercial (presente en 57 prospectos, años históricos 4.5 años histórico y 0,1 años proyectado).

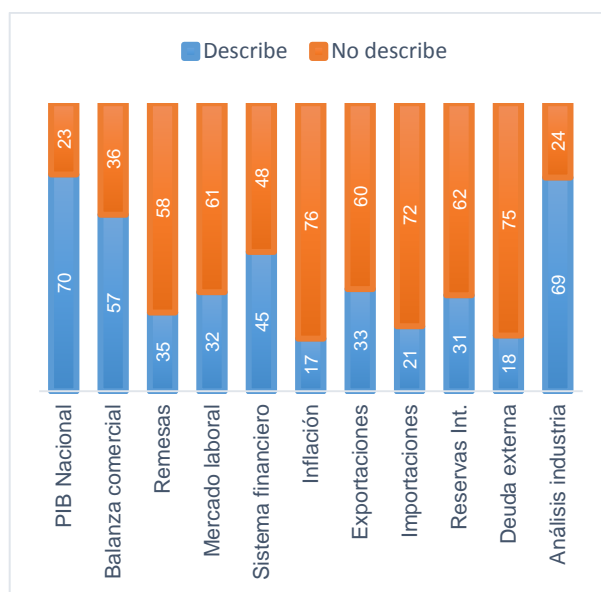


Figura 6: Indicadores macroeconómicos.

Fuente: Matriz de caracterización

Elaborado por: La autora

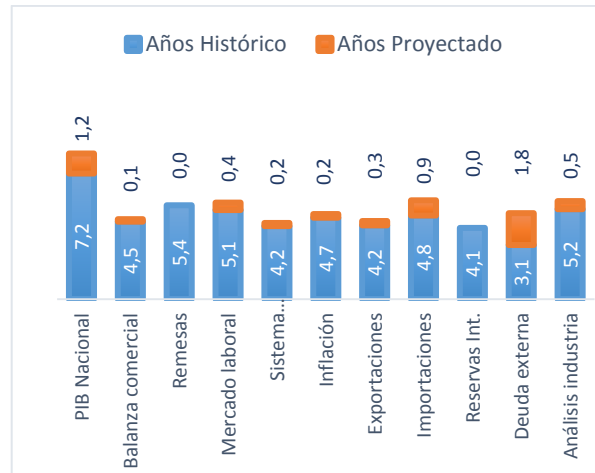


Figura 7: Promedio de información macro

Fuente: Matriz de caracterización

Elaborado por: La autora

Tanto el PIB Nacional como el análisis de la industria evidencian mayor presencia en los prospectos denotando la relevancia que tienen para el mercado, seguidos por los indicadores de balanza comercial y sistema financieros. En contraparte, indicadores como inflación, exportaciones, importaciones se encuentran con menor frecuencia, indicando que menor relevancia o que pueden ser específicos para ciertos giros empresariales. La proyección de los indicadores, se caracteriza por ser de corto plazo.

La figura 8 detalla las fuentes de información que usan los estructuradores para el análisis del entorno macroeconómico, concluyendo que las fuentes nacionales son aquellas que tienen mayor relevancia, mientras que las fuentes globales se usan con menor frecuencia.

La figura 9 analiza la amplitud con la cual se describe al sector al que pertenece la empresa, el 80% de los prospectos tiene un análisis amplio, mientras que en un mismo porcentaje de 10% se visualizó una amplitud moderada y resumida.

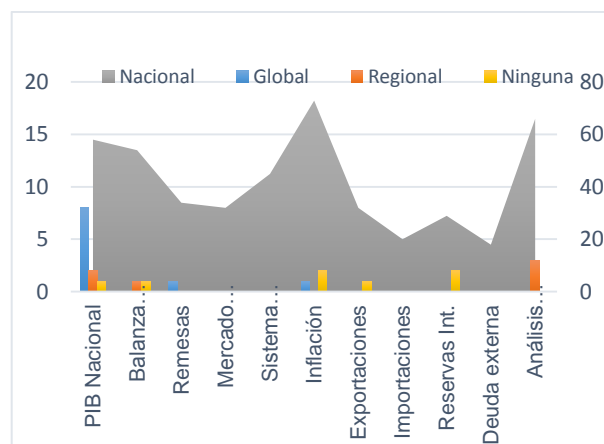


Figura 8: Fuentes de información

Fuente: Matriz de caracterización

Elaborado por: La autora

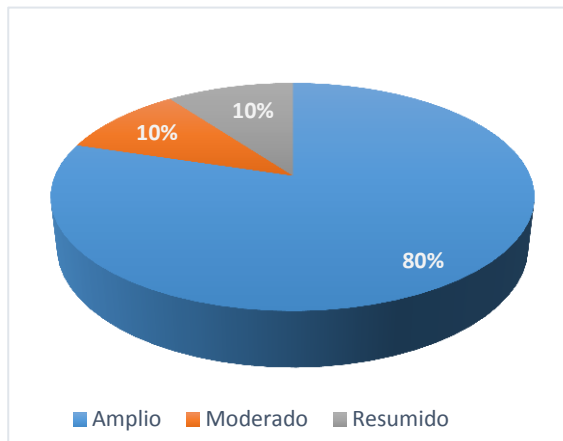


Figura 9: Amplitud del análisis del sector
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

La amplitud del análisis del sector es un ítem muy importante porque muestra la historia del sector y la proyección del mismo, permitiéndole al inversionista tener una visión ampliada de la empresa antes de tomar su decisión. Conclusivamente, los prospectos hacen énfasis en la información del sector productivo, apoyándose principalmente en información nacional.

Mercado.

Dentro del sector se describe el tipo de competencia que tienen las empresas, nacional o internacional, en base a la figura 10 se puede apreciar que 27 empresas tienen competencia directa nacional, 12 tienen competencia nacional e internacional y 54 empresas no describen este tópico.

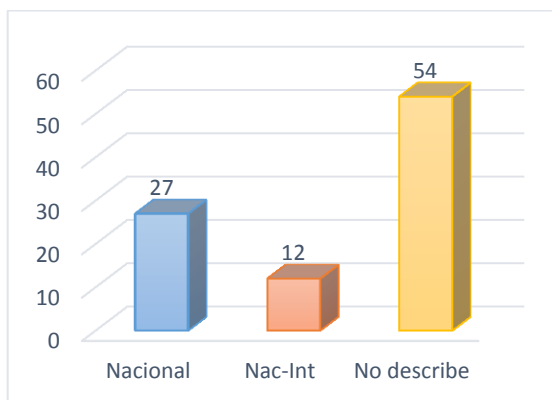


Figura 10: Tipo de competencia
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

En la figura 11 se muestran resultados de la amplitud de información que describe los prospectos referentes a los productos y servicios que ofrecen las Pymes, el 56% de los prospectos muestran una descripción amplia, 19% describe moderadamente, 13% resumida y el 12% de los prospectos no describe esta información. Al parecer, para el mercado de

valores ecuatoriano tiene más importancia la descripción de los productos y servicios que la competencia en sí.

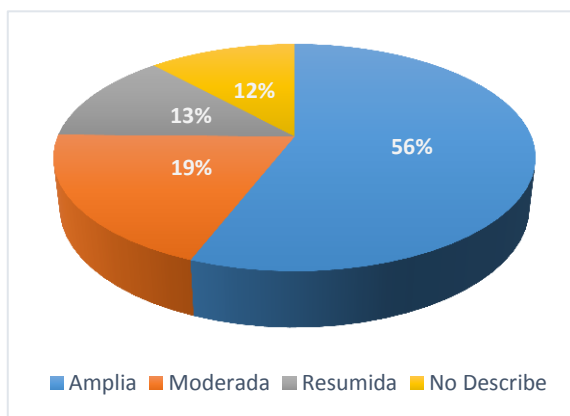


Figura 11: Amplitud en la descripción de productos y servicios
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

Estrategias de inversión y financiamiento.

En este apartado se describe las fuentes de financiamiento que tienen las Pymes, así como las inversiones más importantes de los últimos 3 años, la figura 12 muestra que el 38% de los prospectos presentan una descripción resumida, 33% amplia, 27% moderada y un 2% no describe.

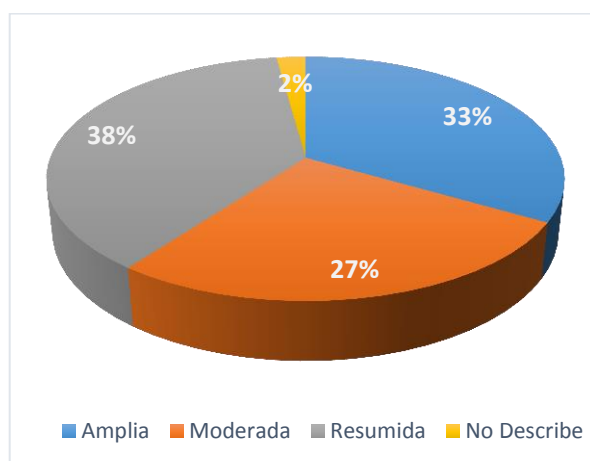


Figura 12: Amplitud en el análisis de estrategias de inversión y financiamiento
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

La figura 13 muestra un hallazgo importante referente a las política de financiamiento que emplean las Pymes objeto de estudio, se evidencia que el 55% usa como primera fuente de financiamiento sus recursos propios (reinversión de utilidades o aumento de capital), el 32%

usa el sistema financiero y el 13% de las Pymes usa fuentes no tradicionales como lo son los proveedores.

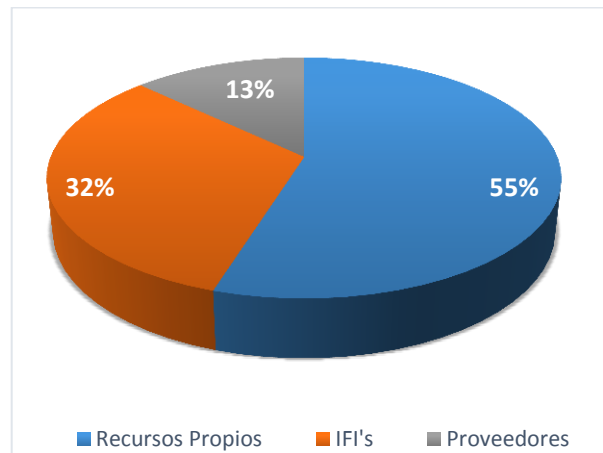


Figura 13: Políticas de Financiamiento
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

Con la indagación descrita se puede pensar que las Pymes estudiadas se encuentran alineadas a la teoría de jerarquía financiera, ya que en su gran mayoría su primera opción de financiamiento corresponde al uso de recursos propios.

Factores de riesgo.

Las figuras 14 y 15, describen el riesgo que tienen la empresa en base a varias consideraciones. La figura 13, resume los factores de riesgo en cuanto a industria, competencia, legales-gubernamentales, es así que la mayor parte de las Pymes presenta un riesgo bajo (65 en promedio), y 17 empresas presentan un riesgo medio.

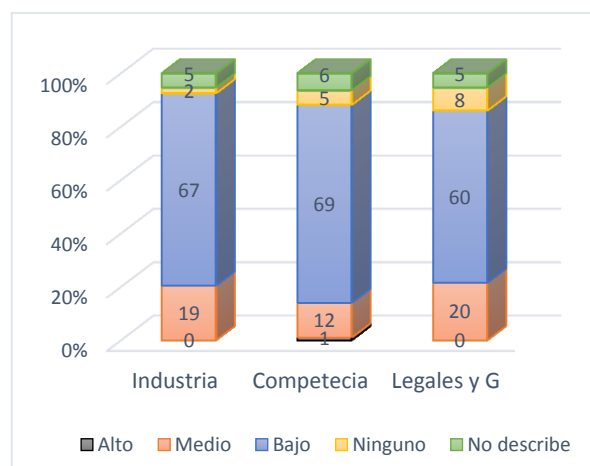


Figura 14: Tipo de competencia
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

La figura 15 presenta el registro de pérdidas operativas, así el 94% de las empresas no las registra, y el 1% si las registra esto debido a que la única empresa que las registra pertenece al sector hotelero y por su giro de negocio requiere varios años para generar utilidades.

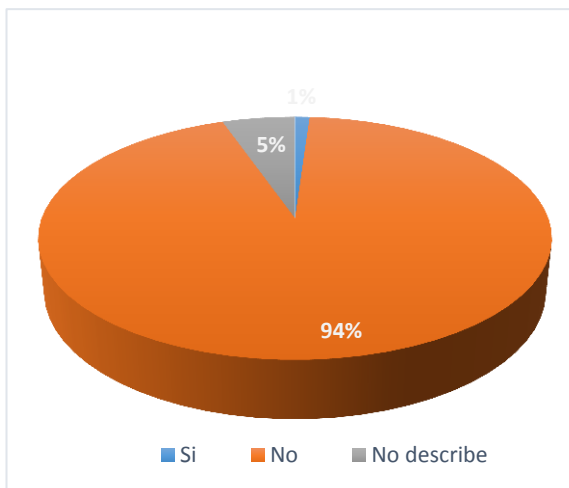


Figura 15: Registro de pérdidas operativas
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

Estrategias de desarrollo.

En este punto se describen la visión que tiene la empresa para desarrollar su actividad en los últimos 3 años, el 38% realiza una descripción resumida, el 33% ampliada, el 27% moderada y solamente un 2% no describe, este porcentaje corresponde a las Pymes que emiten PCO.

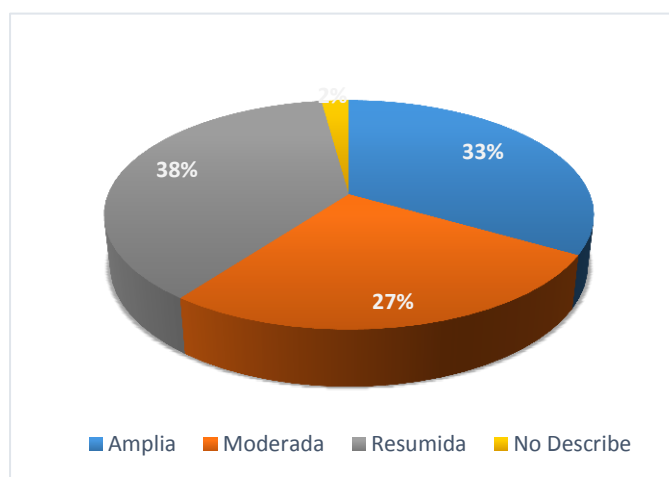


Figura 16: Amplitud de análisis de estrategias de desarrollo
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

Es relevante mencionar que el apartado donde se describe el entorno del negocio de la empresa es uno del más relevante dentro del prospecto, porque se describe el sector al que

pertenece la empresa, permitiéndole al inversionista tener una mirada ampliada sobre el riesgo que asume en su decisión.

Características de la emisión.

En el tercer apartado existen varias tipologías, que describen la esencia de la emisión, de 28 tópicos se consideran 11 como los más relevantes para comprender la importancia del apartado para el inversionista.

Tipo y Número de Emisión.

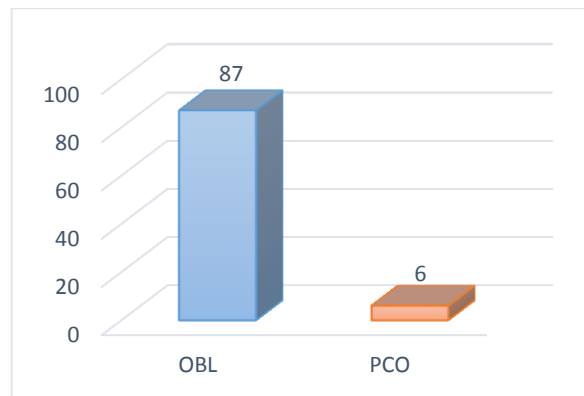


Figura 17: Tipo de emisión
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

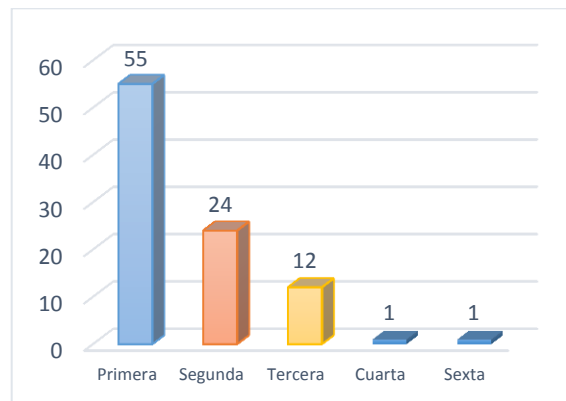


Figura 18: Numero de emisión
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

Las figuras 17 y 18 que anteceden describen el tipo de emisión realizada por las Pymes así como el número de emisión que se ha estructurado en el mercado de valores. En la figura 17 se describe que 87 empresas emitieron OBL y 6 empresas emitieron PCO, mientras que en la figura 18 se muestra que 55 Pymes tienen su primera emisión, 24 la segunda, 12 la tercera, y 2 Pymes la cuarta y sexta emisión.

Año y monto de la emisión.

La figura 19 describe los años de emisión, siendo la más antigua estructurada en 2011 y la más reciente en el año 2017, 45 empresas emitieron deuda en el intervalo de años 2013-2014, 33 empresas en el intervalo 2015-2017, y 15 en el intervalo entre 2011-2012.

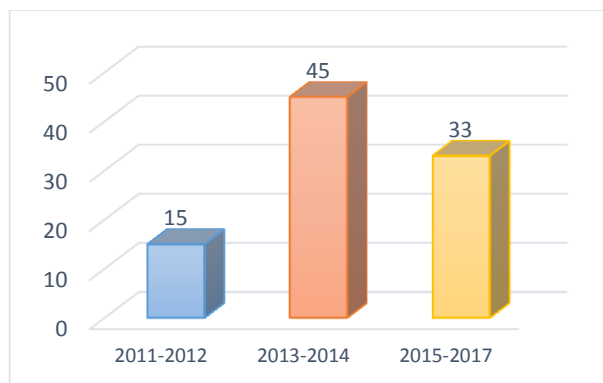


Figura 19: Año de emisión
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

En la figura 20 se presenta intervalos de los montos emitidos, apreciando que 25 empresas emitieron deuda entre 3.1 y 5 millones de USD, 24 Pymes emitieron entre 200 mil y 1.5 millones de USD.

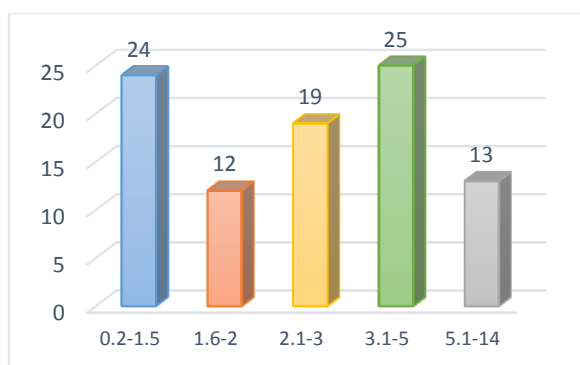


Figura 20: Monto de emisión
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

Plazo y tasa de interés de la emisión.

Las figuras 21 y 22 muestran los plazos de emisión y la tasa de interés respectivamente, la gran mayoría de empresas se encuentra en un intervalo entre 1800 y 2160 días de plazo con una tasa de interés entre 7 y 8%, seguidamente está el grupo de empresas con plazos entre 720 y 1440 días de plazo con una tasa de interés entre 8,25% y 9%.

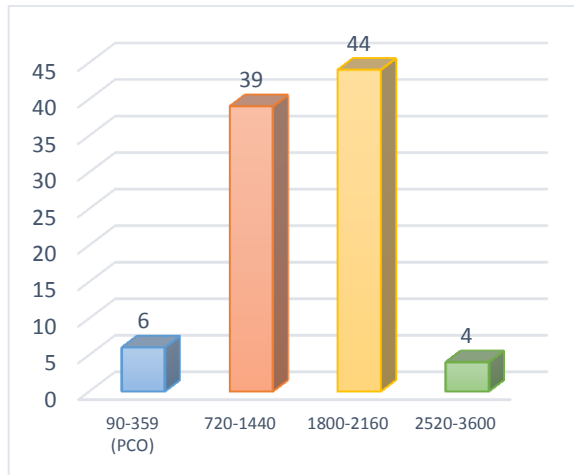


Figura 21: Plazo de emisión (días)
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

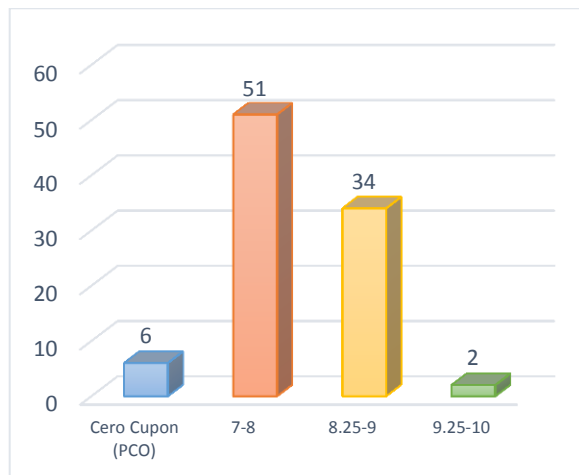


Figura 22: Tasa de interés (%)
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

Tipo de garantía y sistema de colocación.

El 88% de las Pymes analizadas presentan garantía general, el 11% específica y el 1% presenta de los dos tipos (figura 23). La figura 24 indica el sistema de colocación de la deuda, es así que el 52% de las Pymes usan el sistema bursátil o extrabursátil, mientras que el 48% usa solamente el sistema extrabursátil.

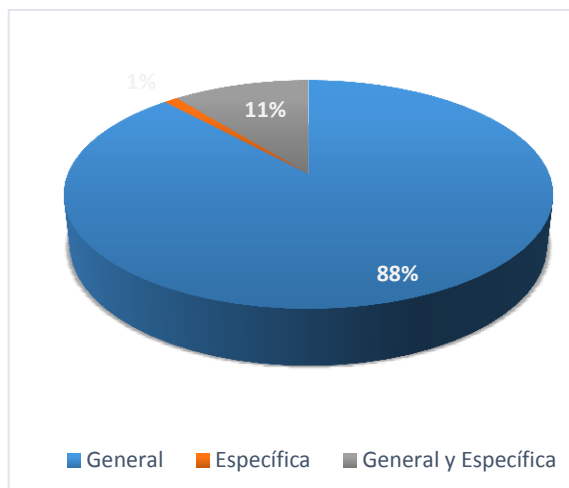


Figura 23: Tipo de garantía
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

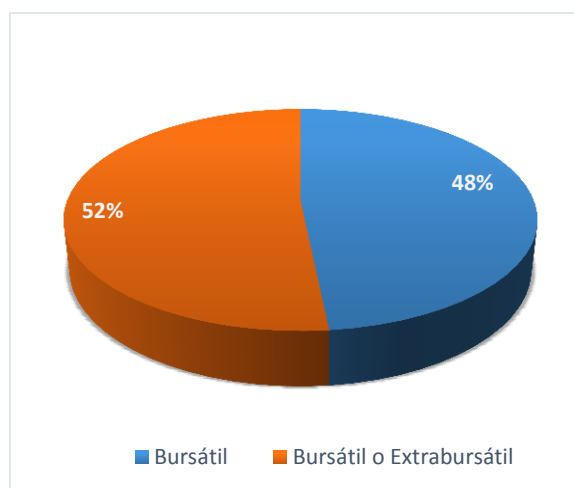


Figura 24: Sistema de colocación
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

Destino de los recursos obtenidos

Las 93 Pymes destinan los recursos de la emisión a varios conceptos: capital de trabajo, infraestructura, pago de pasivos a corto y largo plazo, inversión en activos, pagos a IFI's, desarrollo de proyectos y compra de cartera.

Calificación de riesgo y costos de emisión.

Finalmente la figura 25 muestra la calificación de riesgo que tienen las Pymes analizadas, el 83% presenta AA en todas sus categorías, el 12% AAA y el 5% A, con ello se evidencia lo que la norma manda que es que todas las empresas que participen en el mercado formal deben tener una calificación de A+.

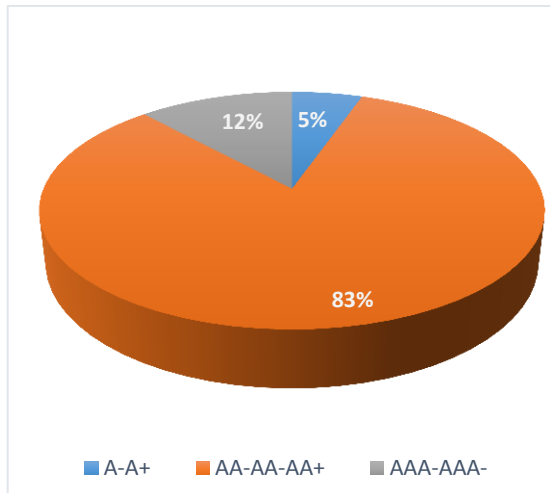


Figura 25: Calificación de riesgo
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

La figura 26 analiza en porcentaje los costos de emisión que asumen las Pymes al emitir deuda, así el 44% se encuentra en el intervalo de 1%-2%, en el intervalo de 2.1%-4% se encuentra el 21% de Pymes analizadas. En este punto 4 los expertos bursátiles coinciden en que los costos de la emisión pueden ser una limitante para que las Pymes participen ya que existen costos fijos que no son negociables encareciendo el proceso.

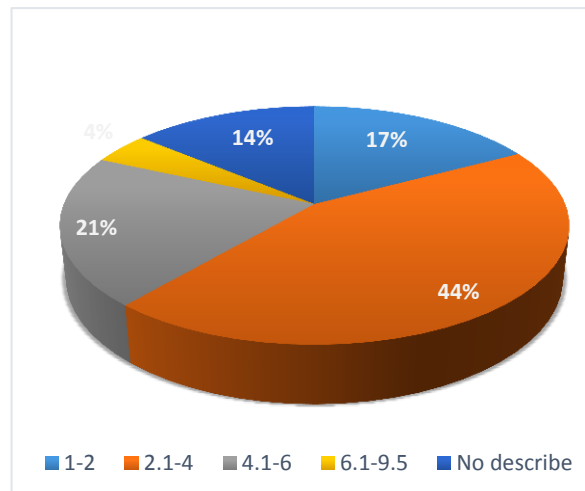


Figura 26: Costos de emisión (%)
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

El apartado tienen una relevancia media ya que en este punto se describen plazos, tasas de interés, amortización de capital e intereses, información que permite al inversionista verificar si se ajusta a sus objetivos y conocer el riesgo que quiere tomar.

Información económica financiera.

En este punto se conoce la historia de la empresa, su desempeño económico financiero de los tres últimos años; inicialmente se determinaron 19 categorías y que finalmente por su relevancia se condensan en 13.

Presentación de estados financieros

El 100% de las Pymes analizadas, presentan estados financieros bajo normas NIFF de los últimos tres años, adicional presenta estados financieros proporcionales dependiendo del mes de emisión. La figura 27 complementa lo descrito ya que el 97% de las empresas presenta estados financieros de los últimos tres años, y el 3% de cuatro años.



Figura 27: Periodo de análisis de EF
Fuente: Matriz de caracterización
Elaborado por: La autora

Estados financieros.

La figura 28 muestra la amplitud con la que el estructurador presenta los estados financieros, el 91% detalla cuentas específicas, el 7% cuentas generales y solo el 2% describe cuentas totales.

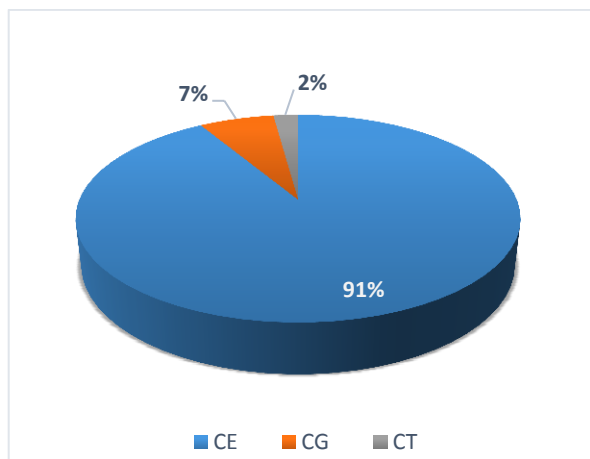


Figura 28: Amplitud en la descripción de EF
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

La figura 29 analiza el número de ratios financieros que se presentan en los prospectos, es así que el 74% describe entre 11 y 20 indicadores, el 25% entre 21-30 indicadores y el 11% entre 1-10 indicadores..

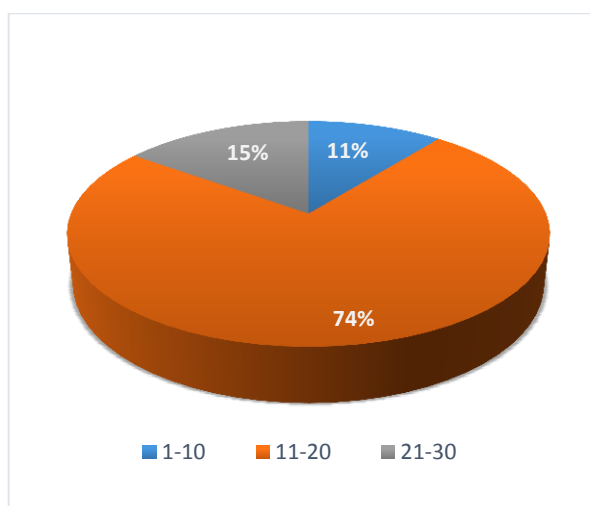


Figura 29: Numero de indicadores financieros
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

La figura 30 examina la existencia analítica de los resultados horizontales, verticales y de indicadores, por lo tanto en promedio 53 empresas no describen y 40 empresas realizan este análisis

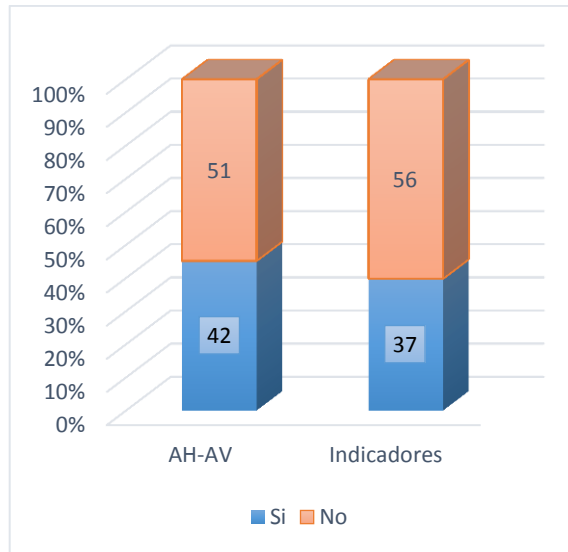


Figura 30: Existencia de análisis financiero
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

Las siguientes figuras puntualizan la amplitud de la información de ventas (figura 31) y de costos fijos y variables (figura 32). Es así que el 48% y 62% de las Pymes describen de forma resumida sus ventas, y costos fijos-variables respectivamente, el 38% y 31% describe de forma amplia y el 14% y 7% de forma moderada.

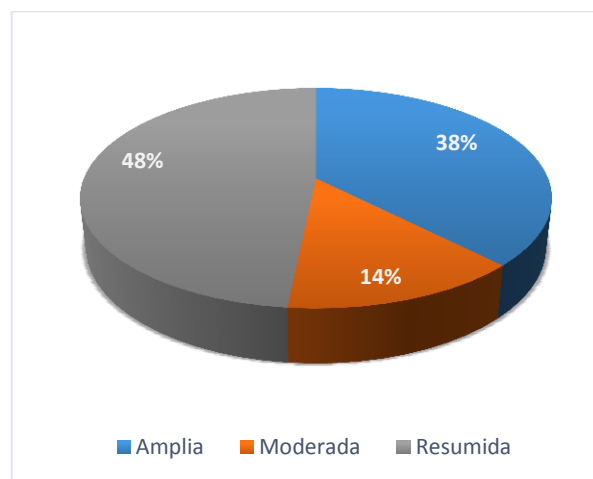


Figura 31: Amplitud de análisis Volumen de ventas
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

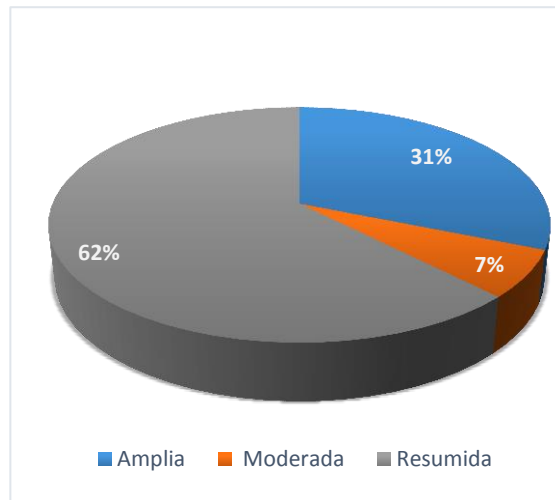


Figura 32: Amplitud de análisis CF y CV
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

El 73% de las Pymes describen sus principales inversiones en cuentas específicas, el 16% con cuentas totales, el 8% bajo el precepto de cuentas generales y el 3% de los prospectos no describe esta categoría.

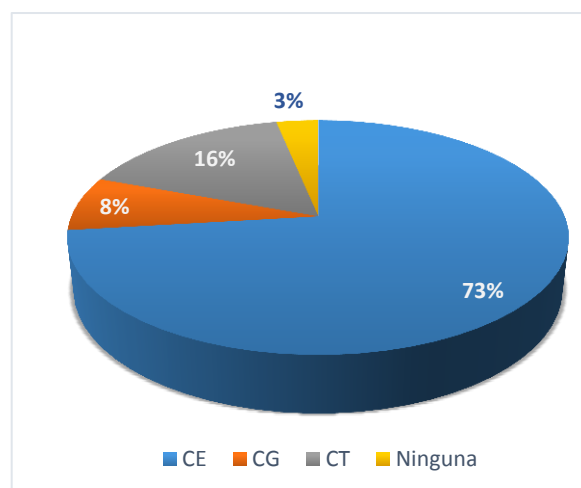


Figura 33: Amplitud en la descripción de inversiones principales
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

Proyección de estados financieros.

La proyección de estados financieros se considera información importante para el inversionista, la figura 34 detalla en años la proyección realizada, mientras la figura 35 presenta la periodicidad de proyección (trimestres, semestres, años). En un intervalo de 1-5 años se presentan proyecciones del 61% de las Pymes, el 12% realiza proyecciones entre 6-10 años, y el 1% mayor a 10 años.

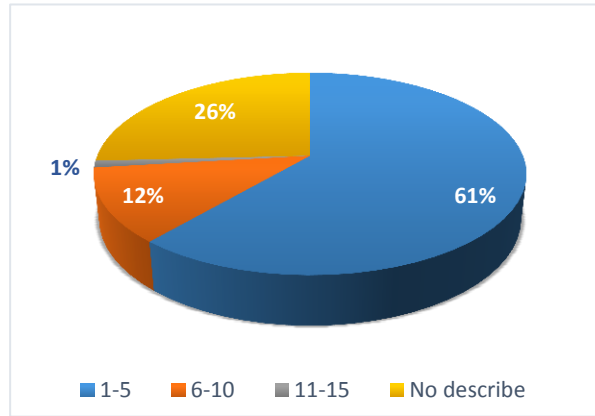


Figura 34: Tiempo de proyección de EF (años)
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

Los tópicos de la figura 35 normalmente dependen de la forma de pago de intereses y capital y del plazo, el 55% describe proyecciones trimestrales, el 26% semestrales y el 15% anuales.

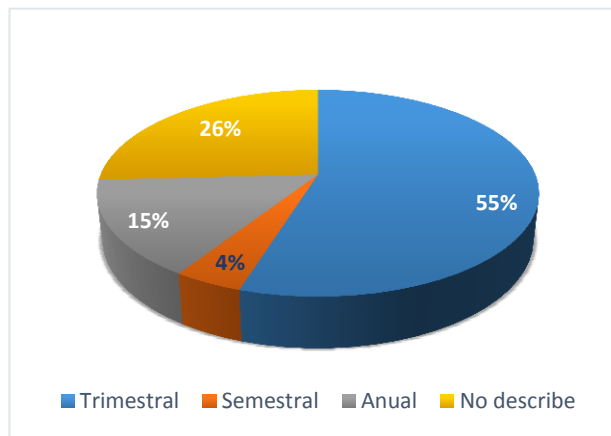


Figura 35: Periodicidad de proyección
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

Como describe las figuras 36 y 37 el 68% y 67% respectivamente de los prospectos no describe un criterio de proyección, el 25% de las proyecciones se realizan en base a la información histórica de estados financieros, por lo tanto el 22% describe el criterio ampliamente, el 7% usa otros criterios como por ejemplo inflación, tasas de interés, precio del barril de petróleo y riesgo de salvaguardas el 7%, con una descripción moderada y resumida, esto es 5 y 6% respectivamente

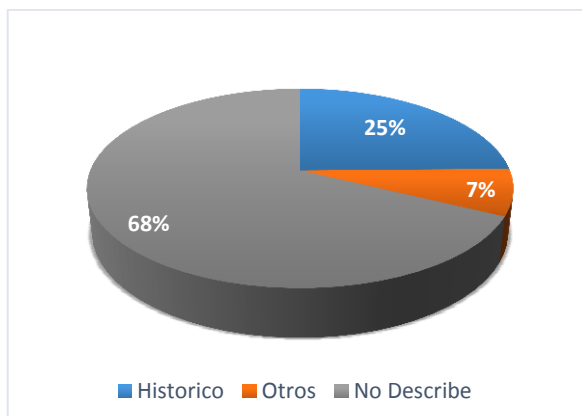


Figura 36: Criterios de proyección
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

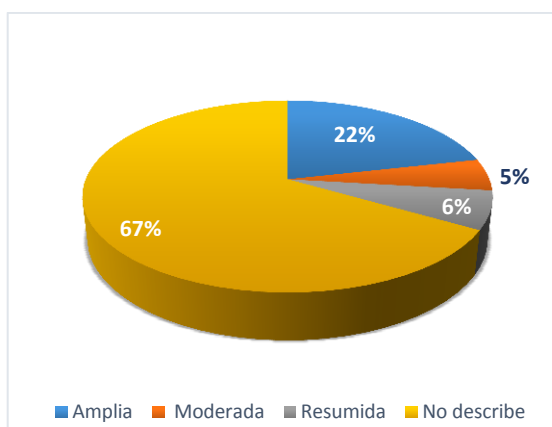


Figura 37: Amplitud de análisis de criterios
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

Finalmente para culminar este apartado la figura 38 presenta en promedio los valores de proyección que contienen los prospectos, el 34% de las Pymes tienen un promedio de proyección entre 0%-5%, el 30% no describe, el 17% en un intervalo entre 5.1%-10%, el 12% proyecta un intervalo entre 10.15% y 15% y el 7% en el intervalo entre 15.1%-25%.

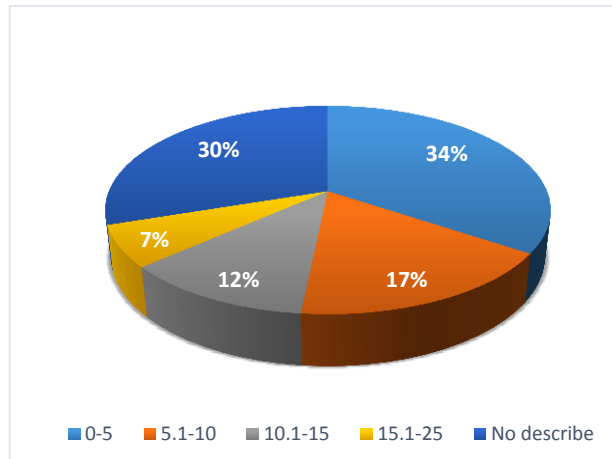


Figura 38: Promedio de proyección de estados financieros
 Fuente: Matriz de caracterización
 Elaborado por: La autora

El apartado se considera de relevancia alta, permitiendo al inversionista conocer la trayectoria de la empresa y su posibilidad de crecimiento futuro, afianzando su decisión de inversión.

b) Entrevistas a expertos.

En este segmento, se desarrolla el análisis de la información obtenida en las entrevistas. La Ilustración 1 presenta un resumen de las categorías usadas y que apoyan el apartado anterior sobre la importancia de la información contenida en el prospecto. La información procesada se presenta posteriormente mediante figuras fundamentada con los criterios expuestos por los entrevistados.

Diagrama de cuadrícula con resúmenes

- Beneficios de participación

Sistema de códigos	Entrevista 1	Entrevista 2	Entrevista 3	Entrevista 4	Entrevista 5	Entrevista 6
Beneficios de participación	●	●	●	●	●	●
Factores de Permanencia en el mercado						
Interno		●				
Externo						
Interno-Externo	●		●	●	●	●
Vulnerabilidad y Nivel de Financiamiento						
Si	●	●	●		●	●
No				●		
Información del Prospecto de Deuda	●	●	●	●	●	●
Importancia "Información General"	●	●	●	●	●	●
Importancia "Descripción del negocio del emisor"	●	●	●	●	●	●
Importancia "Características de la emisión"	●	●	●	●	●	●
Importancia Información Económica Financiera	●	●	●	●	●	●
Asimetría de Información	●	●	●	●	●	●
Procesos de inscripción de obligaciones_¿Es una limitante?						
No			●		●	●
Si	●	●		●		
Exigencia Informativa_Mercado de Valores e IFIS						
Flexible						●
Exigente	●	●	●	●	●	
Costos de Emisión_Limitante						
No			●	●		
Si	●	●			●	●
Factores que impiden el desarrollo de las pymes						
Escasez de instrumentos	●	●	●	●	●	●
Incumplimiento de requisitos-desconocimiento	●	●	●	●	●	●
Capacidad de atención a las Pymes						
Total	●	●		●	●	●
Media			●			
Baja						
REB	●	●	●	●	●	●
Calificación de Riesgo y Resguardos	●	●	●	●	●	●
Factores que promuevan crecimiento	●	●	●	●	●	●

Ilustración 1: Categorías de indagación

Fuente: Entrevistas a expertos

Elaborado por: La autora

Beneficios de participación.

De acuerdo a los criterios emitidos por los expertos los beneficios que obtienen las Pymes al emitir instrumentos en el mercado son de carácter cuantitativo, pero también de tipo cualitativo. En el punto de cuantificación se describen: Reducción de costos, mejor posición del pasivo, mejora índices de liquidez, flexibilidad en plazos, y pago de cupones de capital e intereses, estabilidad en los ingresos. Desde la perspectiva cualitativa todos coinciden que las empresas que participan ganan un mejor espacio, de formalización, de transparencia informativa, reconocimiento

“Primero: Crear una imagen de poseer inversionistas directos, para no depender solo de los bancos. Segundo: transparente información, si la información es buena va generando la mirada de los inversionistas. Tercero: reducir costos” (E1).

“El cuarto beneficio que tal vez no es tangible o cuantificable en números pero es muy importante es que la empresa ya empieza a sonar en el mercado y eso le abre muchas puertas” (E3).

“Ahora más que cuantitativamente, cualitativamente le va a permitir acceder a un mejor espacio, más formal y de reconocimiento empresarial” (E6).

Factores de permanencia en el mercado.

Los expertos consideran en su gran mayoría (5), que la permanencia de las Pymes en el mercado de valores depende de factores tanto internos como externos, pero el peso es distinto, coinciden que tienen mayor relevancia la parte interna de la empresa.

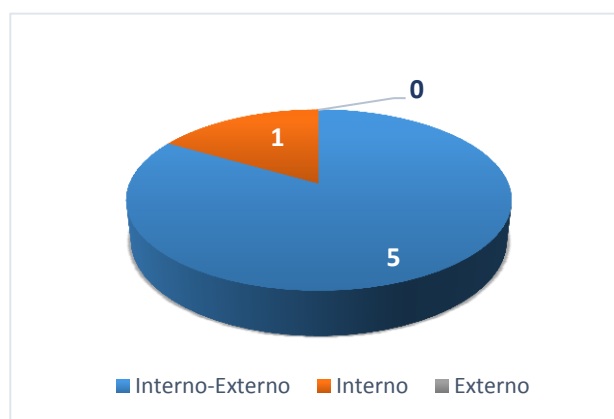


Figura 39: Factores de permanencia en el mercado.
Fuente: Entrevista a expertos
Elaborado por: La autora

“Normalmente entrar para quedarse y crecer pero si desde luego su permanencia obedece a factores internos y externos, en los internos porque la información de la compañía ya empieza a ser pública, la compañía tiene que empezar a acostumbrarse a que su información financiera debe ser conocida por todos, especialmente los inversionistas” (E1, E2, E3, E4, E6)).

“Realmente la permanencia de la pyme en el mercado de valores depende solamente de la parte interna, porque obviamente si la empresa se sigue manejando bien, no tienen incumplimientos, no tiene default, la empresa va a seguir cotizando en el mercado” (E5).

Vulnerabilidad y nivel de financiamiento

La pregunta a los expertos plantea la vulnerabilidad que poseen las Pymes a distintos cambios, y como pueden afectar su nivel de financiamiento, de los 6 expertos, 5 de ellos consideran que efectivamente estos cambios afectan el nivel de financiamiento y uno de los expertos considera que no es así.

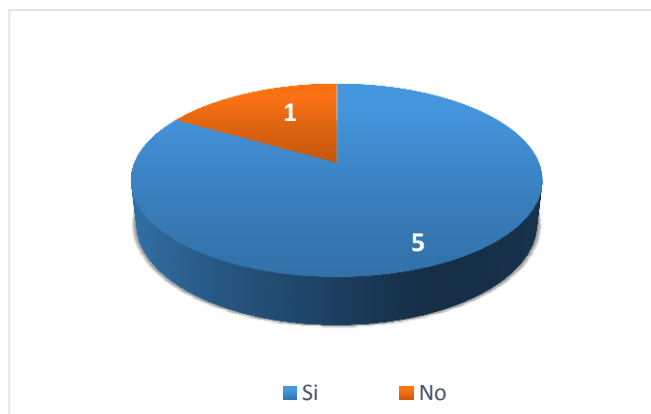


Figura 40: Vulnerabilidad y nivel de financiamiento
Fuente: Entrevista a expertos
Elaborado por: La autora

“Estos factores tienen mucha afectación y claro las “Definitivamente si, son factores que influyen de forma relevante al momento de entrar, porque uno las ve con un nivel más de preocupación, obviamente reciben impactos mayores frente a esto, pero más que nada va a depender de su estructura”. (E2, E4, E6).

“Bueno no necesariamente las Pymes pueden ser tan sensibles a cambios políticos o económicos, muchas veces son más fuertes que empresas más grandes, lo que pasa es que a nivel de la percepción por el lado del inversionista puede pensarse que sería más seguro invertir en empresas de mayor tamaño y eso si pudiera retirar su interés de invertir en una pyme” (E3, E5).

Información del prospecto de deuda

En este punto se realiza la indagación sobre la información que las Pymes poseen del prospecto y que información la casa de valores les ayuda a construir para emitir deuda, la mayoría coincide en que estas empresas no tienen la información organizada y la única información disponible es la información general y estados financieros históricos

“Básicamente lo que es el entorno macroeconómico, la determina la casa de valores, el análisis sectorial también, porque esa es la parte en la que suele haber bastante debilidad; las Pymes básicamente lo único que tienen es estados financieros ya los análisis vertical, horizontal inclusive las proyecciones, las hace la casa de valores”. (E2, E3, E4, E6).

“Considero que tienen el 100%, el tema es que no tienen la información de acuerdo a la estructura que exige el mercado, entonces ahí entra la casa de valores para asesorarle y ayudarlo a construir la información que requiere el mercado” (E5).

La figura 41 describe el grado de importancia que representan los apartados del prospecto en cuanto a información general y descripción del negocio del emisor, En el primer punto los criterios se encuentran divididos en partes iguales (2) y entre las tres categorías; en la categoría descripción del negocio del emisor 4 entrevistados coinciden en que es de importancia alta para el análisis del inversionista.

Información General: *“Es importante porque describe la generalidad de la empresa, sus orígenes, de donde viene hacia dónde va, quienes son los accionistas y es información que el inversionista requiere conocer” (E1, E2, E5, E6).* *“Bueno esta información es una descripción del emisor, conocer a que sector pertenece, conoce el giro del negocio, participación accionarial, eso no tienen un mayor trascendencia simplemente es una descripción” (E3, E4).*

Descripción del negocio del emisor: *“Este apartado es clave, con eso se le conoce a la empresa, en qué sector está, cuales son los riesgos, cuales son los beneficios, cuales son las ventajas, cuál es su posición en el mercado, eso es muy importante” (E1, E3, E5, E6).* *“Un poco menor, el entorno económico es más o menos estándar, todo el mundo pone lo mismo” (E2).* *“Este apartado tiene un poco más de relevancia porque ya se describe al sector al cual pertenece la pyme” (E4).*

Se considera uno de los apartados de mayor importancia porque se describe el sector en donde se desarrolla la empresa, información histórica y tendencias, por lo tanto es clave en primer lugar para el analista ya que permite transmitir la relevancia del negocio al inversionista y despertar su apetito de inversión, además de permitirle ubicarse en el riesgo que quiere tomar.

Adicional se podría justificar el hecho de que las mayor parte de Pymes emisoras pertenecen al sector comercial (figura 1), es decir los inversionistas buscan sectores seguros que les implique un riesgo menor

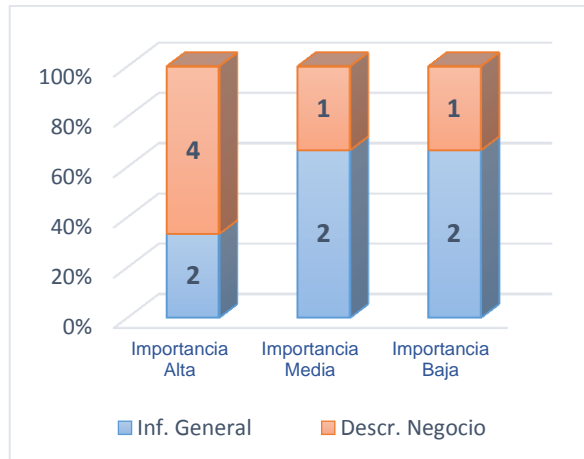


Figura 41: Información general y descripción del negocio
 Fuente: Entrevista a expertos
 Elaborado por: La autora

La figura 42 presenta la importancia de los apartados características de la emisión y la información económica financiera, sumado a la percepción sobre la asimetría de información. Por lo tanto los expertos consideran que la información descrita en estos apartados es muy relevante para ofrecer al inversionista un panorama claro sobre la empresa y fortaleciendo su decisión de inversión, es por esta relevancia que consideran que la información contenida en el prospecto es suficiente y necesaria como medio de participación de las Pymes en el mercado de valores.



Figura 42: Características de la emisión, información económica y financiera, asimetría de información
 Fuente: Entrevista a expertos
 Elaborado por: La autora

Características de la emisión: *“Absolutamente toda la información que está ahí es importante, porque ahí se conoce cuál es el plazo, la tasa, la calificación de riesgo, periodicidad de pago, el monto de la emisión, entonces toda esta información le permite al inversionista saber cuál es el riesgo que toma”* (E1, E2, E3, E4, E5, E6). Toda la información que contiene el apartado tienen relevancia media, la decisión del inversionista depende de la complejidad de la emisión, de sus objetivos y niveles de riesgo.

Información económica y financiera: *“Es uno de los apartados más importantes porque a partir de esto uno puede darse cuenta cual ha sido la evolución histórica y en base a ello inferir un poco en el futuro, entonces bajo mi opinión es el apartado más importante”* (E1, E2, E3, E4, E5, E6). Es el apartado con relevancia alta que le permite al inversionista hacer conjeturas adecuadas sobre su decisión de comprar deuda de las Pymes

Asimetría de Información: *“Considero que es suficiente y necesaria, no pienso que deba omitirse nada, más aún si una pyme o cualquier empresa está pagando a una casa de valores para que haga un proceso de estructuración y ello implica un valor agregado, entonces no consideramos que deba eliminarse nada”*. E2, E3, E4, E5, E6). En este punto el experto 6 realiza una acotación indicando que *“Considero definitivamente que se puede mejorar y creo que para las Pymes específicamente el prospecto debe ser más enriquecido, es decir deben ampliarse para proporciona información enriquecida, así el inversionista no tendrá dudas sobre su inversión”*.

Proceso de Inscripción de instrumentos y costos de emisión. ¿Representan una limitante?

Se describe en esta categoría el proceso que realizan las Pymes en acompañamiento con la casa de valores para inscribir un instrumento, comparado con los costos de emisión. La pregunta se enmarca en conocer si esto puede ser una limitante para que las Pymes no tengan interés en participar. La figura 43 indica que el 50% de los entrevistados considera que los procesos son una limitante, y el resto no lo considera así. En cuanto a los costos de emisión 4 expertos piensa que si es una limitante y 2 de ellos no comparten el criterio.

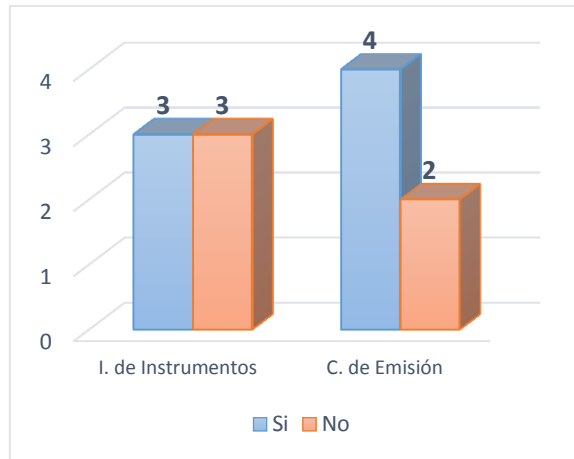


Figura 43: Inscripción de instrumentos y costos de emisión
Fuente: Entrevista a expertos
Elaborado por: La autora

Inscripción de procesos: *“Si, definitivamente, el tiempo que se toma inscribir un trámite es demasiado largo y la cantidad de información y documentación adicional que requiere el ente de control es demasiada, esto sí ha derivado en que muchos emisores se vean desilusionados” (E2, E3, E6).” La verdad el plazo no es tan largo, más bien la gente lo percibe como un plazo largo, pero si yo le pregunto cuanto le toma a un banco aprobar un crédito para una empresa y cuánto tiempo le toma implementar el crédito, suele ser mucho mayor, por lo tanto desde mi punto de vista los plazos son parecidos” (E1, E4, E5).*

El criterio coincidente entre todos los expertos es que se debería mejorar los tiempos de revisión de documentos, evitar trámites burocráticos o solicitar información adicional a la que ellos generalmente como ente regulador y de control ya poseen. Además para evitar la dilatación del tiempo en la inscripción de instrumentos la superintendencia debería generar una plantilla base con la información del prospecto, esto sería más amigable para los emisores y las empresas.

Costos de emisión: *“Si puede ser una limitante, es por eso que la normativa ha observado que la Pymes vaya al REB, que tiene menos costos, este tema va a depender del plazo y del monto de la emisión para que finalmente el costo sea mayor o menor” (E1, E2, E5, E6). “No, porque en realidad los costos son muy competitivos en relación a la banca, porque la banca también discrimina para darte una tasa de interés, la banco no le da la misma tasa a un corporativo que a una pyme, inclusive yo diría que hay muchos más beneficios en el mercado de valores que en la banca” (E3, E4).* Los costos de emisión pueden ser representativos, dependiendo del monto de la emisión, existen costos fijos que pueden encarecer la emisión y por el monto a la pyme no le conviene emitir. Sin embargo existen ventajas como el hecho de que para acceder al mercado de valores no se requiere una

garantía real, las tasas son menores y los plazos son más flexibles, comparado con el financiamiento de la banca.

Exigencia Informativa: mercado de valores vs IFI's

La pregunta se basó en conocer si el mercado de valores es más exigente o más flexible con respecto de las instituciones financieras en cuanto a la información que requieren las Pymes, 5 expertos consideran que el mercado de valores es más exigente, y solo existe una opinión que indica que es más flexible. Por la misma naturaleza del mercado y la exigencia del inversionista se concluye que el mercado de valores requiere información ampliada y de calidad.

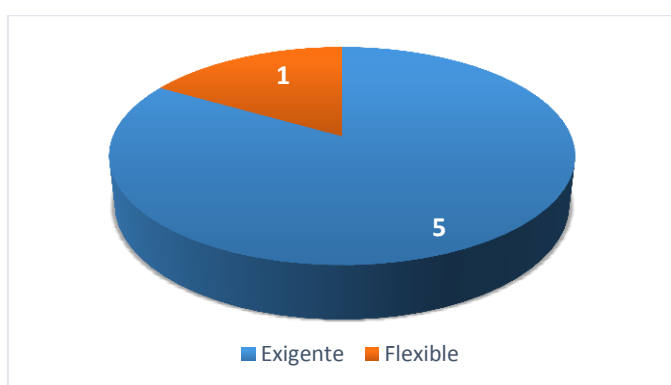


Figura 44: Exigencia informativas MV vs IFI's
Fuente: Entrevista a expertos
Elaborado por: La autora

“El mercado de valores es más exigente, por el tema de información continua, porque no es lo mismo decirle al banco te entrego el balance después de un mes, que no cumplir con un plazo que determina la superintendencia de compañías” (E2, E3, E4, E5, E6)

“Considero que el mercado de valores es más flexible” (E1).

El mercado de valores se considera más exigente, porque el inversionista lo necesita, es decir mediante la información extensa del prospecto el inversionista realiza un análisis de riesgo antes de su decisión.

Factores que impiden el desarrollo de las Pymes

La figura 45 muestra la opinión de los entrevistados referente a los factores que le impiden a la Pyme desarrollarse adecuadamente, coincidiendo con los estudios de CEPAL, los expertos fundamentan que las Pymes no tienen acceso a fuentes de financiamiento distintas a las tradicionales, por dos razones puntuales, el incumplimiento de requisitos que exige el mercado (se considera más exigente) y el desconocimiento de este mercado alternativo.



Figura 45: Factores que impiden el desarrollo de las Pymes
 Fuente: Entrevista a expertos
 Elaborado por: La autora

“El problema radica en el desconocimiento de las Pymes y la falta de cumplimiento de requisitos que se exigen. Adicional existe falta de formalidad en la información y también un cierto rechazo a procesos nuevos por parte de los mandos medios, inclusive por parte del gerente general que prefieren mantener un perfil más bajo” (E2, E3, E4, E5, E6). La mayor parte de las Pymes son empresas familiares que tienen un pensamiento conservador, por lo tanto suelen confiar su información a las instituciones bancarias porque son procesos que no son públicos, a diferencia del mercado de valores

Capacidad del mercado para atender a las Pymes

Del total de entrevistados, 5 coinciden en que el mercado posee la total capacidad técnica, operativa y de colocación para atender a las Pymes, y existe una opinión que percibe que se tienen una capacidad media fundamentada en el hecho de la inexistencia de un trabajo integrado que verdaderamente permita levantar la demanda que le hace falta al mercado de valores.

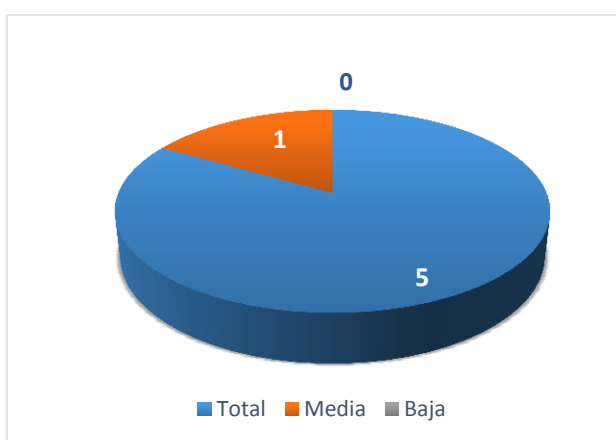


Figura 46: Capacidad de atención a las Pymes
 Fuente: Entrevista a expertos
 Elaborado por: La autora

“El mercado brinda la suficiente capacidad técnica operativa para atenderlas, de hecho es excesiva, ahora necesitamos más negocios, lo que nos toca es hacer un trabajo importante a nivel de traer compradores” (E1, E2, E3, E5, E6).

“Si tiene la capacidad técnica y operativa, sin embargo en la capacidad de colocación entra otro tema que es el inversionista, ya que el mercado tiene todos los instrumentos adecuados para crear tipos de papel. Pero el problema del mercado de valores no es la oferta es la demanda” (E4).

Registro Especial Bursátil (REB)

La pregunta para indagar esta categoría se basó en consultar a los expertos porque hasta la actualidad ninguna Pyme ha usado el instrumento REB, si finalmente ha sido pensado como una plataforma de iniciación. El desconocimiento del instrumento fue la percepción de 3 entrevistados, 2 expertos le atribuyen a que la norma aún no ha sido entendida claramente, y una opinión define que se debe a los temas políticos y de incertidumbre que atraviesa el Ecuador.

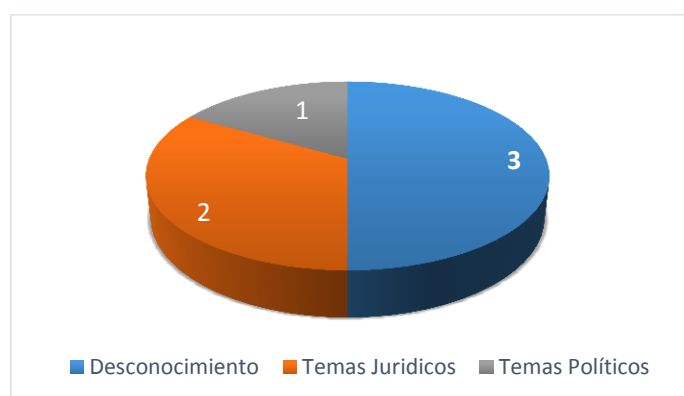


Figura 47: Registro Especial Bursátil (REB)

Fuente: Entrevista a expertos

Elaborado por: La autora

“Por desconocimiento y por falta de capacidad de gestión, este tipo de instrumentos tienen una etapa de aclimatación” (E1, E2, E4).

“El REB no funciona porque aún no está totalmente normado y porque no tienen directrices claras para que las casas de valores lo usen o lo difundan” (E5, E6).

“Considero que se debe a la incertidumbre económica y política, jurídica que es lo que estamos viviendo actualmente. Si usted le pregunta a un inversionista si quiere invertir en un título que no tienen calificación de riesgo, emitido por una pyme que no conozco, el dirá no” (E3).

Calificación de riesgo y resguardos

Una de las bondades que tiene el REB es que la calificación de riesgo es opcional, y tienen resguardos más flexibles que el mercado formal, la pregunta se enfoca en conocer si con estas características existen inversionistas interesados en este instrumento. Del total de respuestas 5 coinciden que no existirán inversionistas interesados, y 1 percibe que no es una limitante y más bien depende de la cultura de riesgo que asuma el inversor y del prestigio que tenga la casa de valores.



Figura 48: Calificación de riesgo y resguardos

Fuente: Entrevista a expertos

Elaborado por: La autora

“En este punto existe criterios de riesgo retorno y depende del inversionista invertir o no en este instrumento, por lo tanto dependiendo de la casa de valores que la estructure, no se consideraría una limitante” (E1).

“El impacto es que los inversionistas van a ser limitados, creo que si puede haber definitivamente, pero se va a ver reflejado en tasas ya que van a ser más altas para compensar el riesgo al cuál los inversionistas se exponen” (E2, E3, E4, E5, E6).

La calidad de información que requieren las Pymes como futuros candidatos del mercado de valores, depende mucho de la cultura del inversionista, ya que es el que decide el riesgo que quiere asumir, por lo tanto los instrumentos que ofrece la norma y el mercado están por debajo del criterio del inversor, es por ello que hasta la fecha no ha sido usado el Instrumento REB a pesar de las bondades que ofrece.

Factores que promueven crecimiento

La pregunta está basada en aquellos criterios importantes que le hacen falta al mercado de valores y a las Pymes para generar un crecimiento conjunto, los fundamentos son diversos, entre los más relevantes están: políticas públicas claras y estables, mayor participación de inversionistas institucionales (IESS, ISFA, Fondos de Cesantía, Municipios), desarrollo del mercado secundario, cambio de mentalidad cultural en las empresas emisoras y en las

empresas inversoras, fusión de las Bolsas de Valores, difusión de las facturas comerciales negociables.

“Lo que hace falta es flexibilidad legal, políticas económicas acordes a la realidad tanto de las Pymes como del mercado de valores, el tema de cultura bursátil, ya que el problema es la demanda” (E1, E4, E6).

“En este punto creo que existe una iniciativa que aún está inconclusa, es un tipo de producto que se llama facturas comerciales negociables, este producto se está negociando en bolsa, podría ser el gran instrumento que haga que las Pymes empiecen a participar en el mercado, empiecen a tener financiamiento a costos competitivos” (E4).

“Le hace falta mayor cantidad de inversionistas institucionales, mayor presencia de inversionistas personales, en general la cultura de inversión es todavía muy pobre en nuestro mercado” (E3, E5, E2).

Para que el mercado de valores y las Pymes dinamicen sus actividades se requiere, políticas públicas claras y estables, mayor participación de inversionistas institucionales (IESS, ISFA, Fondos de Cesantía, Municipios), desarrollo del mercado secundario, cambio de mentalidad cultural en las empresas emisoras y en las empresas inversoras, fusión de las Bolsas de Valores, difusión de las facturas comerciales negociables.

Todos los partícipes del mercado requieren trabajar de forma articulada, ya que son responsables de la movilización económica del país, esto como una forma de superar la situación económica-política que vive el país, se requieren iniciativas integradoras que permitan visualizar la realidad de sus actores, y crear políticas públicas que enmarquen y beneficien esta realidad.

CONCLUSIONES

La teoría de las jerarquías financieras se encuentra alineada a las Pymes investigadas, ya que en su gran mayoría usan como primera fuente de financiamiento sus recursos propios (reinversión de utilidades, aumento de capital).

Los apartados extensos que contiene el prospecto de deuda se condensan en un instrumento irremplazable, suficiente y necesario para cubrir las necesidades de información que el inversionista requiere, es decir le permite tener una visión adecuada sobre el riesgo que desea asumir, por lo tanto se reduce el problema de asimetría de información.

Las limitantes que tienen las Pymes para participar en el mercado de valores se resumen en dos parámetros, el desconocimiento de las condiciones de un mercado alterno y el incumplimiento de requisitos de información, a pesar de que el mercado se encuentra preparado técnica y operativamente para atender a las pequeñas empresas.

Además del mejoramiento de indicadores cuantitativos para las Pymes, el mercado de valores les ofrece bondades de orden cualitativo y que no son tangibles y que le agregan valor, como por ejemplo formalidad, transparencia informativa, reconocimiento empresarial.

La opinión de los expertos es concluyente respecto de las pymes y el mercado de valores, consideran que las pymes son empresas que requieren un cambio de mentalidad respecto de su información, y al mercado le hace falta inversionistas institucionales y privados para darle profundidad.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abdulsaleh, A., & Worthington, A. (2013). Small and Medium-Sized Enterprises Financing: A Review of Literature. *International Journal of Business and Management*, 8(14), 36–54. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n14p36>
- Adair, P., Adaskou, M., & McMillan, D. (2015). Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1006477. <https://doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477>
- Ang, J. S. (1992). On the Theory of Finance for Privately Held Firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 185–203.
- Antweiler, W., & Frank, M. Z. (2004). Is all that talk just noise? The information content of Internet stock message boards. *Journal of Finance*, 59(3), 1259-1294.
- Arévalo, K., & Pastrano, E. (2015). Diagnóstico de las fuentes no tradicionales de financiamiento empleadas por las PYMES del Cantón Quevedo. Ecuador. *Revista Publicando*, 2(2), 149–162.
- Artiles, J., & Rodríguez, J. (2017). Aprendizajes y Buenas Prácticas para la Gestión de la Institución Superior. *REICE. Revista Iberoamericana Sobre Calidad, Eficacia Y Cambio En Educación*, 15.1(2017), 129–141. <https://doi.org/10.15366/reice2017.15.1.008>
- Baas, T., & Schrooten, M. (2006). Relationship banking and SMEs: A theoretical analysis. *Small Business Economics*, 27(2–3), 127–137. <https://doi.org/10.1007/s11187-006-0018-7>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, 89(3), 467–487. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.10.005>
- Berger, A., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6–8), 613–673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Bolsa de Valores de Quito. Boletín bursátil mensual, enero 2018. Recuperado de <http://www.bolsadequito.com/index.php/estadisticas/boletines/boletines-mensuales>
- CEPAL. (2010). La hora de la igualdad Brechas por cerrar, caminos por abrir, 291. [https://doi.org/PE 100.100 CEPAL 2010](https://doi.org/PE%20100%20CEPAL%202010)
- Correa, A., García, C., García, D., & Rivero, C. (2017). Iniciativas para facilitar el acceso directo de las PYMES a los mercados de valores en Iberoamérica.
- Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied Financial Economics*, 18(2), 87–97. <https://doi.org/10.1080/09603100601018864>
- Dufour, Y., & Steane, P. (2010). The Modigliani–Miller Proposition After Fifty Years and Its Relation to Entrepreneurial Finance. *Strategic Change*, 15(3), 129. <https://doi.org/10.1002/jsc>
- Espín, J. V. (2009). El análisis de contenido: una técnica para explorar y sistematizar información. [Http://www.Uhu.Es/Publicaciones/Ojs/Index.Php/Xxi/Article/View/611/934](http://www.uhu.es/Publicaciones/Ojs/Index.php/Xxi/Article/View/611/934), 4(2002), 95–105.
- Ferraro, C., & Stumpo, G. (2010). *Políticas de apoyo a las PYMES en América Latina: Entre avances innovadores y desafíos institucionales*. Naciones Unidas (Vol. 18). Santiago de

- Chile: Naciones Unidas. Retrieved from http://www.scielo.org.mx/scielo.php?pid=S0301-70362011000400011&script=sci_arttext&lng=en
- Forte, D., Barros, L. A., & Nakamura, W. T. (2013). Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises. *Brazilian Administration Review*, 10(3), 347–369. <https://doi.org/10.1590/S1807-76922013000300007>
- Frazer, K., Ingram, R. & Tennyson, B. (1984) A Methodology for the Analysis of Narrative Accounting Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 22, 318–31.
- Francis, J., Nanda, D. and Olsson, P. (2008), “Voluntary disclosure, earnings quality and cost of capital”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 46 No. 1, pp. 53-99.
- Gallego, C., & Yot, C. (2016). ¿Como impacta en la cultura institucional los resultados de las evaluaciones externas? In *Congreso Virtual Internacional de Educación , Innovación y TIC* (pp. 334–344).
- García, D., Barona, B., & Madrid, A. (2013). Financiación de la innovación en las Mipyme iberoamericanas. *Estudios Gerenciales*, 29, 12–16. [https://doi.org/10.1016/S0123-5923\(13\)70015-9](https://doi.org/10.1016/S0123-5923(13)70015-9)
- Gómez, A., Marín, S., & García, D. (2015). Restricciones a la financiación de la pyme en México: una aproximación empírica. *Revista Análisis Económico*, 24, 217–238. Retrieved from <http://www.redalyc.org/pdf/413/41312227011.pdf>
- Hatani, F. (2015). Analyzing high-profile panel discussion on global health: An exploration with MAXQDA. *Forum Qualitative Sozialforschung*, 16(1), 1–20.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2014). *Metodología de la investigación. Journal of Chemical Information and Modeling* (Sexta, Vol. 53). <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (2016). Estadística de las empresas. Recuperado de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/estadisticas-de-las-empresas/>
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. Retrieved from http://ac.els-cdn.com/0304405X7690026X/1-s2.0-0304405X7690026X-main.pdf?_tid=a30bb7e6-99c6-11e7-b3b5-00000aab0f6b&acdnat=1505446589_d15d6bbe3e024350b8d31a2df29b178c
- Larsen, M., Vigier, H. P., Guercio, M. B., & Briozzo, A. E. (2014). Financiamiento Mediante Obligaciones Negociables. El Problema De Ser Pyme. *Revista Científica “Visión de Futuro,”* 18(2), 134–153. Retrieved from http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1668-87082014000200005
- Li, F. (2010) “Textual Analysis of Corporate Disclosures: A Survey of the Literature.” *Journal of Accounting Literature*, 29, 143–65.
- Liu, Q., & Tian, G. (2009). Leverage Ratio and Determinants of Capital Structure in SMEs : Evidence from China, *22nd Austr*, 1–36. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1460375>
- Loughran, T., & Mcdonald, B. (2016). Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4), 1187–1230. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12123>
- Maaloul, A., & Zéghal, D. (2015). Financial statement informativeness and intellectual capital disclosure. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 13(1), 66–90.

<https://doi.org/10.1108/JFRA-04-2014-0023>

- Modigliani, F., & Miller, H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic*, 48(2), 261–297. Retrieved from http://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf
- Mondragón, S. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias. *Cuadernos de Contabilidad*, 12(30), 165–178. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=fua&AN=78032103&lang=es&site=ehost-live>
- Moraima, M., & Auxiliadora, L. (2008). El análisis de contenido: Una forma de abordaje metodológico. *Laurus*, 14(27), 129–144. Retrieved from <http://www.redalyc.org/resumen.oa?id=76111892008>
- Moreira, C., & Rodríguez, J. (2006). Contraste de la Teoría del Pecking Order versus la Teoría del Trade-Off para una Muestra de Empresas Portuguesas. *Documentos de Trabajo Nuevas Tendencias En Dirección de Empresas*, 1, 1–25. Retrieved from <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3164848>
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle Revisited. *The Review of Financial Studies*, 8(4), 1185–1208. <https://doi.org/10.1093/rfs/8.4.1185>
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, 13, 187–221. <https://doi.org/10.3386/w1396>
- Noguero, F. L. (2002). El análisis de contenido como método de investigación. *Revista de Educación*, 4(2002), 167–179. <https://doi.org/ISSN-e 1575-0345>
- Perez, O., Rivera, A., & Solís, L. (2015). Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano como fuente de inversión para las PyMES. *Revista Ciencia UNEMI*, 8(1390–4272), 8–15. Retrieved from ojs.unemi.edu.ec/index.php/cienciaunemi/article/download/77/73
- Pineda, S., & Puerto, J. (2015). Determinantes de la Estructura de Capital de las Pymes del Subsector de las construcciones de Obras Civiles en Bogotá durante el período 2008 - 2013. Bogotá. Retrieved from %09
- Piñuel Raigada, J. L. (2002). Epistemología , metodología y técnicas del análisis de contenido. *Estudios de Sociolingüística*, 3(1), 1–42.
- Qureshi, M., Sheikh, N., & Khan, A. (2015). A Revisit of Pecking Order Theory versus Trade-off Theory: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 9(2), 344–355.
- Rodríguez, P., & Mantilla, D. (2016). Restricciones financieras de las pequeñas y medianas empresas. *Revista Publicando*, 3(9), 479–493.
- Sánchez, J., & Martín, J. (2005). Financing Preferences of Spanish Firms : Evidence on the Pecking Order Theory, (1984), 341–355.
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445–466. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>

- Superintendencia de Compañías Valores y Seguros (2017). Ranking Empresarial 2017. Recuperado de <http://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/>
- Terreno, D., & Sattler, S. (2015). Estudio comparativo de la estructura de financiación de las empresas del Panel Pymes con las del Panel General-Mercado de Valores de Argentina, 55–71.
- Tetlock, P. (2007). Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market. *The Journal of Finance*, 62: 1139–1168. doi:10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x
- Velásquez, E., Largacha-Martínez, C., & Pinzón, A. J. (2015). La fusión de la gerencia humanista y el aprendizaje organizacional producen organizaciones sostenibles y de excelencia. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, 74–91.
- Zambrano, S., & Acuña, G. (2013). Teoría del Pecking Order versus teoría del Trade off para la empresa Coservicios S . A . E . S . P . of the Trade Off for the company. *Apuntes Del CENES*, 32(56), 205–236. Retrieved from <http://revistas.uptc.edu.co/index.php/cenes/article/view/2448>
- Zoppa, A., & McMahon, R. G. (2002). Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey. *Small Enterprise Research*, 10(2), 1–29. Retrieved from <http://www.flinders.edu.au/sabs/business-files/research/papers/2002/02-01.pdf>

ANEXO

Formato de entrevista a gerentes y presidentes de las casas de valores

1. ¿Cuántos Años de experiencia posee en el medio bursátil?
2. ¿Ocupa otro u otros cargos, distintos al que posee en la casa de valores?
3. ¿El mercado de valores asume a las Pymes, en la generalización que consta en el Art. 106 del Reglamento a la estructura de desarrollo productivo de inversión (sobre ingresos brutos y número de trabajadores), o existen parámetros adicionales que el mercado de valores analiza para calificarla como tal?...Inversión en activos.
4. ¿Qué beneficios financieros y de mejoramiento de los indicadores para las Pymes se obtienen al emitir obligaciones en el Mercado de Valores?
5. Cuando una Pymes inicia su participación en el mercado de valores, es segura su permanencia, o esa permanencia depende de factores internos de las firmas, de factores externos o de ambos?
6. Se considera que las Pymes son vulnerables ante los cambios políticos, económicos, legales o ambientales. ¿Cómo cree que estos cambios influyen en el nivel de financiamiento que tienen las Pymes en el mercado de valores?

Respecto del prospecto de deuda (obligaciones)

7. Cuando es interés de las Pymes acceder al mercado de valores ¿Qué información del prospecto de deuda generalmente tienen y que información la casa de valores les ayuda a construir para poder participar?
8. El prospecto de deuda posee varios apartados: Dentro del apartado que se titula “Información general del emisor”, de qué manera trasciende esta información al momento de colocar deuda.
9. En la sección “descripción del negocio del emisor”, en donde se describe el entorno económico, principales líneas de productos, servicios y negocios, políticas de inversión y financiamiento, factores de riesgo asociados, estrategias de desarrollo, qué relevancia tiene esta información en la decisión del inversionista al momento adquirir deuda de una Pyme.
10. En el apartado “Características de la emisión”, cual es la información principal que analiza el inversionista y que le permite tomar la decisión de inversión.
11. Dentro de la información económica financiera, qué importancia tiene este apartado para ustedes como casa de valores al momento de colocar deuda y que relevancia tiene para el inversionista en su decisión de invertir o no en una Pyme.

12. La estructura del prospecto de deuda de obligaciones la define la normativa: de la totalidad de información que contiene el prospecto de deuda, ¿cree usted que algún apartado se puede omitir, o considera que la información contenida es suficiente y necesaria como medio de participación en el mercado de valores?
13. El tiempo que requiere una empresa para la inscripción de cierto instrumento en las Supercias, en promedio es 2 meses, ¿esta particularidad puede considerarse una limitante para que las Pymes no tengan interés en participar en el mercado de valores y prefieran acudir a la banca tradicional? ¿Cree usted que algunos procesos se podrían omitir, reducir o modificar para que el trámite se vuelva más ágil? ¿Cuáles serían?.
14. Estudios de la CEPAL indican que una de las dificultades de acceso a financiamiento de las Pymes es cumplir con los requisitos que exigen las entidades financieras en cuanto a información, garantías y tasas de interés. En el punto de la información ¿Cuál es la diferencia entre la exigencia informativa del mercado de valores con respecto de las entidades bancarias, el mercado de valores es más flexible o es más exigente?
15. ¿Considera usted que los costos del prospecto de deuda sean una limitante de envergadura para la participación de las Pymes en el mercado de valores?, ¿Porque?.
16. ¿Considera usted que el poco desarrollo de las Pymes, se debe a los escasos de instrumentos favorables para las Pymes, al desconocimiento de las Pymes de un mercado alternativo, o al incumplimiento de requisitos que exige el mercado de valores? ¿Existe algún o algunos elementos adicionales.
17. ¿Qué capacidad técnica, operativa, de colocación, tiene el mercado de valores para atender Pymes?
18. En Ecuador se han implementado algunos instrumentos inclusivos para las Pymes como el REVNI, que fue derogado y sustituido por el REB, sin embargo hasta la fecha ninguna empresa del sector Pyme o de economía popular y solidaria a usado este último instrumento, ¿Porque cree usted que ocurre ello?.
19. Si bien el REB es una iniciativa inclusiva para las Pymes y se omiten requisitos como por ejemplo la calificación de riesgo, medidas de resguardo, entre otras. ¿Qué impacto cree usted que tenga este reajuste de exigencias al momento de colocar deuda en el mercado de valores? ¿Existirían inversionistas interesados?
20. Los sistemas financieros juegan un papel crítico en la estimulación del crecimiento económico, al igual que las Pymes que se consideran importantes actores en la generación de empleo, de acuerdo a este preámbulo ¿Qué factores considera usted que le hacen falta al mercado de valores ecuatoriano y que provoquen un mejor crecimiento?