

# UNIVERSIDAD TÉCNICA DE AMBATO



## FACULTAD DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA

### MAESTRÍA EN DIRECCIÓN FINANCIERA DE EMPRESAS

---

**Tema:** EMISIÓN DE OBLIGACIONES A TRAVÉS DEL MERCADO BURSÁTIL Y LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS EMPRESAS ECUATORIANAS DURANTE EL PERÍODO 2013- 2017

---

Trabajo de Titulación, previo a la obtención del Grado Académico de Magíster en  
Dirección Financiera de Empresas

**Autora:** Ingeniera Fernanda Anabel Zurita Sánchez

**Directora:** Doctora Alexandra Tatiana Valle Álvarez Magíster

Ambato – Ecuador

2019

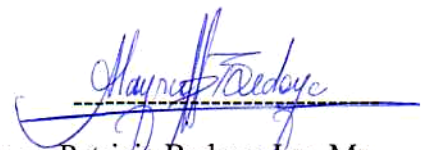
A la Unidad Académica de Titulación de la Facultad de Contabilidad y Auditoría

El Tribunal receptor del Trabajo de Titulación, presidido por el Economista Telmo Diego Proaño Córdova Magíster, e integrado por las señoras Doctora Pilar del Rocío Guevara Uvidia Magíster y Doctora Mayra Patricia Bedoya Jara Magíster, designadas por la Unidad Académica de Titulación de la Universidad Técnica de Ambato, para receptor el Trabajo de Titulación con el tema: “EMISIÓN DE OBLIGACIONES A TRAVÉS DEL MERCADO BURSÁTIL Y LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS EMPRESAS ECUATORIANAS DURANTE EL PERÍODO 2013- 2017”, elaborado y presentado por la señora Ingeniera Fernanda Anabel Zurita Sánchez, para optar por el Grado Académico de Magíster en Dirección Financiera de Empresas; una vez escuchada la defensa oral del Trabajo de Titulación el Tribunal aprueba y remite el trabajo para uso y custodia en las bibliotecas de la UTA.



Econ. Telmo Diego Proaño Córdova Mg.

**Presidente del Tribunal**



Dra. Mayra Patricia Bedoya Jara Mg.

**Miembro del Tribunal**



Dra. Pilar del Rocío Guevara Uvidia Mg.

**Miembro del Tribunal**

## AUTORÍA DEL TRABAJO DE TITULACIÓN

La responsabilidad de las opiniones, comentarios y críticas emitidas en el Trabajo de Titulación presentado con el tema: EMISIÓN DE OBLIGACIONES A TRAVÉS DEL MERCADO BURSÁTIL Y LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS EMPRESAS ECUATORIANAS DURANTE EL PERÍODO 2013- 2017, le corresponde exclusivamente a: Ingeniera Fernanda Anabel Zurita Sánchez, Autora bajo la Dirección de la Doctora Tatiana Alexandra Valle Álvarez Magíster, Directora del Trabajo de Titulación; y el patrimonio intelectual a la Universidad Técnica de Ambato.

Ing. Fernanda Anabel Zurita Sánchez

**AUTORA**

Dra. Tatiana Alexandra Valle Álvarez Mg.

**DIRECTORA**

## DERECHOS DE AUTOR

Autorizo a la Universidad Técnica de Ambato, para que el Trabajo de Titulación, sirva como un documento disponible para su lectura, consulta y procesos de investigación, según las normas de la Institución.

Cedo los Derechos de mi Trabajo de Titulación, con fines de difusión pública, además apruebo la reproducción de este, dentro de las regulaciones de la Universidad.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Fernanda Anabel Zurita Sánchez', is positioned above a horizontal dashed line.

Ing. Fernanda Anabel Zurita Sánchez

c.c. 1804707303

## ÍNDICE GENERAL

PORTADA.....	i
A la Unidad Académica de Titulación de la Facultad de Contabilidad y Auditoría....	ii
Autoría del Trabajo de Titulación.....	iii
Derechos de Autor.....	iv
Índice General.....	v
Índice de Tablas.....	viii
Índice de Figuras.....	ix
Agradecimiento.....	xii
Dedicatoria.....	xiii
Resumen Ejecutivo.....	xiv
Executive Summary.....	xvi
INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO I.....	3
EL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	3
1.1 Tema de investigación.....	3
1.2 Planteamiento del problema.....	3
1.2.1 Contextualización.....	3
1.2.2 Análisis crítico.....	10
1.2.3 Prognosis.....	13
1.2.4 Formulación del problema.....	14
1.2.5 Interrogantes (subproblemas).....	14
1.2.6 Delimitación del objeto de investigación.....	14
1.3 Justificación.....	15
1.4 Objetivos.....	16
1.4.1 Objetivo general.....	16
1.4.2 Objetivos específicos.....	16
CAPÍTULO II.....	18
MARCO TEÓRICO.....	18
2.1. Antecedentes investigativos.....	18
2.2. Fundamentación filosófica.....	20
2.3. Fundamentación legal.....	21

2.4. Categorías fundamentales.....	22
2.4.1. Visión dialéctica de conceptualizaciones que sustentan las variables del problema .....	22
2.4.2. Gráficos de inclusión interrelacionados.....	29
2.5. Hipótesis .....	31
2.6. Señalamiento variables de la hipótesis .....	31
CAPÍTULO III .....	32
METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN .....	32
3.1. Enfoque .....	32
3.2. Modalidad básica de la investigación.....	33
3.3. Nivel o tipo de investigación.....	33
3.4. Población y muestra .....	34
3.4.1. Población .....	34
3.4.2. Muestra .....	41
3.5. Operacionalización de las variables .....	43
3.6. Operacionalización de variables.....	44
3.7. Recolección de información .....	46
3.7.1. Plan para la recolección de información.....	46
3.8. Procesamiento y análisis .....	48
CAPÍTULO IV.....	49
ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS.....	49
4.1 Análisis e interpretación de resultados .....	49
4.2 Verificación de hipótesis .....	67
4.2.1. Método de verificación .....	67
4.2.2. Planteamiento de hipótesis .....	72
4.2.3. Nivel de significación .....	73
4.2.4. Interpretación .....	73
CAPÍTULO V .....	74
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	74
5.1. Conclusiones .....	74
5.2. Recomendaciones .....	76
CAPÍTULO VI.....	78
PROPUESTA.....	78

6.1. Datos informativos .....	78
6.2. Antecedentes de la propuesta .....	79
6.3 Justificación.....	79
6.4 Objetivos .....	80
6.4.1. Objetivo general.....	80
6.4.2. Objetivos específicos .....	80
6.5 Análisis de factibilidad .....	80
6.6. Fundamentación .....	81
6.7. Metodología del modelo operativo.....	82
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	94
ANEXOS .....	101

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Evolución de la capitalización bursátil de Ecuador como porcentaje sobre el PIB durante el período 2011- 2017. ....	8
Tabla 2 Representatividad de la emisión de obligaciones frente al total de valores de renta fija emitidos en Ecuador durante el período 2013- 2017 (En miles de dólares).....	16
Tabla 3 Tabla resumen de la normativa ecuatoriana relacionada al mercado de valores. ....	21
Tabla 4 Listado de las empresas ecuatorianas que realizaron emisión de obligaciones a través del mercado bursátil durante el período 2013- 2017 .....	35
Tabla 5 Listado de las empresas excluidas de la investigación .....	40
Tabla 6 Listado de las empresas ecuatorianas que realizaron al menos dos emisiones de obligaciones a través del M.B. en distintos años durante el período 2013- 2017 .	42
Tabla 7 Operacionalización de la variable independiente: Emisión de obligaciones a través del mercado bursátil.....	44
Tabla 8 Operacionalización de la variable independiente: Creación de valor .....	45
Tabla 9 Procedimiento de recolección de información.....	47
Tabla 10 Clasificación de emisoras por ciudad y rama de actividad .....	49
Tabla 11 Comparación de tasas promedio de emisión de obligaciones y las tasas pasivas promedio referenciales. ....	53
Tabla 12 Cobertura de la garantía con respecto a la emisión.....	55
Tabla 13. Listado de las empresas que emitieron los cuatro montos más altos de cada año durante el período 2013- 2017.....	61
Tabla 14 Listado de las empresas emisoras que generaron mayor valor durante el período 2013- 2017 .....	62
Tabla 15 Recursos materiales.....	81
Tabla 16 Descripción de actividades de la propuesta de investigación .....	83
Tabla 17 Proyecciones económicas de Ecuador para el período 2019- 2022 .....	84
Tabla 18 Condiciones de la emisión de obligaciones .....	87
Tabla 19 Monto de garantía .....	87
Tabla 20 Monto máximo de emisión .....	88
Tabla 21 Gastos de la emisión .....	88



## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 Países a nivel mundial con mayor capitalización bursátil como % del PIB en 2017.....	4
Figura 2 Financiación bancaria de las empresas no financieras del IBEX 35 en el período 2010-2015 (en millones de euros).....	5
Figura 3 Financiación de mercado (renta fija) de las empresas no financieras del IBEX 35- Obligaciones, bonos y otros al cierre de 2010 y 2015 (en millones de euros).....	5
Figura 4 Patrimonio neto de las empresas no financieras del IBEX 35 (2010-2015) en millones de euros al cierre de 2010 y 2015.....	6
Figura 5 Países de Latinoamérica con su capitalización bursátil cómo % del PIB 2017.....	7
Figura 6 Participación de las compañías en el mercado de valores por provincia.....	9
Figura 7 Árbol de problemas (2019).....	10
Figura 8 Comparación de montos negociados de título valores de renta fija y variable .....	11
Figura 9 Evolución del monto de emisiones de títulos valores en Ecuador (En miles de dólares).....	12
Figura 10 Generación de valor en la Empresa eléctrica de Colombia año 2012. ....	19
Figura 11 Generación de valor en la Empresa eléctrica de Colombia año 2013. ....	19
Figura 12 Generación de valor en la Empresa eléctrica de Colombia año 2014. ....	20
Figura 13 Generación de valor en la Empresa eléctrica de Colombia año 2015. ....	20
Figura 14 Superordinación conceptual.....	29
Figura 15 Subordinación conceptual variable independiente .....	30
Figura 16 Subordinación conceptual variable independiente .....	30
Figura 17 Edad de las empresas emisoras de obligaciones.....	50
Figura 18 Tamaño de las empresas emisoras de obligaciones.....	51
Figura 19 Monto promedio de emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones, montos en miles de dólares).....	52
Figura 20 Tasa promedio de emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones) .....	53

Figura 21 Plazo promedio de emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones, plazo en días).....	54
Figura 22 Monto promedio de las garantías en emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones, monto en miles de dólares).....	55
Figura 23 Tipo de garantía en emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones).....	56
Figura 24 Calificación de riesgo en emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones) .....	57
Figura 25 Generación de valor en número de empresas ecuatorianas que realizaron al menos dos emisiones de obligaciones durante el período 2013- 2017 .....	58
Figura 26 Monto total de generación de valor de las empresas ecuatorianas que realizaron al menos dos emisiones de obligaciones durante el período 2013- 2017 .	59
Figura 27 Relación entre el número de empresas que emitieron obligaciones y el número de empresas que creó valor en el período 2013- 2017.....	60
Figura 28 Relación entre el monto de emisiones y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas durante el período 2013- 2017 .....	61
Figura 29 Relación entre la tasa promedio de emisión y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 .....	63
Figura 30 Relación entre el plazo promedio de emisión y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 .....	64
Figura 31 Relación entre el valor promedio de garantía de emisión y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 .....	65
Figura 32 Relación entre el tipo de garantía de emisión y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 .....	66
Figura 33 Relación entre el tipo de calificación de riesgo a la emisión y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 .....	67
Figura 34 Resultado de comprobación estadística del año 2013 .....	68
Figura 35 Resultado de comprobación estadística del año 2014 .....	69
Figura 36 Resultado de comprobación estadística del año 2015 .....	70
Figura 37 Resultado de comprobación estadística del año 2016 .....	71

Figura 38 Resultado de comprobación estadística del año 2017 .....	72
Las actividades que implicó el diseño de este simulador, se detallan a continuación:	
Figura 39 Flujo de actividades de la propuesta de la investigación.....	82
Figura 40 Flujo de efectivo proyectado semestral antes de la emisión de obligaciones .....	86
Figura 41 Estado de resultados proyectado para el período 2019- 2022 .....	89
Figura 42 Estado de situación financiera proyectado para el período 2019-2022 .....	90
Figura 43 Flujo de efectivo proyectado luego de la emisión de obligaciones .....	91
Figura 44 Cálculo del indicador EVA del período 2019- 2022 .....	92

## **AGRADECIMIENTO**

A Dios, por ser quien ha hecho posible alcanzar este objetivo en mi vida profesional.

A la Universidad Técnica de Ambato por los conocimientos impartidos.

A la Facultad de Contabilidad y Auditoría por el nivel educativo brindado.

A la Dra. Tatiana Valle, por ser un ejemplo de calidad profesional y la dirección brindada en el presente trabajo; a las docentes calificadoras por su apoyo y valiosas sugerencias.

A todos quienes me alentaron y contribuyeron en la realización de este trabajo.

Fernanda

## **DEDICATORIA**

Dedico este trabajo a mi esposo y mis padres,  
por ser quienes me han dado su apoyo a lo largo  
de la maestría.

Fernanda

**UNIVERSIDAD TÉCNICA DE AMBATO**  
**FACULTAD DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA**  
**MAESTRÍA EN DIRECCIÓN FINANCIERA DE EMPRESAS**

**TEMA:**

EMISIÓN DE OBLIGACIONES A TRAVÉS DEL MERCADO BURSÁTIL Y LA  
CREACIÓN DE VALOR EN LAS EMPRESAS ECUATORIANAS DURANTE EL  
PERÍODO 2013- 2017

**AUTORA:** Ingeniera Fernanda Anabel Zurita Sánchez

**DIRECTORA:** Doctora Tatiana Alexandra Valle Álvarez Magíster

**FECHA:** 25 de junio de 2019

**RESUMEN EJECUTIVO**

El objetivo del presente trabajo, ha sido estudiar la emisión de obligaciones y la creación de valor en las empresas ecuatorianas, durante el período 2013- 2017. Las empresas objeto de estudio fueron cuarenta y ocho, se determinaron como tal, a aquellas empresas ecuatorianas que realizaron al menos dos emisiones de obligaciones durante el período de estudio, pues como se sustenta en varios autores, la generación de valor se atribuye a comportamientos de las empresas; es decir, no es resultado de un único evento. Se realizó un análisis descriptivo de las empresas, en cuanto a la ciudad y rama a la que pertenecen, así como su edad y tamaño. Se determinó que la mayor parte pertenecen a las ramas de comercio e industria; casi todas son grandes empresas y la mayor parte no supera los cuarenta años de edad. La medición de la emisión de obligaciones, se las realizó en base a sus características, sus garantías y covenants; dentro de las características se detalla el monto de emisión, la tasa de interés y el plazo; en cuanto a garantías se establecieron los montos de garantía sus tipos; y en lo que respecta a los convenants, se estudió la calificación de riesgo y el máximo de emisión, sin hacer de este último un mayor análisis, puesto que en el estudio se determinó que simplemente corresponde al ochenta por ciento de la garantía.

La medición de la creación de valor se la realizó a través del indicador EVA, este se aplicó a todas las empresas y en todo el período estudiado. También se analizó la relación que tiene cada componente de la emisión de obligaciones con la creación de valor. De esta manera se analizaron los resultados, en los cuales se determinó que los montos promedio de emisión superaron los siete millos de dólares. En promedio, las tasas de interés de las emisiones fueron mayores a las tasas pasivas referenciales del Banco Central del Ecuador, durante todo el período. Se emitieron obligaciones con un plazo promedio superior a tres años, pero menos a cinco años. Se observó que las garantías brindaron una cobertura de al menos cinco veces el monto emitido de obligaciones; en la mayoría de emisiones estas garantías fueron de tipo general. Las calificaciones de riesgo obtenidos por las empresas, no bajaron de tipo A en ningún caso, siendo la calificación predominante a lo largo del período la de tipo AA.

Los resultados de la creación de valor, a través del indicador EVA mostró que la mayoría de empresas objeto de estudio crearon un valor positivo durante el período analizado; siendo el monto y la tasa de interés de las emisiones, los componentes que mostraron mayor incidencia en la generación de valor.

**Descriptor:** características de emisión, creación de valor, covenants de emisión, emisión de obligaciones, financiamiento a largo plazo, garantías de emisión, grandes empresas, mercado bursátil, tasas de interés, valor económico agregado.

**UNIVERSIDAD TÉCNICA DE AMBATO**  
**FACULTAD DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA**  
**MAESTRÍA EN DIRECCIÓN FINANCIERA DE EMPRESAS**

**THEME:**

BONDS THROUGH THE STOCK MARKET AND THE CREATION OF VALUE  
IN ECUADORIAN COMPANIES DURING THE PERIOD 2013-2017

**AUTHOR:** Ingeniera Fernanda Anabel Zurita Sánchez

**DIRECTED BY:** Doctora Tatiana Alexandra Valle Álvarez Magíster

**DATE:** June 25th, 2019.

**EXECUTIVE SUMMARY**

The objective of this paper has been to study the issuance of bonds and the creation of value in Ecuadorian companies, during the period 2013-2017. The companies under study were forty-eight, were determined as such, to those Ecuadorian companies that they made at least two issues of bonds during the study period, because as it is based on several authors, the generation of value is attributed to the behavior of the companies; that is, it is not the result of a single event. A descriptive analysis of the companies was carried out, in terms of the city and branch to which they belong, as well as their age and size. It was determined that most belong to the branches of commerce and industry; almost all are large companies and most of them do not exceed forty years of age. The measurement of the issuance of bonds, were made based on their characteristics, their guarantees and covenants; within the characteristics, the issue amount, the interest rate and the term are detailed; in terms of guarantees, the guarantee amounts were established; and with respect to the covenants, the risk rating and the maximum emission were studied, without making the latter analysis, since in the study it was determined that it simply corresponds to eighty percent of the guarantee.



The measurement of the creation of value was made through the EVA indicator, this was applied to all companies and throughout the period studied. The relationship between each component of the issuance of bonds, and the creation of value was also analyzed. In this way the results were analyzed, in which it was determined that the average issuance amounts exceeded seven million dollars. On average, the interest rates of the issues were higher than the benchmark passive rates of the Central Bank of Ecuador, during the entire period. Bonds were issued with an average term of more than three years, but less than five years. It was noted that the guarantees provided coverage of at least five times the amount issued of bonds; in the majority of issues, these guarantees were of a general nature. The risk ratings obtained by the companies did not fall under type A in any case, with the AA rating being the predominant rating throughout the period.

The results of the creation of value, through the EVA indicator, showed that the majority of companies under study created a positive value during the period analyzed; the amount and the interest rate of the bonds, the components that showed the highest incidence in the generation of value.

**Keywords:** bonds characteristics, bonds guarantee, bonds covenants, creation of value, economic value added, interest rates, issuance of bonds, large companies, long-term financing, stock market.

## INTRODUCCIÓN

Las empresas ecuatorianas, recurren con frecuencia al financiamiento externo para dar continuidad a sus operaciones; es así, que se presenta el Mercado de Valores como una alternativa tanto de financiamiento como de inversión para las personas naturales y jurídicas. Desafortunadamente, el Mercado de Valores Ecuatoriano no ha sido aprovechado por las empresas, a diferencia de otros países, en donde poseen un Mercado de Valores mucho más explotado.

Uno de los títulos valores que se ofrecen en el Mercado Bursátil es la Emisión de Obligaciones, también conocidas como Bonos Corporativos. Estos, brindan a las empresas la oportunidad de financiarse al largo plazo y establecer las condiciones más óptimas para que, a través de este financiamiento puedan dar continuidad a sus operaciones y más aún logren la creación de valor económico.

En este trabajo, se estudia tanto la emisión de obligaciones a través del mercado bursátil, como la creación de valor en las empresas ecuatorianas durante el período 2013- 2017; así como la relación entre estas dos variables.

En el **Capítulo I**, se detalla el planteamiento del problema, la contextualización, el análisis crítico, la prognosis, formulación del problema, preguntas directrices, delimitación del objeto de investigación justificación y los objetivos que aportaron al entendimiento del problema de investigación.

En el **Capítulo II**, se da a conocer el marco teórico el cual está integrado por los antecedentes investigativos, fundamentación filosófica, fundamentación legal, categorías fundamentales y la hipótesis.

En el **Capítulo III**, se define la metodología de investigación, en el cual se presenta, el enfoque de la investigación, modalidad básica de la investigación, nivel o tipo de investigación, población y muestra, operacionalización de variables y el plan de recolección de la información.

En el **Capítulo IV**, se realizó el análisis y la interpretación de resultados de los indicadores aplicados y la comprobación de la hipótesis.

En el **Capítulo V**, se encuentra las conclusiones basados en los objetivos de la investigación.

En el **Capítulo VI**, se describe la propuesta al problema de estudio.

# CAPÍTULO I

## EL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

### 1.1 Tema de investigación

“Emisión de obligaciones a través del mercado bursátil y la creación de valor en las empresas ecuatorianas durante el período 2013- 2017”

### 1.2 Planteamiento del problema

#### 1.2.1 Contextualización

##### 1.2.1.1 Contextualización macro

Moreno, Vázquez, Hernández y Larios (2015) publican en su investigación que la Federación Internacional de Bolsas de Valores mide la importancia de los mercados accionarios en las economías a través de un indicador que compara la relación existente entre el nivel de capitalización bursátil y el producto interno bruto (PIB).

También mencionan que el número total de operaciones en todas las bolsas ha crecido en 596% durante el período 2000-2011, siendo la región de Asia-Pacífico la que realiza el mayor número de transacciones, seguida por América con 6,297, 184,900 y 5,348,477,900 transacciones en 2011, respectivamente. No sólo el crecimiento de los mercados de valores ha sido significativo, sino también la integración de los mercados ha sido extraordinaria, hecho que es producto de diversos factores, como la globalización financiera, la desregulación de los mercados y la eficiencia en la transmisión de la información, entre otros.

En el estudio se muestra que el país líder en el mercado de valores es Estados Unidos y los países que se consideran con mercados de valores de mayor capitalización en el mundo por zona horaria para el período 2009-2015 son Brasil, Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Shangai, incluyendo en el estudio a México.

En otro estudio más reciente, publicado en la página The Global Economy (2018), en base a los datos del Banco Mundial, se detallan los sesenta y cuatro países con mayor capitalización bursátil del año 2017, seguidamente se detallan los siete primeros países con su respectivo porcentaje:

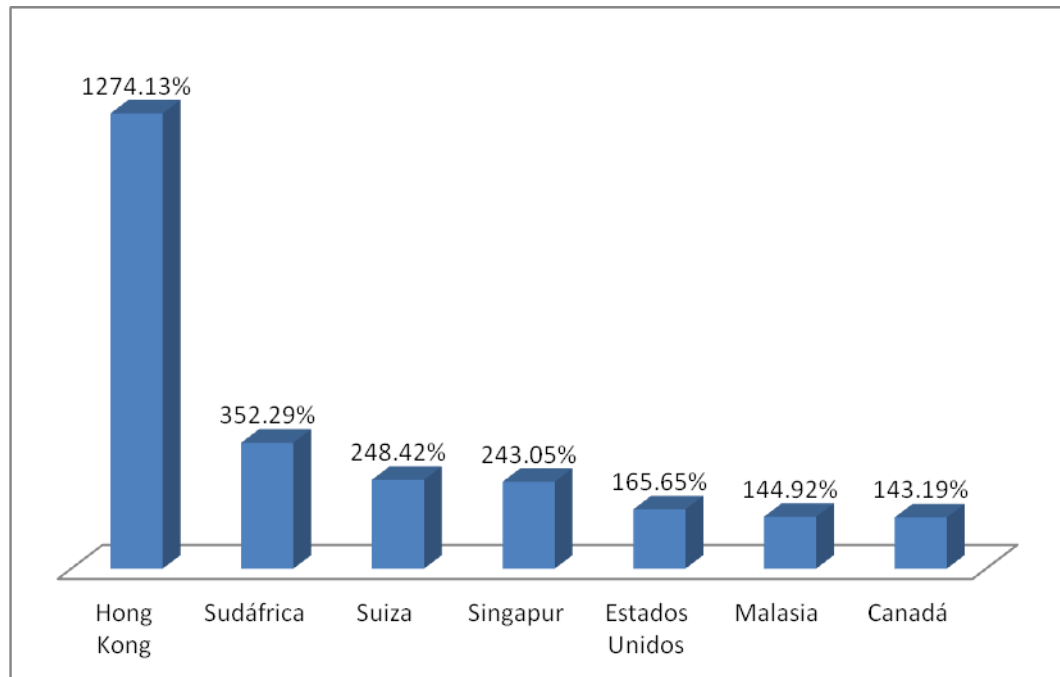


Figura 1 Países a nivel mundial con mayor capitalización bursátil como % del PIB en 2017

Fuente: The global economy (2018)

Es relevante mencionar también al famoso IBEX-35, que es descrito por la Bolsa de Madrid (2018) como el índice compuesto por los 35 valores más líquidos cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas. Este índice es usado como referente nacional e internacional y subyacente en la contratación de productos derivados.

A continuación, se describen algunos datos interesantes que se describen en el estudio realizado por García y Garrido (2017) sobre tendencias financieras del IBEX-35.

La siguiente es una gráfica en la que se evidencia una significativa disminución de las empresas que recurren a la banca como fuente de financiamiento durante el período 2010- 2015.

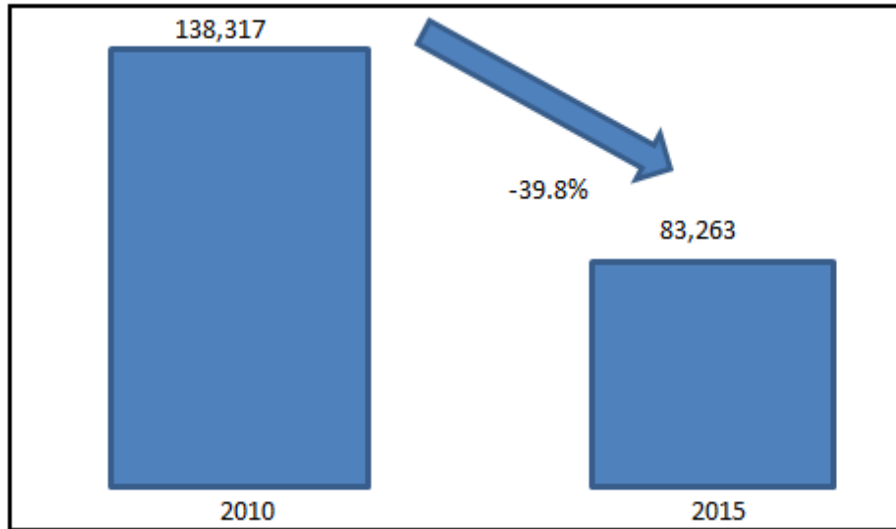


Figura 2 Financiación bancaria de las empresas no financieras del IBEX 35 en el período 2010-2015 (en millones de euros)

Fuente: García y Garrido (2017)

Por otro lado, existe también una gráfica en la que los autores permiten apreciar el aumento en la financiación a través de títulos de renta fija en el mercado de valores durante el mismo período 2010- 2015.

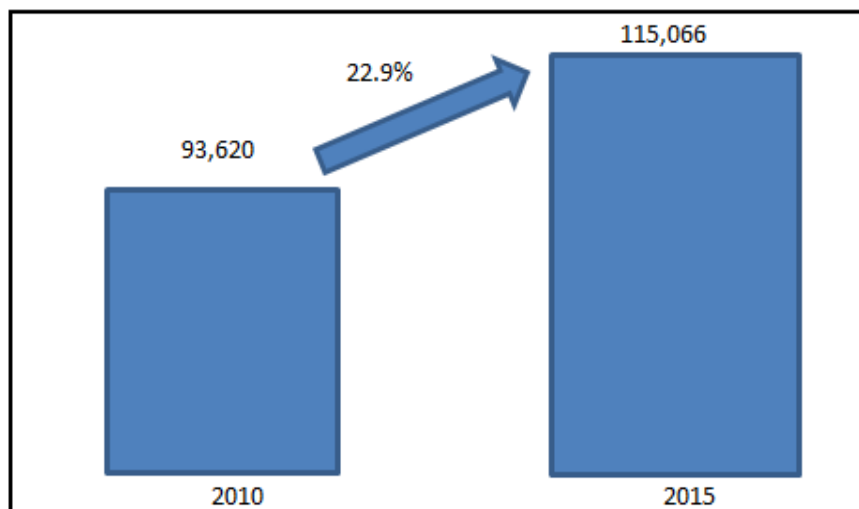
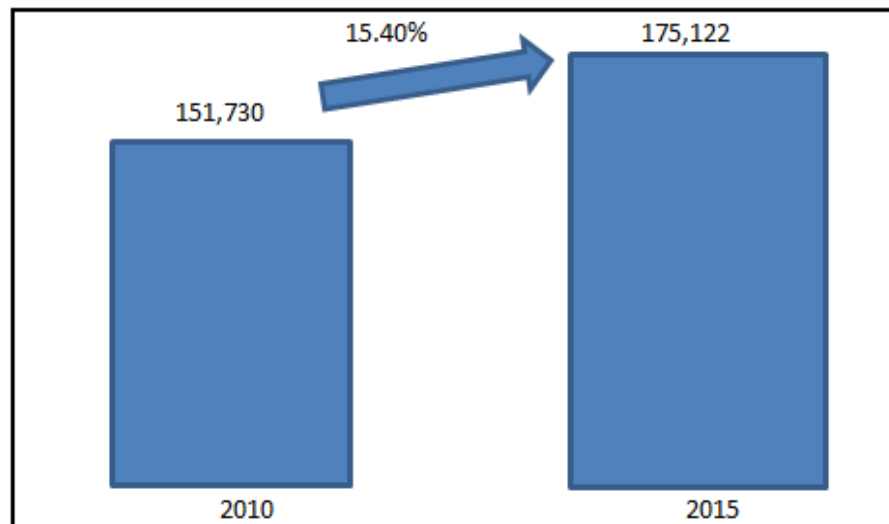


Figura 3 Financiación de mercado (renta fija) de las empresas no financieras del IBEX 35- Obligaciones, bonos y otros al cierre de 2010 y 2015 (en millones de euros)

Fuente: García y Garrido (2017)

En otra gráfica, se muestra un crecimiento del patrimonio neto de 23 empresas compañías tomadas del IBEX- 35 durante el período 2010- 2015, como se observa el mismo es de 15.4%, con esto se deduce una mejora continua de los fondos propios de

las compañías que utilizan el mercado de valores o mercado de capitales como fuente de financiamiento o inversión.



*Figura 4* Patrimonio neto de las empresas no financieras del IBEX 35 (2010-2015) en millones de euros al cierre de 2010 y 2015

Fuente: García y Garrido (2017)

Los resultados mencionados permiten comprender mejor por qué las empresas están sustituyendo el financiamiento a través de la banca, por el del mercado de valores que como se notó, es más apreciado en el tiempo por las grandes empresas; mismas que van obteniendo un crecimiento de sus fondos propios.

#### **1.2.1.2 Contextualización meso**

Con respecto a Latinoamérica, tomando este mismo indicador, se publican en la página *The global economy* (2018) los resultados de Chile, Perú, Brasil, Colombia y Argentina, pero los mismos se encuentran en los lugares número quince, treinta y tres, treinta y cuatro, cuarenta, y cincuenta y nueve, respectivamente. Es decir, la capitalización bursátil con relación al PIB de los países de Latinoamérica es mínima frente a otros países del mundo.

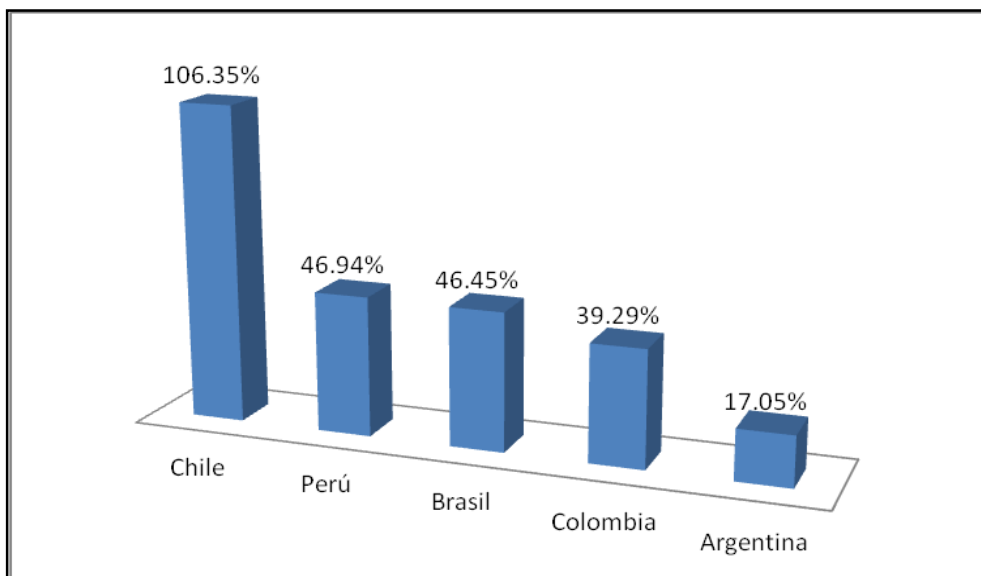


Figura 5 Países de Latinoamérica con su capitalización bursátil como % del PIB 2017.

Fuente: The global economy (2018)

Aragonés y Mascareñas (1994) mencionan en su artículo publicado que una de las razones más importantes por las que existen los mercados de valores es la liquidez, misma que describen como la facilidad con que los activos financieros se transfieren sin pérdida de valor.

Por todo lo anteriormente mencionado, se puede plantear que América Latina no explota los beneficios que se pueden obtener del mercado de valores, tanto por las empresas con necesidad de financiamiento como por las que buscan una oportunidad de inversión.

### 1.2.1.3 Contextualización micro

En el estudio de Duarte, Garcés y Sierra (2015), se menciona como los principales mercados de América Latina a Brasil, México, Chile, Colombia, Perú y Argentina para el periodo 2002-2014. Aun cuando el Mercado de Valores en América Latina es reducido, Ecuador no es considerado entre los principales de la región.

Según lo que narra la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador (2017), la Bolsa de Comercio como institución jurídica es el



origen del Mercado de Valores y señala el año de 1935 como constitución de la denominada

a Bolsa de Valores y Productos de Ecuador C. en Guayaquil, misma que desapareció en junio de 1936. Su efímera existencia se debió a que la oferta de títulos valores es mínima y sumada a una baja capacidad de ahorro del país.

En la página también se menciona que, en 1965, se crea la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional, que tenía como una de sus tantas actividades el promover la creación de las Bolsas de Valores en Ecuador. No fue sino hasta 1969, que por disposición del Presidente de la República que se establecieron las Bolsas de Valores, como compañías anónimas, en las ciudades de Quito (BVQ) y Guayaquil (BVG), controladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Por otra parte, en una publicación del diario El Comercio (2015), se menciona que el mercado bursátil en Ecuador aún es pequeño, pero sano. Los casos de ‘default’ - empresas que han caído en suspensión de pagos de sus obligaciones- son menos del 0,50%, si se toman en cuenta las emisiones realizadas entre los años 2005 y 2015, según la Bolsa de Valores de Guayaquil.

En el siguiente cuadro resumen, se establece la evolución de la capitalización bursátil de Ecuador desde el año 2011 al año 2017.

Tabla 1 *Evolución de la capitalización bursátil de Ecuador como porcentaje sobre el PIB durante el período 2011- 2017.*

AÑO	Capitalización Bursátil (miles de dólares)	PIB	% Capitalización bursátil/ PIB
2011	5,778,988	79,276,664	7.29%
2012	5,911,084	87,924,544	6.72%
2013	6,549,337	95,129,659	6.88%
2014	7,382,388	102,292,260	7.22%
2015	6,614,515	100,176,808	6.60%
2016	6,064,532	100,626,000	6.03%
2017	6,837,885	100,626,000	6.80%

Fuente: BVQ, BVG y Banco Central del Ecuador (2018)

Como se aprecia, el porcentaje de capitalización bursátil sobre el PIB ha sido relativamente estable durante el período 2011- 2017. Comparando este porcentaje correspondiente al año 2017, el cual es el 6.80%; con el porcentaje del mismo año de los cinco países de Latinoamérica con mayor representatividad en este indicador, como son por ejemplo Chile en primer lugar con un 106.35% y Argentina en quinto lugar con un 17.05%; se puede interpretar que el mercado accionario de Ecuador es sumamente reducido.

Hasta el momento se ha analizado un indicador muy importante del mercado de valores como es la capitalización bursátil; no obstante, en la siguiente gráfica también se representa la participación de las compañías en el mercado de valores de manera general, es decir considerando los emisores tanto de renta fija como variable por provincia.

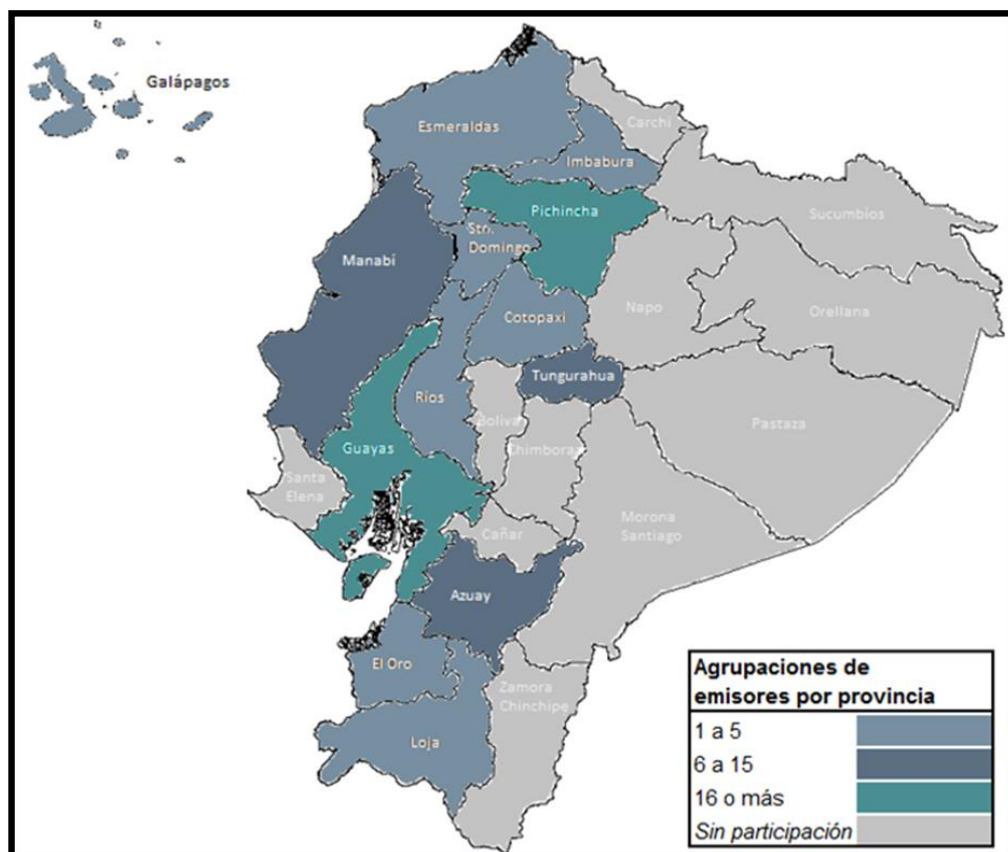


Figura 6 Participación de las compañías en el mercado de valores por provincia

Fuente: BVQ, BVG y Banco Central del Ecuador (2018)

Puesto que se han detallado algunos aspectos positivos que ofrece el mercado de valores, los datos analizados involucran un desaprovechamiento de la existencia de este mercado en el país, el cual no únicamente comprende compra- venta de acciones que pertenecen al grupo de renta variable, sino también otros títulos valores que serán nombrados más adelante en el presente estudio.

### 1.2.2 Análisis crítico

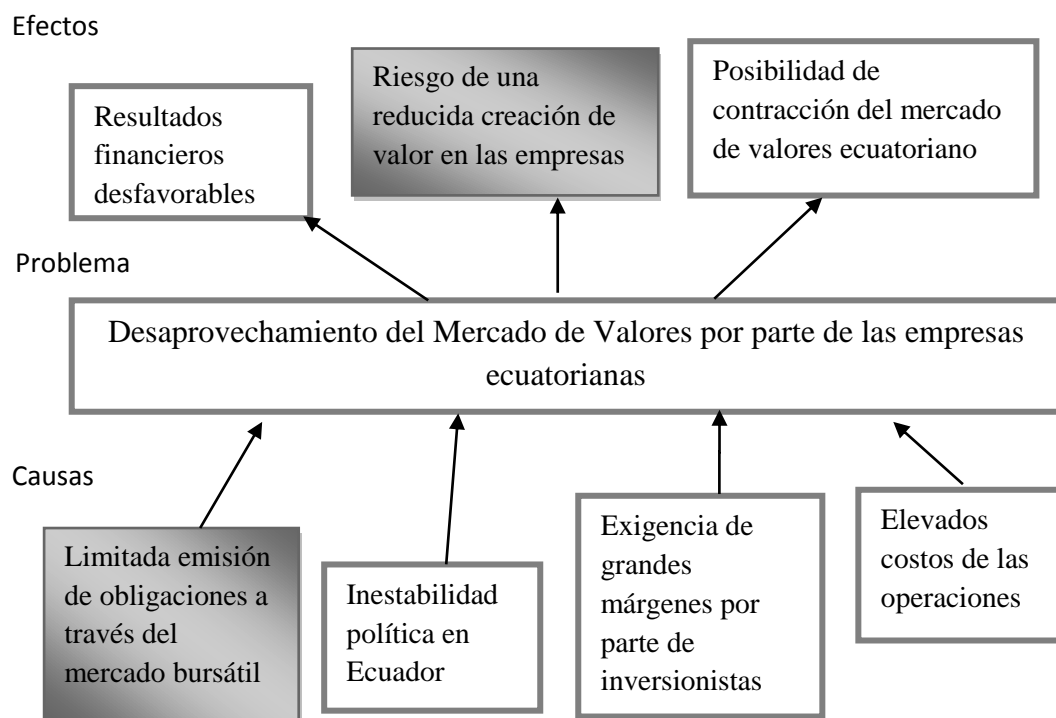


Figura 7 Árbol de problemas (2019)

Se plantean varias causas para el problema en cuestión y así también sus posibles efectos a futuro, de permanecer en el tiempo.

Pérez et al. (2015) también señalan que uno de los principales factores que dificultan el ingreso de dinero por parte de un inversionista al Ecuador es la inestabilidad política y la inseguridad jurídica debido a que los organismos reguladores de este tipo de operaciones no han desarrollado programas de captación para inversiones del exterior.

Para Méndez (2015) entre las razones para que no exista un buen aprovechamiento del Mercado de Valores en Ecuador están los costos de operación, ya que muchos participantes entre Casas de Valores, Calificadoras de Riesgo, etc. no muestran mucha flexibilidad a revisar los costos de transacción porque de ellos dependen sus ingresos de subsistencia. Costos que posiblemente se reducirían si la participación de las empresas en el mercado fuera mayor. De igual forma, menciona la exigencia de grandes márgenes por inversionistas que muestran una cercana conducta de especuladores más que de inversores.

Desde luego, las empresas buscan atraer la atención de los inversionistas, pero hay que tomar en cuenta que no pueden sacrificar su margen de retorno, ya que precisamente por ello acuden al Mercado de Valores.

Indudablemente otra de las causas de que las empresas ecuatorianas estén desaprovechando el Mercado de Valores es la limitada emisión de obligaciones a través del mercado bursátil. A continuación, se muestra que los títulos de renta fija son más negociados en monto que los de renta variable.

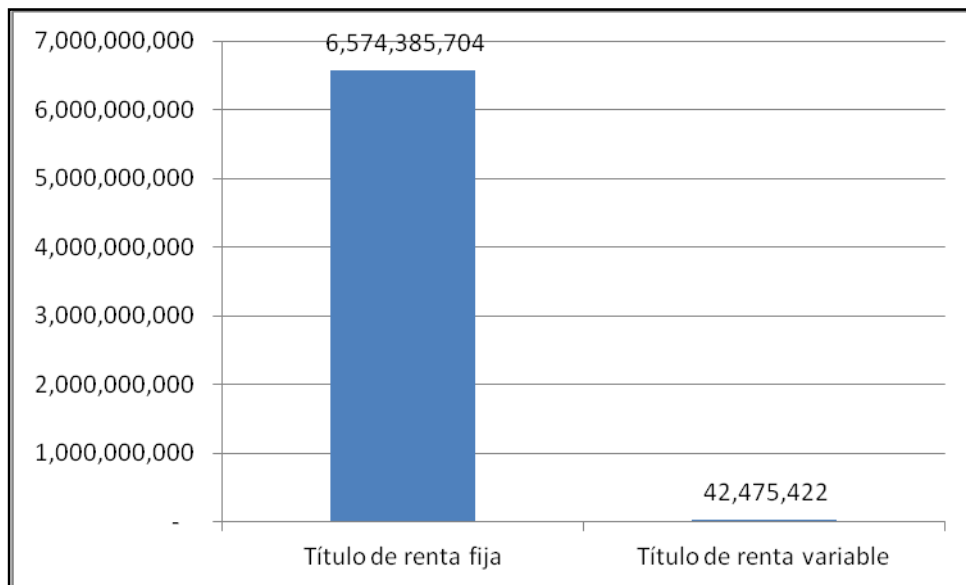


Figura 8 Comparación de montos negociados de título valores de renta fija y variable

Fuente: BVQ, BVG y Banco Central del Ecuador (2018)

Puesto que esta investigación se enfocará en el sector privado, se han seleccionado los títulos de renta fija más utilizados por las empresas como medio de financiamiento dentro del mercado de valores, y se grafica a continuación su evolución durante el período 2011- 2017.

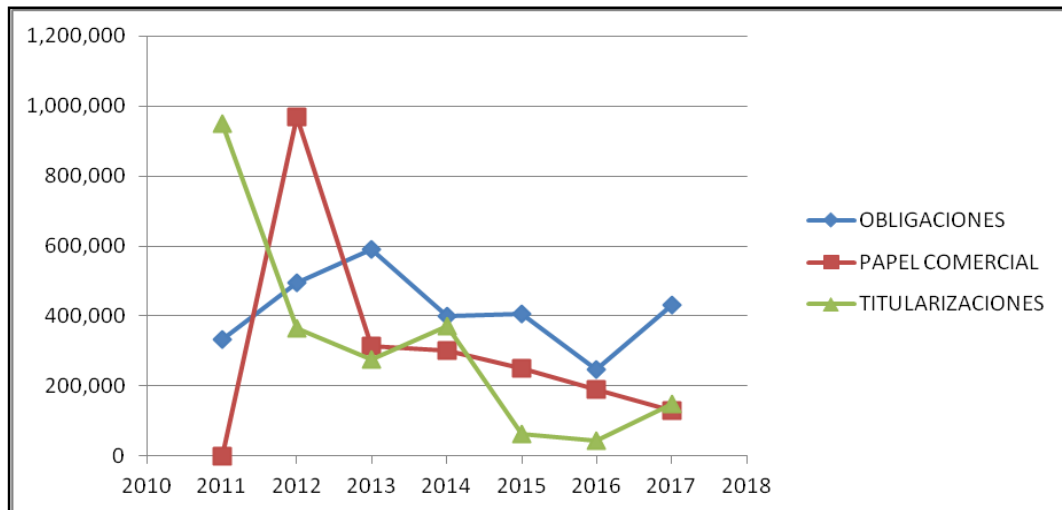


Figura 9 Evolución del monto de emisiones de títulos valores en Ecuador (En miles de dólares)

Fuente: Bolsa de valores de Quito (2018)

En base a las dos gráficas anteriores, se establece que dentro del grupo de títulos valores más negociado; que son los de renta fija, está la emisión de obligaciones, la cual muestra el comportamiento más estable de los tres títulos graficados.

En cuanto a los efectos, entre los posibles de esta problemática se mencionan resultados financieros desfavorables para aquellas empresas que no están haciendo uso de las oportunidades brindadas por el mercado bursátil ecuatoriano.

De igual manera, esto incide directamente en la creación de valor de dichas compañías, lo cuales serán verificados en la presente investigación en base a la información que proporciona la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador.

Uno de los mecanismos de negociación bursátil era la llamada Rueda de Viva Voz, donde se exponen las posturas de las negociaciones de valores entre operadores a manera de puja por voz, es decir, entre los “compro” y los “vendo” de quienes

participan en torno al llamado Corro. Dicho mecanismo desapareció en marzo de 2017 por normativa emitida. Esto lo publica el diario La Hora (2017).

Este último enunciado es señal de una posible contracción del mercado bursátil por falta de sujetos que busquen financiamiento o inversión con los títulos valores que ofrece este mercado.

### **1.2.3 Prognosis**

Para las empresas ecuatorianas, el no acceder a fuentes de financiamiento en el Mercado de Valores, principalmente debido a la limitada emisión de obligaciones; significa afrontar el riesgo de afectar la generación de valor.

De no solucionar este problema, se enfrentan al costo de oportunidad que representa dejar de fortalecer o mejorar su estructura financiera, lo que restringe así su crecimiento.

Cada año hay empresas que se constituyen en el país, pero así también empresas que tienen que liquidar por múltiples circunstancias como su iliquidez, su alto endeudamiento con instituciones financieras o su mínimo retorno de inversión, precisamente por el costo de financiamiento que implica el acudir a una Institución del Sistema Financiero (IFI).

Todos estos problemas serían solventados si las empresas empiezan a aprovechar la existencia de un mercado bursátil que brinda seguridad, transparencia y grandes oportunidades de conseguir financiamiento y/o inversiones con mejores tasas que el mercado financiero.

También como se ha mencionado ya, de no nacer un mayor interés por parte de las empresas ecuatorianas a participar en el Mercado de Valores, existe la posibilidad de que el mismo se contraiga o inclusive a largo plazo desaparezca, lo cual afectaría al mismo sector empresarial, al no contar con más alternativas para mejorar su situación financiera.

#### 1.2.4 Formulación del problema

¿La emisión de obligaciones a través del mercado bursátil incide en la generación de valor para las empresas ecuatorianas?

#### 1.2.5 Interrogantes (subproblemas)

¿Cuáles son las características de los programas de emisión de obligaciones que realizan las empresas ecuatorianas?

¿Han generado valor las empresas que han realizado emisión de obligaciones durante el período 2013- 2017?

¿Cuáles son los factores de relacionamiento entre las formas de emisión de obligaciones y sus características con la generación de valor?

#### 1.2.6 Delimitación del objeto de investigación

- **Campo:** Dirección Financiera de Empresas
- **Área:** Análisis estadístico y métodos cuantitativos para las finanzas, contabilidad gerencial, gerencia y análisis financiero, decisiones financieras y mercado de capitales.
- **Aspecto:** Aprovechamiento del mercado de valores por parte de las empresas ecuatorianas que realizan emisión de obligaciones a través del mercado bursátil.

- **Temporal:**

**Tiempo del problema:** Período 2013-2017

**Tiempo de investigación:** julio 2018- mayo 2019

- **Espacial:** Mercado bursátil de Ecuador

### **1.3 Justificación**

La presente investigación, se desarrolla bajo la línea de investigación de economía y desarrollo regional, puesto que fundamenta su importancia en el valor que ofrece el mercado bursátil tanto para las empresas como para las personas que buscan una alternativa de financiamiento o una oportunidad de inversión, con mejores tasas que las que ofrece el tradicional sistema financiero.

El posible impacto que tiene el promover el aprovechamiento del mercado de valores a nivel de Ecuador, sobre la creación de valor de las empresas de manera positiva, hace que esta investigación sea de interés nacional.

Vayas (2014), menciona al costo financiero competitivo, el satisfacer las necesidades de financiamiento a corto, mediano y largo plazo y el mejorar los ciclos de liquidez como ventajas que ofrece el mercado de valores. Lo cual reitera que dichos beneficios no están siendo aprovechados por las empresas ecuatorianas.

En el estudio realizado por Pérez et al. (2015), en el cantón Milagro a una muestra de 83 empresas se determina que existe un alto porcentaje (34,94%) de propietarios y gerentes que opinan que el invertir en el mercado de valores es algo muy bueno para sus empresas, en tanto un 42,17% manifiesta que esto es algo bueno para sus negocios, por lo que expresan que estos se dan cuenta que el mantener inversiones en el Mercado de Valores podría maximizar sus utilidades.

Se busca el que, a través de incursionar en el mercado de valores, la economía se dinamice de tal manera que las empresas puedan mejorar sus indicadores de creación de valor. Es por ello, que se precisan obtener datos reales y oportunos para este estudio, lo cual permitirá que el presente trabajo plantee interpretaciones más certeras de la realidad ecuatoriana en cuanto a su participación en un mercado diferente al financiero, enfocado a la emisión de obligaciones.

En base a los datos presentados acerca de la emisión de títulos valores de renta fija por parte de las empresas ecuatorianas, se presenta a continuación la representatividad del monto de emisión de obligaciones durante el período 2013-



2017. Como se apreciará; en todos los años, entre las obligaciones, papel comercial y titularizaciones, el título mayormente emitido en montos es la obligación.

Tabla 2 *Representatividad de la emisión de obligaciones frente al total de valores de renta fija emitidos en Ecuador durante el período 2013- 2017*

(En miles de dólares)

TÍTULO VALOR	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%	2017	%
OBLIGACIONES	\$592,050	50%	\$399,450	37%	\$406,700	56%	\$247,000	51%	\$431,550	61%
PAPEL COMERCIAL	\$315,700	27%	\$302,000	28%	\$249,900	35%	\$191,700	40%	\$130,600	18%
(Monto autorizado)										
TITULARIZACIONES	\$276,100	23%	\$372,400	35%	\$63,400	9%	\$44,000	9%	\$148,100	21%
<b>TOTAL</b>	<b>\$1,183,850</b>		<b>\$1,073,850</b>		<b>\$720,000</b>		<b>\$482,700</b>		<b>\$710,250</b>	

Fuente: Bolsa de valores de Quito (2018)

Actualmente, la economía se vuelve más competitiva en un mundo desde tiempo atrás ya globalizado, por lo cual es imperativo que optemos las mejores prácticas de los países que han alcanzado la catalogación de “desarrollados”. Esto permitirá crear una cultura de crecimiento empresarial y el fomento del análisis de instrumentos y herramientas que mejoran la gestión financiera de las compañías ecuatorianas.

## 1.4 Objetivos

### 1.4.1 Objetivo general

Estudiar la emisión de obligaciones a través del mercado bursátil y la creación de valor en las empresas ecuatorianas durante el período 2013- 2017

### 1.4.2 Objetivos específicos

- Analizar los programas de emisión de obligaciones a través de sus características, garantías y covenants, para identificar los factores clave.
- Evaluar la creación de valor de las empresas durante el período de estudio.

- Determinar factores de relacionamiento entre las formas de emisión de obligaciones con la generación de valor.

## CAPÍTULO II

### MARCO TEÓRICO

#### 2.1. Antecedentes investigativos

En el estudio realizado por Martínez, Cepeda y García (2013), se logró determinar que la emisión de obligaciones generó mayor valor para la empresa Colvanes S.A. de Colombia, que el financiamiento bancario. Para esto, los autores realizaron una proyección a cinco años del comportamiento financiero de la empresa; teniendo como base el año 2012, es decir, la proyección la realizaron para el período 2013-2017. Los resultados que obtuvieron fueron más favorables bajo el escenario de emisión de bonos que por financiamiento bancario, en cuanto a la generación de valor de la compañía.

La presente investigación se realizará sobre las empresas ecuatorianas que emitieron obligaciones durante el período 2013- 2017 con el fin de conocer la generación de valor de las mismas, y también factores de relacionamiento entre las emisiones y la creación de valor.

Por otro lado, Castro (2015) realizó el análisis a un caso de un grupo financiero llamado Bancolombia, en cuanto a la creación de valor a través de la emisión de bonos durante el año 2012. El autor logró estimar un aumento en el valor de la Compañía, mencionando que este efecto se relaciona con la reducción de costos de endeudamiento, aprovechamiento de beneficios tributarios y adecuado manejo de flujo de caja que originó la emisión de bonos por parte de la entidad.

Ramírez (2017) analizó la emisión de obligaciones realizada por la Empresa Energía de Colombia, con el fin de determinar la generación de valor de la empresa bajo tres escenarios. El primer escenario del estudio contemplaba los datos reales de la emisión, misma que se realizó en dólares en el mercado internacional; el segundo escenario es un supuesto de la emisión en pesos colombianos; y finalmente el tercer

escenario abarca un supuesto en el que la emisión mantiene su cobertura hasta el vencimiento.

La autora del mencionado estudio, luego de obtener los resultados de generación de valor, concluye que todos los escenarios la empresa analizada generó valor, pero el escenario con mejor resultado fue el segundo. También menciona que la razón de que la empresa realizó la emisión de deuda en el mercado internacional y no en el mercado de capitales locales por el poco desarrollado mercado de capitales en Colombia.

Las gráficas resultantes, se muestran a continuación, únicamente desde el año 2012 al año 2015, cabe recalcar que en el estudio se exponen los datos desde el año 2006.

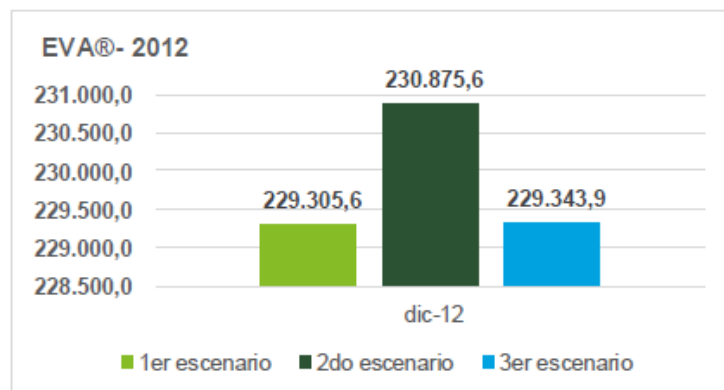


Figura 10 Generación de valor en la Empresa eléctrica de Colombia año 2012.

Fuente: Ramírez (2017)

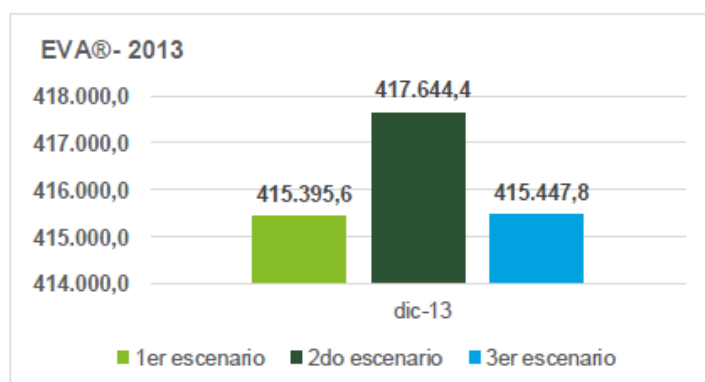


Figura 11 Generación de valor en la Empresa eléctrica de Colombia año 2013.

Fuente: Ramírez (2017)

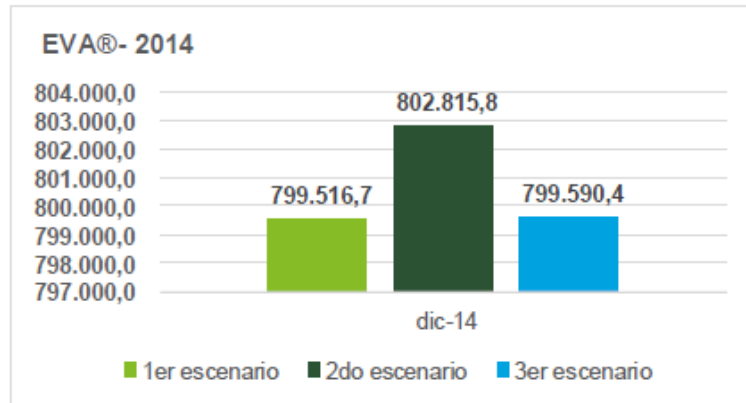


Figura 12 Generación de valor en la Empresa eléctrica de Colombia año 2014.

Fuente: Ramírez (2017)

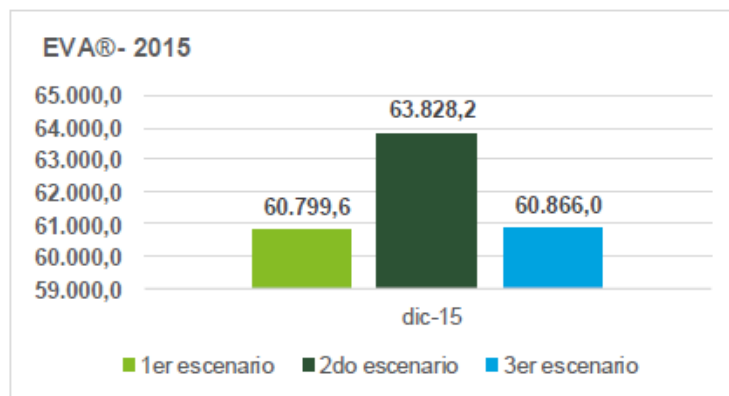


Figura 13 Generación de valor en la Empresa eléctrica de Colombia año 2015.

Fuente: Ramírez (2017)

## 2.2. Fundamentación filosófica

La presente investigación se fundamenta en el paradigma positivista porque el enfoque que predomina de la investigación es cuantitativo, el mismo que según indica Martínez (2013) busca un conocimiento sistemático, comprobable y comparable, medible y replicable.

Puesto que el presente estudio pretende la verificación, confirmación, inferencia e hipótesis deductiva mediante el análisis de resultados que se obtengan de la investigación.

### 2.3. Fundamentación legal

A continuación, se presenta una matriz resumen de la normativa vigente, aplicable al presente estudio, el cual consiste en la Ley del mercado de valores y en el Reglamento para la emisión de obligaciones y papel comercial.

Tabla 3 *Tabla resumen de la normativa ecuatoriana relacionada al mercado de valores.*

<b>Normativa/ Aspecto</b>	<b>Ley de Mercado de Valores</b>	<b>Reglamento para la emisión de obligaciones y papel comercial</b>
	Art. ...- Principios rectores del mercado de valores	
<u>Mercado de valores</u>	Art. 3.- Del mercado de valores: bursátil, extrabursátil y privado Art. 4.- De la intermediación de valores y de los intermediarios Art. 11.- Concepto y alcance Art. 12.- De los requisitos Art. 13.- Del prospecto Art. 14.- De la responsabilidad sobre la información	
<u>Oferta pública</u>	Art. 16.- Exenciones a los requisitos de oferta pública Art. 17.- Suspensión o cancelación de oferta pública  Art. 164.- Del proceso de emisión	
<u>Emisión de obligaciones</u>		Art. 2.- De la facultad para emitir obligaciones Art. 3.- De la colocación de las obligaciones Art. 4.- Del plazo de las obligaciones Art. 5.- De la fecha de emisión Art. 6.- Del destino de la emisión Art. 7.- Del contenido de los títulos representativos de las obligaciones

Fuente: Ley del mercado de valores (2008), Reglamento para la emisión de obligaciones y papel comercial (2002)

## **2.4. Categorías fundamentales**

### **2.4.1. Visión dialéctica de conceptualizaciones que sustentan las variables del problema**

#### **2.4.1.1. Marco conceptual variable independiente**

Los mercados bursátiles. - están compuestos por una multitud de activos financieros negociables, es por ello que para simplificar el comportamiento del mercado y la tendencia que sigue, se crean índices bursátiles compuestos por los valores más representativos del mercado, estos pueden ser generales o específicos según el país, el área o la industria que se quiera seguir. (Céspedes López, 2017)

En la página web de la Bolsa de valores de Quito (2017), se exponen los siguientes conceptos:

Títulos de renta fija. - Son aquellos cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que está predeterminado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes. Dentro de esta clasificación, existen diferentes tipos de valores: Los valores de corto plazo con tasa de interés, los valores de corto plazo con descuento, valores de largo plazo y otros valores; el concepto de cada uno que define la Bolsa de valores de Quito (2017), se detalla a continuación:

- Valores de corto plazo con tasa de interés.

Son valores cuyo plazo de vigencia total es menor a los trescientos sesenta días (1 – 360) y devengan una tasa de interés. Entre ellos se ubican pagarés, pólizas, certificados de depósito, de inversión y de ahorro. En el mercado de valores destaca el papel comercial como valor de corto plazo con tasa de interés.

- Valores de corto plazo con descuento.

Son valores cuyo plazo de vigencia total supera los trescientos sesenta días y al no devengar tasa de interés, su rendimiento se determina por el descuento en el precio

de compra – venta. Entre estos títulos destacan los cupones, letras de cambio, certificados de tesorería y títulos del Banco Central.

- Valores de largo plazo.

Son valores de deuda cuyo plazo de vigencia total es mayor a 360 días y devengan una tasa de interés. Entre estos tenemos los siguientes: Bonos del Estado, cédulas hipotecarias, obligaciones y valores de titularización.

- Otros valores.

Notas de crédito, son valores emitidos el Servicio de Rentas Internas, que sirven para pagar impuestos o tributos, es decir en operaciones de crédito tributario. No tienen un plazo de vencimiento ni devengan interés, son negociados en bolsa en base a precio.

En cuanto al concepto de emisión de obligaciones, también llamadas bonos, se describe a continuación:

Emisiones de obligaciones. - Son activos financieros de deuda, también llamados bonos, en donde el prestatario emite unos papeles de deuda los cuales van a ser adquiridos por diversos inversionistas o tenedores de los bonos los cuales, por la compra del bono, recibirán un pago de intereses, que dependerán de la tasa cupón de la emisión del bono y la devolución del principal. Existen diversos tipos de bonos entre los cuales existen los siguientes (Brealy, Myers, & Allen, 2010)

Un bono. - Es una obligación a largo plazo por el dinero que se ha pedido prestado. Es una promesa para pagar intereses y reembolsar el dinero recibido en préstamo en los términos especificados en un documento llamado contrato de emisión de bonos. (Emery y Finnerty, 2000)

Monto de emisión. - Su valor total se calculará utilizando la cotización vigente a la fecha de realización de la Junta de Accionistas o de Socios que resolvió sobre la emisión. (Resolución No. CNV-010-2002, 2002)



Tasa de interés. - Tiene un papel central en la determinación del gasto de inversión y el ahorro, con una relación inversa entre la tasa de interés y la inversión, y, directa con el ahorro, con base en lo cual se postula que el ahorro antecede la inversión (teoría del ahorro ex-ante), el dinero es neutro y, la flexibilidad de la tasa de interés garantiza el equilibrio entre el ahorro y la inversión. (Levy Orlik, 2012)

La tasa de interés representa el importe del alquiler del dinero. Dado que los montos de intereses son dinero lo mismo que el capital, este importe se presenta normalmente como un porcentaje que se aplica al capital por unidad de tiempo; a este valor se le denomina tasa de interés. (Buenaventura Vera, 2003)

Plazo de valores. - El plazo de las obligaciones será establecido en días por el Emisor. En ningún caso el plazo de redención de las obligaciones podrá ser superior al plazo de existencia legal de la compañía emisora. (Resolución No. CNV-010-2002, 2002)

Garantía. - La garantía se considera un mecanismo que mitiga la selección adversa y el racionamiento del crédito, así como otras ineficiencias que surgen cuando los prestatarios mantienen información privada. (Zorrilla Salgado & Rodríguez Brito, 2010).

Toda emisión estará amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica. Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos. Por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica. (Ley de mercado de valores, 2008)

Plan de pagos. - Serie de pagos correspondientes a una combinación entre pago de intereses y de capital. (Castro, 2015)

Sistemas de sorteos y rescates anticipados. - Las obligaciones se redimirán al vencimiento del plazo, o anticipadamente, mediante sorteos, procedimiento que deberá constar en la escritura pública de emisión. (Resolución No. CNV-010-2002, 2002)

Lugar y fecha de pago. - Son datos que deben constar en los títulos representativos de las obligaciones. (Resolución No. CNV-010-2002, 2002)

Serie de los títulos. - La serie y el número permiten identificar los bonos, los cuales se caracterizan por ser emitidos en forma masiva a favor de tomadores indeterminados. (Arcila, 2013)

Destino de recursos. - Los recursos que se captan a través de una emisión de obligaciones no podrán destinarse a la adquisición de acciones u obligaciones emitidas por integrantes de grupos financieros y compañías de seguros privados o sociedades mercantiles que estén vinculadas con el emisor de las obligaciones, de conformidad con las normas de vinculación expedidas por el Consejo Nacional de Valores. (Resolución No. CNV-010-2002, 2002)

Indicación de ser a la orden o al portador. - Si los valores constan en un soporte cartular pueden emitirse nominativos, a la orden o al portador. Si son nominativos circularán por cesión cambiaria inscrita en el registro del emisor; si son a la orden por endoso; si son al portador por su simple entrega. (Ley de mercado de valores, 2008)

Límite de endeudamiento del emisor. - Información que debe constar en los títulos representativos de las obligaciones. (Resolución No. CNV-010-2002, 2002).

Representante de obligacionistas. - Según dictamina la Ley de Mercado de Valores en su artículo 165, la empresa que emite las obligaciones debe celebrar un contrato con una representante de los obligacionistas, que no es más que una persona jurídica que se encargará de velar porque se cumpla el pago que ofrece la emisora con aquellas personas que adquieran los títulos de valor mientras dure el plazo de vigencia, protegiendo los derechos e intereses de los obligacionistas. (Morán, Rodríguez, Viejo y García, 2016).

Agente pagador. - Los emisores de obligaciones designarán un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia emisora o una institución financiera sujeta al control

de la Superintendencia de Bancos y Seguros. No podrá actuar como Agente Pagador el representante de los obligacionistas. (Resolución No. CNV-010-2002, 2002).

Calificación de riesgo. - Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores. Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida el C.N.V. (Ley de mercado de valores, 2008).

La definición de cada calificación según la Superintendencia de Bancos (2018) se detalla en el Anexo 1.

#### **2.4.1.2. Marco conceptual variable dependiente**

Gestión financiera. - Propender a que todas las actividades encuentren su materialización en términos económico-financieros. Este proceso debe realizarse a través de una administración óptima y transparente, en procura de generar competitividad y confianza dentro de la proyección de la organización hacia su sociedad. (Terrazas 2009)

Análisis financiero.- Es un complemento tanto de la teoría de las finanzas como de la práctica contable y forma parte de un sistema o proceso de información cuya misión es aportar datos que permitan no solo conocer la situación actual de la empresa, sino realizar un pronóstico futuro. (Gil, 2004)

El análisis financiero se basa en el cálculo de indicadores financieros que expresan la liquidez, solvencia, eficiencia operativa, endeudamiento, rendimiento y rentabilidad de una empresa. (Cabrera, Fuentes y Cerezo, 2017)

El análisis financiero es fundamental para evaluar la situación y el desempeño económico y financiero real de una empresa, detectar dificultades y aplicar correctivos adecuados para solventarlas. (Nava, 2009)

Según señala Castaño y Arias (2013), el análisis financiero se define como "un proceso que interpreta y estudia la situación económico-financiera de un ente económico, no sólo desde el punto de vista de los estados financieros sino de manera completa, contextualizada y estructural.

Creación de valor. - En términos financieros, una decisión, acción, inversión o transacción propende por la creación de valor cuando es capaz de retornar un monto de dinero superior a lo invertido inicialmente, y es posible cubrir todos los costos asociados, involucrando los costos de oportunidad de los recursos invertidos. (Ramírez, Carbal y Zambrano, 2012)

Valor económico agregado (EVA- Propiedad de la firma neoyorquina Stern Stewart).  
- Trata de medir el valor que agrega un proyecto a la firma o el valor que genera la firma en un determinado período. Tiene en cuenta que esa generación de valor debe resultar después de que se ha recuperado lo correspondiente a la inversión y a la remuneración que deben recibir los que prestan el dinero (intereses) y los que aportan el capital (rendimiento de los accionistas). (Vélez, 2000)

El EVA es un indicador que pretende medir la creación de valor durante un período específico. Para ello, compara el resultado realmente obtenido por la organización, con el que debería haberse logrado, si los recursos se hubieran invertido en una actividad de similar nivel de riesgo. (Ramírez; Carbal; Zambrano; 2012)

Inversión recuperada y valor agregado (IRVA).- Es otra medida propuesta para evaluar si se genera o no, valor económico agregado. Se trata de determinar cuánto queda del flujo de caja libre real para recuperar la inversión y generar valor agregado. En este caso es necesario tener en cuenta todo lo que el flujo de caja libre ha recuperado de la inversión en períodos anteriores. (Vélez, 2000)

Valor de mercado agregado (MVA).- Es una medida acumulativa del desempeño empresarial. Dicha valuación refleja qué tan exitosamente se han ido creando riquezas para el negocio, (Valor del Negocio), así como la inversión de su capital en el pasado y una proyección de cómo sería el negocio si crearan valores económicos;

en suma, da una pauta a seguir a los responsables administrativos de la organización. Así las cosas, maximizar el MVA debería ser el objetivo primario de las empresas interesadas en brindar el mayor beneficio económico a sus accionistas. (Ramírez; Carbal; Zambrano; 2012)

Valor presente neto (VPN).- Actúa en consecuencia y toma decisiones que aumentan el valor de la firma y deberá escoger o diseñar los instrumentos que más se adecuen a sus decisiones. (Vélez, 2000)

VPN, es una medida de la creación de valor para una empresa, asociado a las diversas alternativas y en particular a aquellas que se aceptan como buenas. Lo que mide el VPN es el valor adicional que aporta una alternativa al valor de la firma, sobre las alternativas de referencia que se desechan. (Vélez, 2000)

El Retorno sobre la inversión (ROI).- Una empresa está creando valor siempre que el retorno sobre el capital invertido (ROI) supere el costo de los recursos que financian sus inversiones (costo de capital). (Radi y Bolívar, 2007).

Retorno sobre los activos (ROA). - Rentabilidad del activo, calculada como el cociente entre la utilidad neta y el activo total. (Lagos, Soto, Betancourt, Enríquez y Gómez, 2017)

En el estudio realizado por Chivite Cebolla & Enciso de Yzaguirre (2015) el ROA es utilizado como indicador de medición de la creación de valor de 122 empresas españolas, analizando su relación con la responsabilidad social corporativa.

### 2.4.2. Gráficos de inclusión interrelacionados

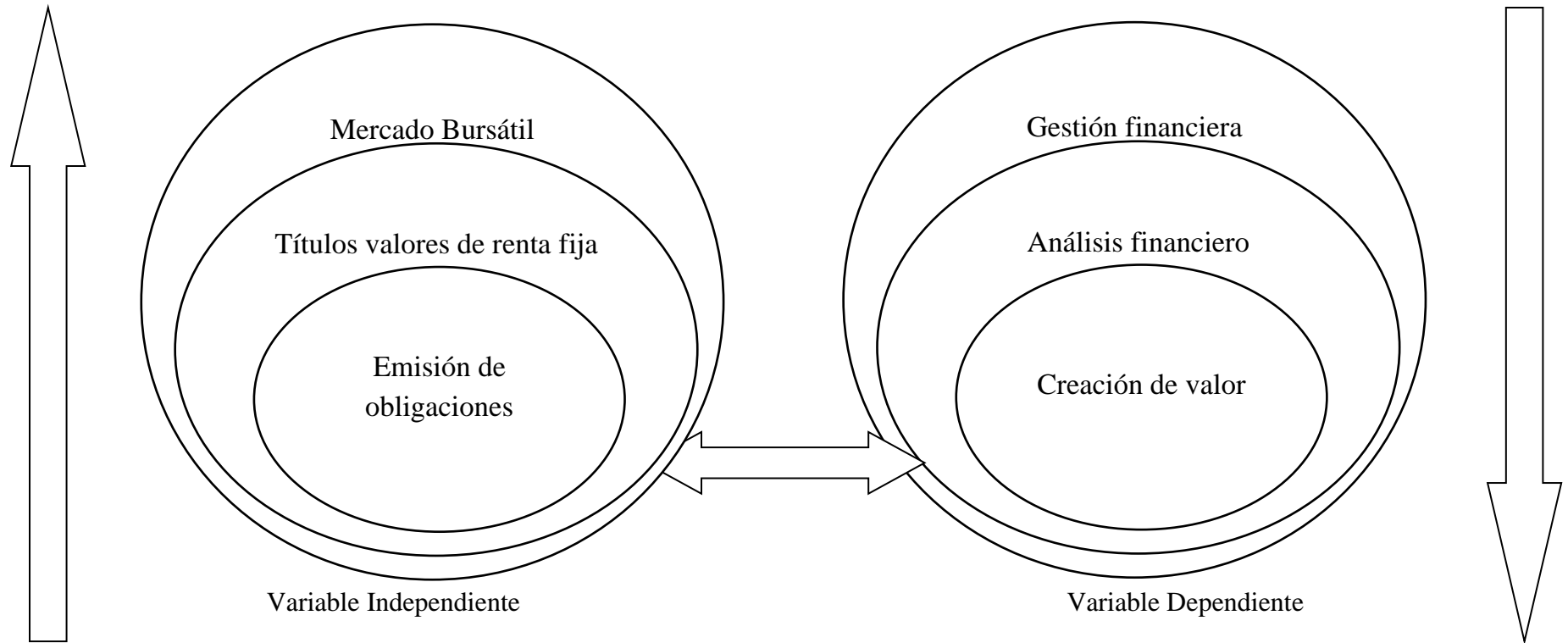


Figura 14 Superordinación conceptual

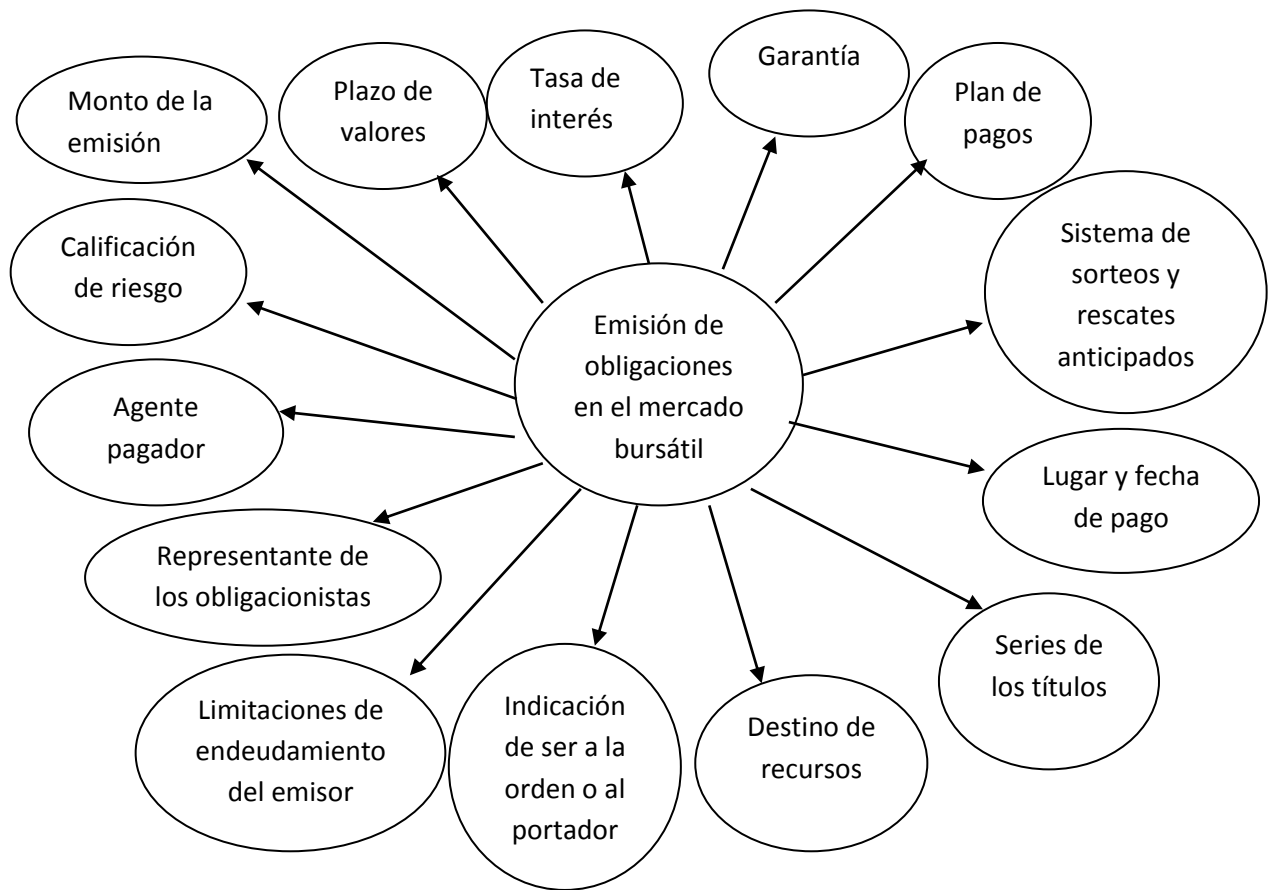


Figura 15 Subordinación conceptual variable independiente

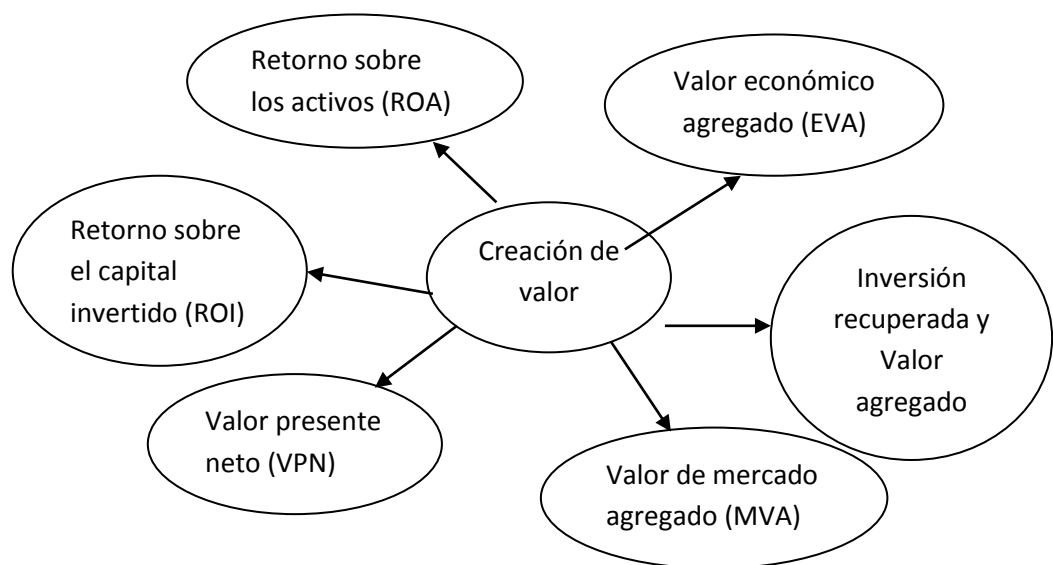


Figura 16 Subordinación conceptual variable independiente

## 2.5. Hipótesis

Las empresas ecuatorianas que realizaron emisión de obligaciones a través del mercado bursátil durante el período 2013- 2017 crearon valor.

## 2.6. Señalamiento variables de la hipótesis

- **Variable independiente:** Emisión de obligaciones a través del mercado bursátil.
- **Variable dependiente:** Creación de valor
- **Unidad de observación:** Empresas ecuatorianas
- **Términos de relación:** Su efecto, en



## CAPÍTULO III

### METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

#### 3.1. Enfoque

Esta investigación es predominantemente cuantitativa ya que las variables de estudio serán estudiadas con datos numéricos. Las características de la primera variable; es decir, la emisión de obligaciones, básicamente tratan de las condiciones financieras en las que se establece cada emisión. Tanto el monto, la tasa, el plazo, la garantía componen información netamente cuantitativa.

Inclusive el tipo de garantía que puede ser general o específica, recae en información cuantitativa, puesto que como lo indica la Ley de mercado de valores del Ecuador (2008), las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos y la garantía general comprende la totalidad de los activos no gravados; es decir, el tipo de garantía que elija el emisor, depende de la valoración de los activos que posea cada.

Por otro lado, la calificación de riesgo hace referencia a lo relacionado con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, esto es lo que indica la revista Ekos (2018). Por lo tanto, de igual manera la calificación se basa en información económica de la compañía emisora.

Este enfoque cuantitativo, como lo conceptualiza Hernández, Fernández y Baptista (2010), manifiesta que se utiliza la recolección de datos para probar hipótesis, con base en la medición numérica.

### **3.2. Modalidad básica de la investigación**

#### **Investigación bibliográfica-documental**

Tanto para la variable de emisión de obligaciones, cuya información se obtuvo de los prospectos de emisión; como en el caso de la creación de valor, mediante el cálculo del indicador EVA, tomando los datos de los estados financieros de las empresas en estudio; se estableció la necesidad de obtener información de fuentes secundarias. Por lo cual, esta investigación utilizó páginas oficiales como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Bolsa de valores de Quito y Guayaquil, disponibles a la fecha en que se realizó el procesamiento de esta información.

Por lo antes expuesto esta investigación se constituye en bibliográfica- documental; que concuerda con lo que señala (Arias F., 2006), para quien, la investigación documental es un proceso basado en la búsqueda, recuperación, análisis, crítica e interpretación de datos secundarios, es decir, los obtenidos y registrados por otros investigadores en fuentes documentales: impresas, audiovisuales o electrónicas.

### **3.3. Nivel o tipo de investigación**

La presente investigación aplicó el método deductivo, el cual según Bernal (2010, pág. 59), consiste en tomar conclusiones generales para obtener explicaciones particulares. Este método inicia con el análisis de los postulados, teoremas, leyes, principios, etcétera de aplicación universal y de comprobada validez para aplicarlos a soluciones o hechos particulares.

Por lo que, se efectuó una revisión general de los prospectos de emisión de obligaciones de las empresas para luego realizar un análisis de cada característica de la emisión; y de la misma manera se procedió con la variable generación de valor.

## **Investigación longitudinal**

Esta investigación es de tipo longitudinal, puesto que abarcó el período 2013- 2017 para el estudio de las dos variables. De acuerdo a lo que indican Cook y Ware (1983), un estudio longitudinal es aquel en el que un mismo individuo es observado en más de una ocasión. Lo cual sucede en este trabajo de estudio, puesto que el período señalado proporciona la información más reciente disponible en las páginas gubernamentales de las cuales se descargaron los datos.

## **Investigación descriptiva**

De igual manera, la presente investigación es descriptiva ya que, en base a las variables de estudio, se procuró determinar factores de relacionamiento entre las mismas. Y según indica Arias (2006), la investigación descriptiva consiste en la caracterización de un hecho, fenómeno, individuo o grupo, con el fin de establecer su estructura o comportamiento.

### **3.4. Población y muestra**

#### **3.4.1. Población**

Se han identificado ciento noventa y seis empresas ecuatorianas que han emitido obligaciones durante el período 2013- 2017, según lo publicado por la Bolsa de valores de Quito (2018).

La población o universo es un conjunto de todos los elementos que se estudian, acerca de los cuales intentamos sacar conclusiones (Levin, Rubin y Murria, 1996).

La población se detalla en la siguiente tabla:

Tabla 4 *Listado de las empresas ecuatorianas que realizaron emisión de obligaciones a través del mercado bursátil durante el período 2013- 2017*

<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>	<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>
1	CREDITOS ECONOMICOS CREDICOSA S.A.	99	PANAKRUZ - PRIMERA EMISION
2	MEDICINA PARA EL ECUADOR MEDIECUADOR HUMANA S.A.	100	BANCO DE GUAYAQUIL
3	CORPORACION SAMBORONDON S.A. CORSAM	101	DEXICORP S.A.
4	GRIFINE S.A.	102	FERRO TORRE
5	CALBAQ S.A.	103	CASA GANGOTENA
6	BANCO GENERAL RUMIÑAHUI	104	COFINA
7	METALES INYECTADOS METAIN S.A.	105	INPAECSA
8	CÍA. IMPORTADORA REGALADO S.A.	106	TUBERIAS PACIFICO S.A. TUPASA
9	CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL	107	EDESA
10	RYC S.A.	108	EXPORTCREDIT
11	PLASTICOS DEL LITORAL PLASLIT S.A.	109	MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHASA
12	JAROMA S.A.	110	INTEROC
13	EUROFISH S.A.	111	AVICOLA FERNANDEZ
14	FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.	112	ALMACENES BOYACA
15	AGENCIA NAVIERA AGNAMAR S.A.	113	AUDIOVISION ELECTRONICA AUDIOLEC S.A.
16	ESCULAPIO S.A.	114	EMPACADORA BILBO S.A. - BILBOSA
17	TELCONET S.A.	115	AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A.
18	LA CASA DEL ELECTRODOMÉSTICO ELECTROEXITO S.A.	116	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA S.A.

<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>	<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>
	CORPORACION DE		
19	DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS CTH S.A.	117	ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CIA.LTDA
20	ECUAFONTES S.A.	118	ECUATORIANA DE GRANOS S.A. ECUAGRAN
21	AUTOMOTORES DEL VALLE VALLEMOTORS S.A.	119	EUROFERT
22	BANCO PICHINCHA C.A.	120	ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOVILIARIA Y CONSTRUCCION - ESEICO II
23	PF GROUP S.A.	121	ADITEC ECUATORIANA CIA. LTADA.
24	INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL	122	CEPSA S.A.
25	NOVACERO S.A.	123	MODERNA ALIMENTOS S.A.
26	BASESURCORP S.A.	124	MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.
27	CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.	125	PROVEFRUT S.A.
28	HOTEL BOULEVARD S.A.	126	OPTICA LOS ANDES AUTOMOTORES
29	ATU ARTÍCULOS DE ACERO S.A.	127	LATINOAMERICANOS S.A. AUTOLASA
30	ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA	128	ALIMENTS A DIETAS Y ALIMENTOS S.A.
31	EXOFRUT S.A.	129	VEPAMIL
32	ETINAR S.A.	130	INDUSTRIAS UNIDAS
33	UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. cc	131	SUMESA
34	MAREAUTO S.A.	132	DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERIA - DILIPA
35	STOREOCEAN S.A.	133	ARTEFACTA
36	PLASTIGOMEZ S.A.	134	CORPSUPERIOR

<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>	<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>
37	DISTRIBUIDORA IMPORTADORA DIPOR S.A.	135	CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.
38	INDUAUTO S.A.	136	FECORSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL
39	CASA MOELLER MARTINEZ C.A.	137	FERREMUNDO S.A.
40	INCABLE S.A.	138	AGRIPAC S.A.
41	FECORSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A.	139	NATURISA S.A.
42	DITECA S.A.	140	BANCO DE MACHALA
43	COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ S.A.	141	PLASTICOS RIVAL
44	AZULEC S.A.	142	RIPCONCIV CONSTRUCCIONES CIVILES
45	SUPERMERCADO DE COMPUTADORAS COMPUBUSSINES CIA. LTDA.	143	FIRMESA INDUSTRIAL
46	BANCO BOLIVARIANO C.A. IMPORTADORA INDUSTRIAL	144	OCEANFISH S.A.
47	AGRÍCOLA DEL MONTE SOCIEDAD ANÓNIMA INMONTE	145	OCEANBAT
48	INTELEQ S.A.	146	INCUBADORA ANDINA S.A.
49	ANGLO AUTOMOTRIZ SOCIEDAD ANÓNIMA ANAUTO	147	IMPEXAZUL
50	NEDERAGRO	148	UNION FERRETERA - UNIFER
51	FRUTERA DEL LITORAL CIA. LTDA.	149	BANCO DEL PACIFICO
52	FIGURETTI S.A.	150	DUPOCSA S.A.
53	PRODUCTORA MAR VIVO S.A. PROMARVI	151	AUTOMOTORES Y ANEXOS
54	PICA PLÁSTICOS INDUSTRIALES C.A.	152	INDUSTRIAS OMEGA
55	PYCCA S.A.	153	DANIELCOM EQUIPMENT SUPPLY

<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>	<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>
	DISTRIBUIDORA DE MADERAS		
56	COMPAÑÍA LIMITADA DISMA C. LTDA.	154	AUTOFENIX S.A.
57	PRODUCTORA CARTONERA	155	MUNDY HOME MUNME
58	SIMED S.A.	156	BANCO D-MIRO
59	REYBANPAC, REY BANANO DEL PACIFICO C.A.	157	DIPAC
60	CORPORACIÓN DÉLICO CIA. LTDA.	158	BIOFACTOR
61	EMPRESA PROVEEDORA DE MOTORES EMPROMOTOR CIA. LTDA.	159	SUPRAPLAST
62	TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A.	160	ECUAIMCO
63	EXTRACTORA AGRÍCOLA RÍO MANSO EXA S.A.	161	CORPORACION JARRIN HERRERA
64	LA FABRIL S.A.	162	INDEUREC S.A.
65	AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.	163	VECONSA S.A.
66	ASISERVY S.A. OPERADORA Y PROCESADORA	164	PRODUBANCO
67	DE PRODUCTOS MARINOS OMARSA S.A.	165	MEDEPORT S.A.
68	CAMPO SANTOS DEL ECUADOR	166	CARTIMEX S.A.
69	INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS ILE C.A.	167	TEOJAMA COMERCIAL S.A.
70	FARMAENLACE CIA. LTDA.	168	SUPERDEPORTE S.A.
71	TUVAL S.A.	169	SERTECPET S.A.
72	MUEBLES EL BOSQUE S.A.	170	RENTECO COMPUTADORES Y EQUIPOS
73	ESLIVE S.A.	171	COMPUEQUIP DOS S.A.

<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>	<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>
74	INDUSUR INDUSTRIAL DEL SUR S.A.	172	INTACO S.A
75	ENVASES DEL LITORAL S.A.	173	SURPAPEL CORP S.A.
76	CENTURIOSA S.A.	174	FADESA
77	Soluciones Para Hotelería y Gastronomía Equindecia Cia. Ltda.	175	QUIMPAC
78	INMOBILIARIA TERRABIENES S.A.	176	RIZZOKNIT CIA. LTDA.
79	ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.	177	PAPIZZEC S.A.
80	MEGAPROFER S.A.	178	PUNTONET S.A.
81	INPROEL S.A.	179	CARRO SEGURO CARSEG S.A.
82	DISMARKLUB S.A.	180	PROMOTORES INMOBILIARIOS PRONOBIS
83	LABIZA S.A. COMPAÑÍA ANÓNIMA	181	HYDRIAPAC S.A.
84	LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE	182	ICESA S.A.
85	AUSTRAL CIA. LTDA.	183	TURISMO AMONRA
86	LIRIS S.A.	184	ARTICULOS DE ACERO ATU
87	FACTOR L.O.G.R.O.S. DE ECUADOR S.A.	185	ECOSAMBITO
88	ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	186	INDUSTRIA ECUATORIANA DE CABLES INCABLE S.A.
89	EMPRESA DURINI, INDUSTRIA DE MADERA C.A. EDIMCA	187	INMOBILIARIA LAVIE S.A.
90	DISTRIBUIDORA DE CARNES Y ALIMENTOS DIGECA S.A.	188	FISA FUNDICIONES INDUSTRIALES S.A.
91	ECUATRAN S.A.	189	SOUTH ECUAMERIDIAN S.A.
92	TECNIFERTPAC S.A.	190	PREDUCA S.A.
93	ALIMENTOS ECUATORIANOS S.A. ALIMEC	191	GALARMOBIL S.A.



<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>	<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>
94	PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A.	192	HUMANITAS S.A.
95	QUIMIPAC S.A.	193	FUNDAMETZ S.A.
96	SUNCHODESA REPRESENTACIONES C. LTDA.	194	INDUSTRIAS ALES C.A.
97	MAXDRIVE S.A.	195	RINOMAQ CONSTRUCCIONES S.A.
98	RED MANGROVE INN S.A.	196	REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.

Fuente: Bolsa de valores de Quito (2018)

Se excluyeron algunas empresas, en vista de que se encontraban inactivas, en proceso de liquidación o por falta de información publicada en la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Se trata de las siguientes empresas:

Tabla 5 *Listado de las empresas excluidas de la investigación*

<b>N.-</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>RAZÓN DE EXCLUSIÓN</b>
1	CREDITOS ECONOMICOS CREDICOSA S.A. LA CASA DEL ELECTRODOMÉSTICO	Falta de información
2	ELECTROEXITO S.A.	Inactiva
3	ECUAFONTES S.A.	En proceso de liquidación
4	AUTOMOTORES DEL VALLE VALLEMOTORS S.A. ANGLO AUTOMOTRIZ SOCIEDAD	En proceso de liquidación
5	ANÓNIMA ANAUTO DISTRIBUIDORA DE MADERAS COMPAÑÍA	Inactiva
6	LIMITADA DISMA C. LTDA.	Inactiva
7	INMOBILIARIA TERRABIENES S.A.	Inactiva
8	CASA GANGOTENA	Falta de información
9	FECORSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A.	En proceso de liquidación
10	ALIMENTOS ECUATORIANOS S.A. ALIMEC	Falta de información
11	AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.	Falta de información
12	FRUTERA DEL LITORAL	Falta de información

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2018)

Siendo la población final ciento ochenta y cuatro empresas, de las cuales se extraerá la muestra o unidad de análisis.

### **3.4.2. Muestra**

En el presente estudio no se consideró razonable analizar si las empresas que realizaron emisión de obligaciones en un solo año del período de estudio, generaron o no valor y atribuir a dicha única emisión los resultados que se obtengan. Por lo que se estableció como unidad de análisis a las empresas que al menos hayan realizado dos emisiones de obligaciones durante el período 2013- 2017. Estas empresas constituyen por lo tanto la muestra de esta investigación.

Se llama muestra a una parte de la población a estudiar qué sirve para representarla. Una muestra debe ser definida en base de la población determinada, y las conclusiones que se obtengan de dicha muestra solo podrán referirse a la población en referencia. (Levin, Rubin y Murria, 1996).

En el estudio de Sevy (2017), se habla acerca de las conductas, comportamientos y pautas de éxito en la generación de valor empresarial. Esto indica que para atribuir a un factor la generación de valor de una empresa, el mismo debe demostrar un comportamiento, es decir no sería resultado de un solo evento, sino más bien de varios eventos en un determinado período de tiempo.

De acuerdo también a lo que señala Levit and March (1988), la curva de experiencia o aprendizaje organizativo, según la cual conforme se adquiere experiencia en el tiempo se aumenta en eficiencia. En base a este enunciado los autores Chivite Cebolla & Enciso de Yzaguirre (2015) buscan relacionar la Responsabilidad social empresarial con la creación de valor, resaltando que su estudio no tomará la primera variable de una sola fuente y un solo año, puesto que acogen la teoría de de la curve de experiencia.

Los dos últimos párrafos sustentan el criterio de selección de la muestra de empresas, mismas que ascienden a cuarenta y ocho y se enlistan en la tabla a continuación:

Tabla 6 *Listado de las empresas ecuatorianas que realizaron al menos dos emisiones de obligaciones a través del mercado bursátil en distintos años durante el período 2013- 2017*

N.-	EMPRESA
1	JAROMA S.A.
2	EUROFISH S.A.
3	FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.
4	TELCONET S.A.
5	BASESURCORP S.A.
6	ATU ARTÍCULOS DE ACERO S.A.
7	ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
8	MAREAUTO S.A.
9	INDUSTRIA ECUATORIANA DE CABLES INCABLE S.A.
10	COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ S.A.
11	NEDERAGRO
12	FIGURETTI S.A.
13	PRODUCTORA CARTONERA S.A.
14	SIMED S.A.
15	TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A.
16	LA FABRIL S.A.
17	INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS ILE C.A.
18	CENTURIOSA S.A.
19	ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.
20	LABIZA S.A.
21	PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A.
22	SUNCHODESA REPRESENTACIONES C. LTDA
23	FERRO TORRE S.A.
24	TUBERIAS PACIFICO S.A. TUPASA
25	EDESA
26	MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHASA
27	INTEROC
28	AVICOLA FERNANDEZ
29	ALMACENES BOYACA
30	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA S.A. DIFARE
31	ECUATORIANA DE GRANOS S.A. ECUAGRAN

N.-	EMPRESA
32	ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOVILIARIA Y CONSTRUCCION - ESEICO
33	AUTOMOTORES Y ANEXOS
34	SUPERDEPORTE S.A.
35	ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CIA.LTDA
36	CASA MOELLER MARTINEZ C.A.
37	CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.
38	ENVASES DEL LITORAL S.A.
39	EXOFRUT S.A.
40	CORPORACION JARRIN HERRERA
41	INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL
42	UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. cc
43	STOREOCEAN S.A.
44	IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRÍCOLA DEL MONTE SOCIEDAD
45	ANÓNIMA INMONTE
46	MODERNA ALIMENTOS S.A.
47	FERREMUNDO S.A.
48	DIPAC MANTA S.A.
49	TEOJAMA COMERCIAL S.A.

Fuente: Bolsa de valores de Quito (2019)

### 3.5. Operacionalización de las variables

Para Niño (2011), en la operacionalización de las variables es necesario traducirlas o desagregarlas en indicadores de variables, lo que será materia prima para identificar ítems y construir las preguntas, a la hora de la aplicación de instrumentos. Mediante la operacionalización de la emisión de obligaciones a través del mercado bursátil, se establecerán las características de dichas emisiones realizadas durante el período 2013 a 2017.

En cuanto a la operacionalización de la creación de valor, esta servirá para determinar las empresas que lograron y/o no lograron crear valor durante el período antes señalado.

### 3.6. Operacionalización de variables

Tabla 7 Operacionalización de la variable independiente: Emisión de obligaciones a través del mercado bursátil

<i>CONCEPTUALIZACIÓN</i>	<i>CATEGORIAS</i>	<i>INDICADORES</i>	<i>ITEMS BÁSICOS</i>	<i>TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN</i>
La emisión de obligaciones es un título valor de renta fija a largo plazo, que puede ser negociado a través del mercado bursátil.	<i>Características de la emisión</i>	Monto de emisiones entre 2013- 2017	Monto de emisiones de obligaciones a través del mercado bursátil de las empresas ecuatorianas	Técnica: Análisis de contenido  Instrumento: Fichas de registro
		Tasa de interés de emisiones entre 2013- 2017	Tasas de interés de emisiones de obligaciones a través del mercado bursátil de las empresas ecuatorianas	
		Plazo de valores de emisiones entre 2013- 2017	Plazo de valores de emisiones de obligaciones a través del mercado bursátil de las empresas ecuatorianas	
	<i>Garantía</i>	Valor de garantía de emisiones entre 2013- 2017	Valor de garantía de emisiones de obligaciones a través del mercado bursátil de las empresas ecuatorianas	
		Tipo de garantía de emisiones entre 2013- 2017	Tipo de garantía de emisiones de obligaciones a través del mercado bursátil de las empresas ecuatorianas	
	<i>Covenants</i>	Monto máximo a emitir entre 2013- 2017	Monto máximo de emisiones de obligaciones a través del mercado bursátil de las empresas ecuatorianas	
		Calificación de riesgo para las emisiones entre 2013- 2017	Calificación de riesgo para las emisiones de obligaciones a través del mercado bursátil de las empresas ecuatorianas	

Tabla 8 Operacionalización de la variable independiente: Creación de valor

<b>CONCEPTUALIZACIÓN</b>	<b>CATEGORIAS</b>	<b>INDICADORES</b>	<b>ITEMS BÁSICOS</b>	<b>TÉCNICAS E INSTRUMENTOS</b>
<p>Es un indicador de desempeño financiero, que evalúa si una empresa está generando valor principalmente económico</p>	<p><i>Valor económico agregado (EVA)</i></p>	<p><math>EVA = (ROI - WACC) * K</math></p> <p>Donde;            ROI= Es el retorno sobre la inversión            WACC= es el costo promedio ponderado del capital            K= Capital invertido</p>	<p>EVA de las empresas que realizaron emisión de obligaciones durante el período 2013- 2017; siguiendo:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• El ROI es el rendimiento sobre la inversión, que expresado en término de fórmula es igual a UODI/ K, donde UODI es la utilidad operacional neta antes de gastos financieros y después de impuestos, es decir la Utilidad Neta Operativa (UNO) multiplicada por 1-T, siendo T es la tasa de impuestos de Colombia y K es el capital invertido, que para la investigación desarrollada equivale a los activos operacionales netos (AON).</li> <li>• La UODI se calculó tomando la Utilidad Operacional (ventas menos el costo de ventas y prestación de servicios y los gastos operacionales de administración y ventas) y deducirle los impuestos (1-T).</li> <li>• Los Activos Operacionales Netos (aon) resultaron de la sumatoria entre el capital de trabajo neto operativo (ktno) y los activos fijos; siendo el ktno las cuentas por cobrar a clientes más los inventarios, menos las cuentas por pagar a proveedores.</li> <li>• El WACC es el costo promedio ponderado del capital, para lo cual se debe aplicar la siguiente fórmula: <math>WACC = D/V * Kd * (1-t) + E/V * Kc</math>.</li> </ul> <p>En donde, D= Deuda total, E= Capital propio (patrimonio neto), V= Total deuda + capital propio, Kd= Costo de la deuda, t= Tasa de impuesto a las ganancias, Kc= Costo del capital,</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• K es el capital invertido, explicado en el primer componente.</li> </ul>	<p>Técnica: Análisis de contenido</p> <p>Instrumento: Ficha de Cálculo</p>

### **3.7. Recolección de información**

Para Galeano (2004) el plan de recolección de información señala las estrategias de recolección de datos adecuados de acuerdo a las personas interpeladas, grado de familiaridad con la realidad analizada, disponibilidad de tiempo de investigación, nivel de madurez del proceso investigativo y el contexto que se analiza.

En esta investigación, en cuanto a la recolección de información de la primera variable que es la emisión de obligaciones; se procedió con la descarga de las bases de información de la Bolsas de Valores de Quito, la cual detalla todas las emisiones realizadas desde el año 2002 al año 2017 tanto en la bolsa de valores de Quito como Guayaquil. Posteriormente desde la página de la Bolsa de Valores de Guayaquil, se descargaron los prospectos de oferta pública de la unidad de análisis o muestra de empresas en estudio.

Para recolectar la información necesaria de la segunda variable que es la creación de valor, se descargaron los balances en formato Excel de la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

#### **3.7.1. Plan para la recolección de información**

Este plan contempla estrategias metodológicas requeridas por los objetivos, de acuerdo con el enfoque escogido que para el presente estudio es predominantemente cuantitativo, considerando los siguientes elementos:

- **Definición de los sujetos: personas u objetos que van a ser investigados.**

Los sujetos de investigación son las empresas ecuatorianas que han emitido obligaciones a través del mercado bursátil, al menos en dos años diferentes durante el período 2013- 2017.

- **Selección de las técnicas a emplear en el proceso de recolección de información.**

Las técnicas de recolección de datos son las distintas formas o maneras de obtener la información. Son ejemplos de técnicas; la observación directa, la encuesta en sus dos modalidades (entrevista o cuestionario), el análisis documental, análisis de contenido, etc. (Arias F., 1999, pág. 3).

Se utilizará el análisis de contenido como técnica de esta investigación, ya que permite, de forma analítica trabajar con los datos que constan en los prospectos de oferta pública de las emisiones de obligaciones y de igual manera los estados financieros de las empresas.

- **Instrumentos seleccionados o diseñados de acuerdo con la técnica escogida para la investigación.**

Puesto que la técnica de investigación será el análisis de contenido de los prospectos y de los estados financieros, el instrumento será una ficha que permita establecer los datos necesarios a ser analizados.

- **Explicitación de procedimientos para la recolección de información, cómo se va a aplicar los instrumentos, condiciones de tiempo y espacio, etc.**

Tabla 9 *Procedimiento de recolección de información*

<b>TÉCNICAS</b>	<b>PROCEDIMIENTO</b>
Observación	¿Cómo?
	Método sintético
	¿Dónde?
	Ciudad de Ambato
	¿Cuándo?
	De julio 2018 a agosto 2018

Fuente: Investigación bibliográfica (2019)



### **3.8. Procesamiento y análisis**

En primer lugar, se recolectó información sobre la rama de actividad, ciudad, tamaño y edad de las empresas. Estos elementos se detallaron con el fin de tener un mayor conocimiento de la muestra de estudio.

En cuanto al procesamiento de la información obtenida de las emisiones de obligaciones, se extrajo la información necesaria para realizar el análisis de esta variable por cada año, en base a las características que se determinaron de esta primera variable en la operacionalización de las variables. En los casos en los que no se logró obtener el prospecto, o no existían todos los datos en el mismo, estos fueron tomados de las calificaciones de riesgo posteriores de la respectiva emisión, que también se encuentran en la página de la Bolsa de Valores de Guayaquil.

En el caso de la creación de valor, se calculó y evaluó El Valor Económico Agregado (EVA por sus siglas en inglés), de acuerdo al cálculo que consta en la operacionalización de las variables.

Para determinar el costo de capital y de igual manera el costo de deuda con obligaciones bancarias se realizó el promedio de las tasas referenciales activas y pasivas por año, tomados de la página del Banco Central del Ecuador (Anexo 2). Para asignar una tasa de costo de deuda de la emisión de obligaciones, se realizó un promedio de las tasas obtenidas de los prospectos de las emisiones de obligaciones, determinadas con el procesamiento de información de esa primera variable.

Para la determinación de factores de relacionamiento entre las formas de emisión de obligaciones y sus características con la generación de valor, se analizará la información de ambas variables, sobretodo relacionando las principales características de la emisión de obligaciones con la creación de valor de las empresas en estudio.

## CAPÍTULO IV

### ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS

#### 4.1 Análisis e interpretación de resultados

##### ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LAS EMPRESAS OBJETO DE ESTUDIO

A continuación, se describen algunos datos relevantes de las cuarenta y ocho empresas objeto de estudio:

Tabla 10 *Clasificación de emisoras por ciudad y rama de actividad*

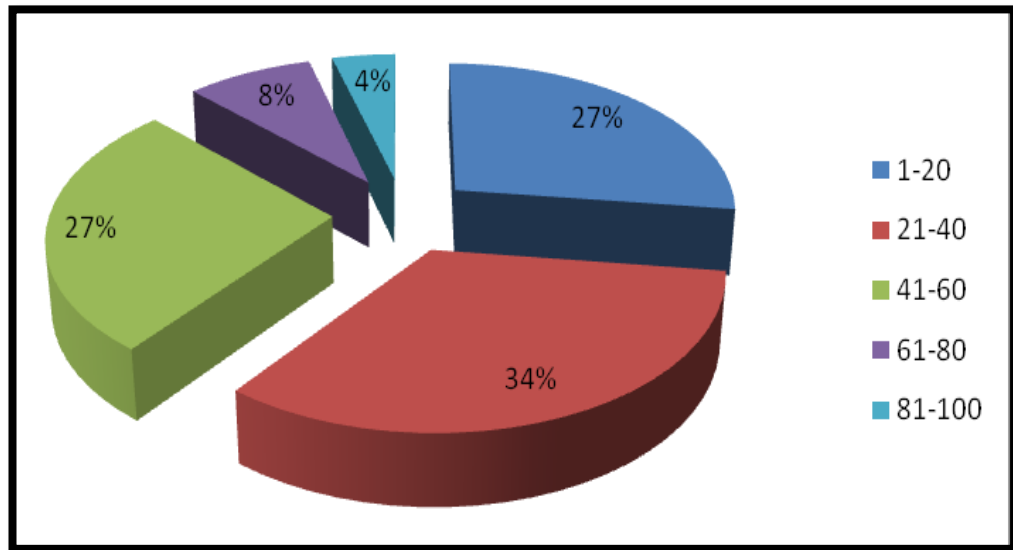
RAMA/ CIUDAD	G	Q	E	M	O	TOTAL CIUDAD
C - INDUSTRIAS MANUFACTURERAS.	10	3	3	2	2	<b>20</b>
G - COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR; REPARACIÓN DE VEHÍCULOS AUTOMOTORES Y MOTOCICLETAS.	9	7	1		2	<b>19</b>
A - AGRICULTURA, GANADERÍA, SILVICULTURA Y PESCA.	2					<b>2</b>
F - CONSTRUCCIÓN.	1				1	<b>2</b>
OTRAS RAMAS	4	1				<b>5</b>
<b>TOTAL SECTOR</b>	<b>26</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>48</b>

Fuente: Bolsa de valores de Quito (2018), Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2018). En donde las ciudades corresponden a: G= Guayaquil, Q= Quito, E= Eloy Alfaro, M= Montecristi, O= Otras ciudades

La gran mayoría de empresas emisoras pertenecen a la actividad manufacturera, y seguidamente están las empresas de comercio y sector automotriz. Por otro lado, se aprecia que 26 de las 48 empresas están ubicadas en la ciudad de Guayaquil.

Este último dato, tiene relación con lo publicado por la página de Ecuavisa (2016), uno de los canales de comunicación más conocidos en Ecuador. Puesto que indica que Guayaquil es sede del 39% de las 1,000 compañías más importantes del Ecuador, constituyendo un aporte vital e invaluable para la economía de todo el país.

En cuanto a la edad de las empresas, se describe lo siguiente:



*Figura 17* Edad de las empresas emisoras de obligaciones.

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2018)

El 88% de las empresas que han emitido obligaciones más de una vez, durante el período de estudio no sobrepasan los 60 años de edad. De estas, el 34%, siendo la mayoría de empresas, oscilan entre los 21 a 40 años de edad.

Este resultado es algo contradictorio a otros estudios, en los cuales se concluye que, a mayor edad de las empresas, mayor es el endeudamiento al que incurren. Esto se explica en la investigación realizada por Mejía (2013), quien atribuye a que las empresas más antiguas generalmente tienen más trayectoria en el mercado y por ende más acceso a fuentes de financiamiento.

Respecto al tamaño de las empresas, se resume de la siguiente manera:

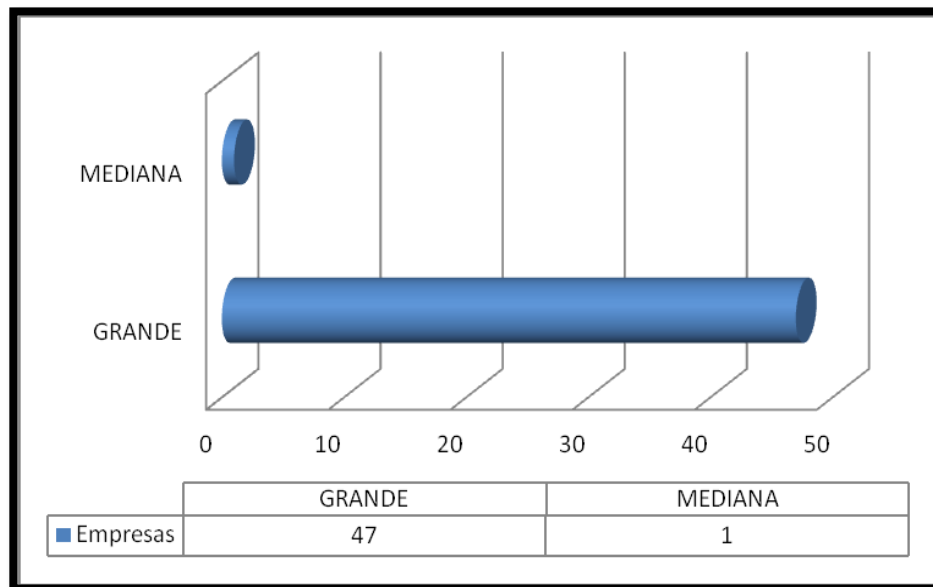


Figura 18 Tamaño de las empresas emisoras de obligaciones

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2018)

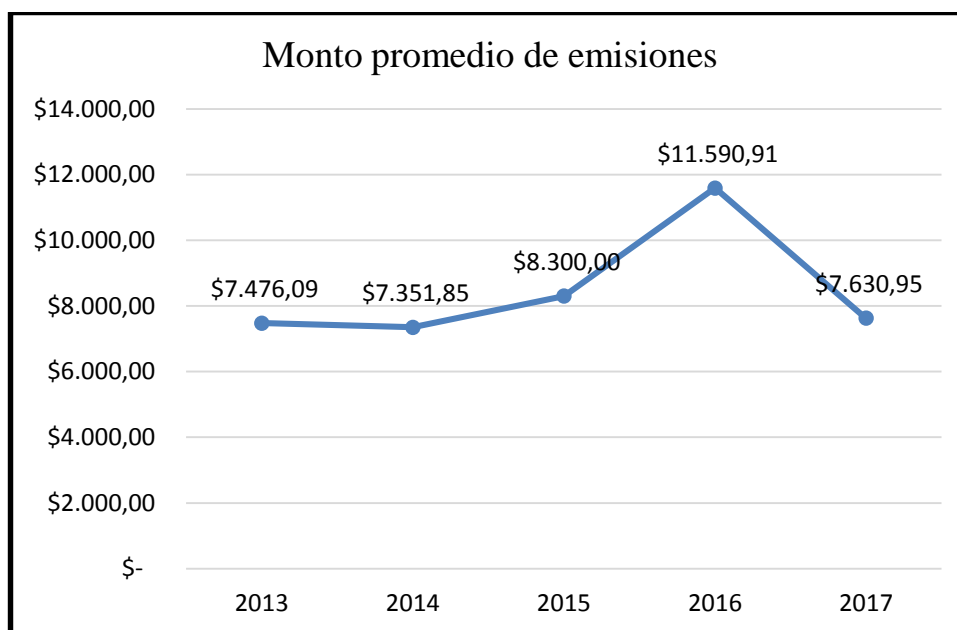
Esta gráfica es muy concluyente en el sentido que las empresas que han abarcado el financiamiento a través de la emisión de obligaciones en el Mercado de Valores ecuatoriano, son las grandes empresas.

De acuerdo a lo publicado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2018); las microempresas son aquellas que mantienen entre 1 a 9 trabajadores ó sus ingresos son menores a \$100.000,00. Las pequeñas empresas tienen entre 10 a 49 trabajadores ó ingresos entre \$100.001,00 y \$1'000.000,00. Las medianas empresa tienen entre 50 a 199 trabajadores ó ingresos entre \$1'000.001,00 y \$5'000.000,00. Y las empresas grandes mantienen más de 200 trabajadores ó sus ingresos son superiores a los \$5'000.001,00. En todos los casos, predominando siempre los ingresos sobre el número de trabajadores.

Esta información por otro lado, si concuerda con varios estudios citados por Mejía (213), que establecen que, a mayor tamaño de las empresas, mayor es su endeudamiento; ya que este factor es directamente asociado a su estructura de capital.

## ANÁLISIS DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

En base a la ficha elaborada para registrar los datos de los prospectos de emisión de obligaciones de las cuarenta y ocho empresas (Ver anexo 3), se establecieron los resultados que se detallarán a continuación.



*Figura 19* Monto promedio de emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones, montos en miles de dólares)

Fuente: Bolsa de valores de Quito y Guayaquil (2018)

Los montos promedio de emisión han mantenido un comportamiento estable, entre 7.3 y 8.3 millones de dólares, a excepción del año 2016 en donde el monto promedio de emisiones asciende a 11.5 millones. Esto es ratificado con lo que publica la revista Ekos (2018), que, en el año 2016, la economía de Ecuador en su conjunto decreció, pero se contó con liquidez; lo cual también influyó en el mercado de valores.

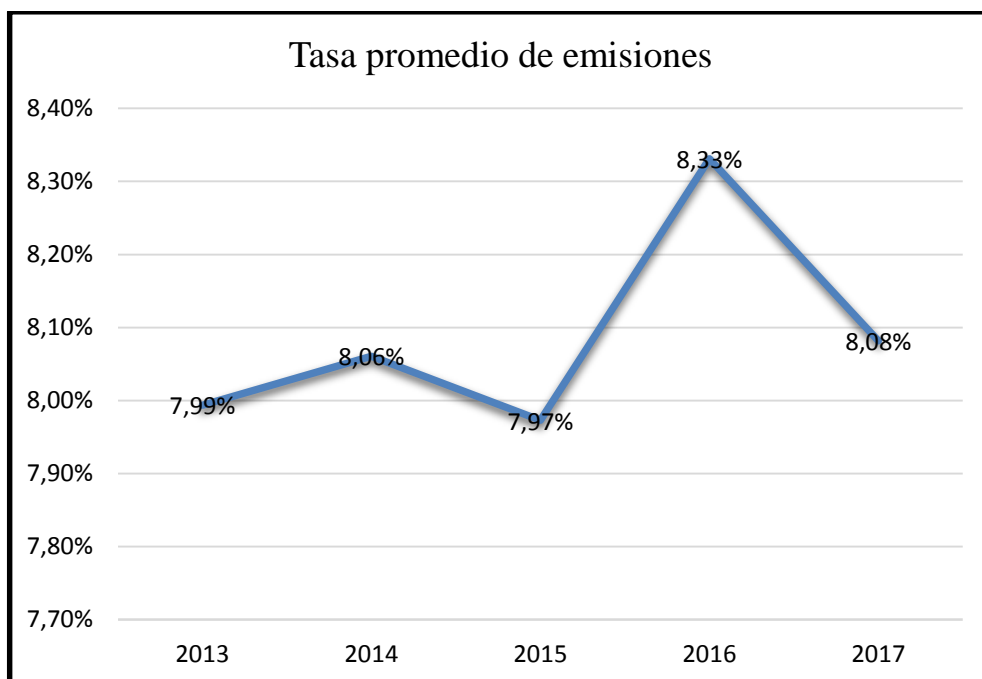


Figura 20 Tasa promedio de emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones)

Fuente: Bolsa de valores de Quito y Guayaquil (2018)

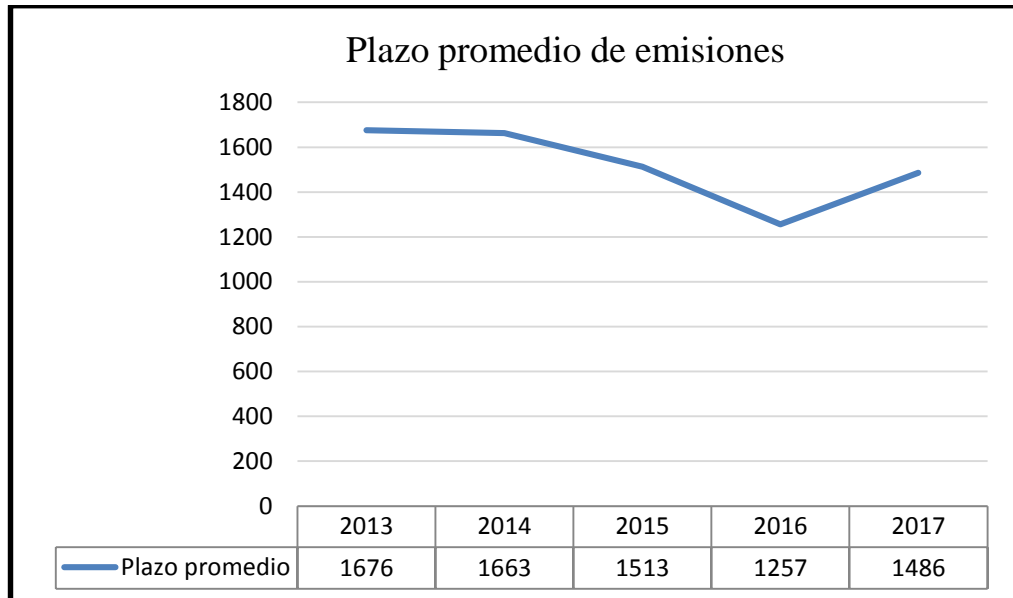
Las tasas establecidas en los prospectos de emisión son bastante atractivas para los inversionistas, esto comparado con las tasas pasivas referenciales publicadas por el Banco Central del Ecuador (2018), se puede evidenciar a continuación:

Tabla 11 Comparación de tasas promedio de emisión de obligaciones y las tasas pasivas promedio referenciales.

Año	Tasa promedio de emisión de obligaciones	Tasa pasiva promedio referencial
2013	7.99%	4.53%
2014	8.06%	4.90%
2015	7.97%	5.34%
2016	8.33%	5.73%
2017	8.08%	4.91%

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, BCE (2018)

Esto hace notar que las emisiones son realmente una gran oportunidad no solamente como fuente de financiamiento, sino también, para los inversionistas que buscan mejores tasas que el ofertado por las instituciones financieras.



*Figura 21* Plazo promedio de emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones, plazo en días)

Los plazos de las emisiones, en promedio no superaron los 1,676 días en todo el período; es decir, ninguna emisión fue emitida con un plazo superior a cinco años, pero así también, el plazo promedio mínimo es 1257, es decir más de 3 años.

Este título valor está enfocado precisamente a otorgar financiamiento a largo plazo; como lo indican Baños, García, y Martínez (2014), eso conforma una estrategia conservadora; puesto que las empresas corren menos riesgo de refinanciación. De esta manera, podemos destacar como una ventaja para las empresas al optar por financiarse a través del mercado de valores ecuatoriano.

## ANÁLISIS DE LAS GARANTÍAS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

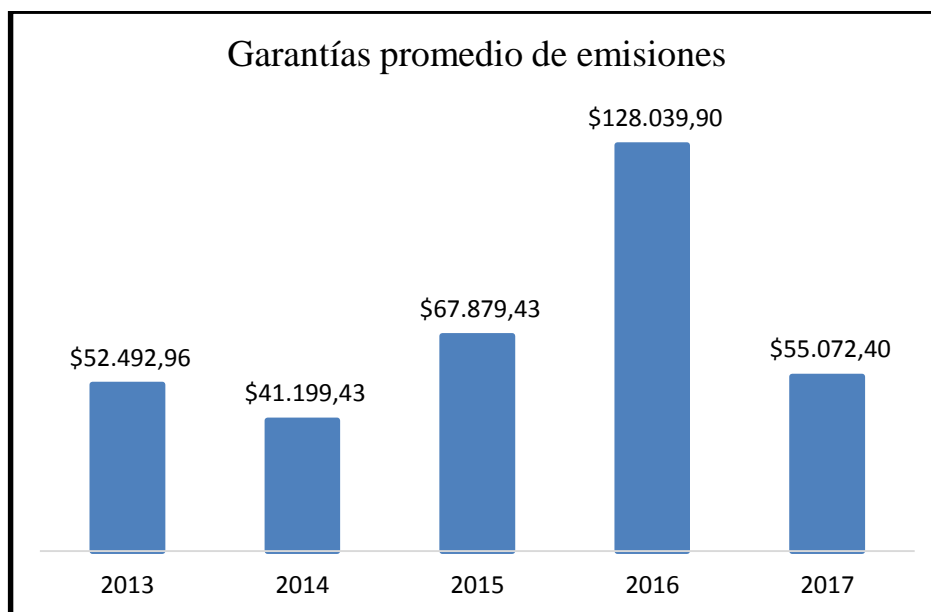


Figura 22 Monto promedio de las garantías en emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones, monto en miles de dólares)

En lo que respecta al valor de las garantías comprometidas en las emisiones, éstas también varían año a año, sobretodo en el año 2016, en el cual el monto promedio de garantías aumenta drásticamente.

Para realizar un análisis de la cobertura del monto promedio de la garantía con respecto al monto promedio de la emisión, se realizó la siguiente tabla:

Tabla 12 Cobertura de la garantía con respecto a la emisión

Año	Emisión	Garantía	Cobertura
2013	\$7,476.09	\$52,492.95	7.02
2014	\$7,351.85	\$41,199.43	5.60
2015	\$8,300.00	\$67,879.43	8.18
2016	\$11,590.90	\$128,039.90	11.05
2017	\$7,630.95	\$55,072.40	7.22

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil (2018). Montos en miles de dólares.



En este caso se evidencia que, durante todo el período de estudio, existió una cobertura de al menos 5.6 veces la emisión; como se mencionó antes, sobretodo en el año 2016, en donde la cobertura es de 11.05.

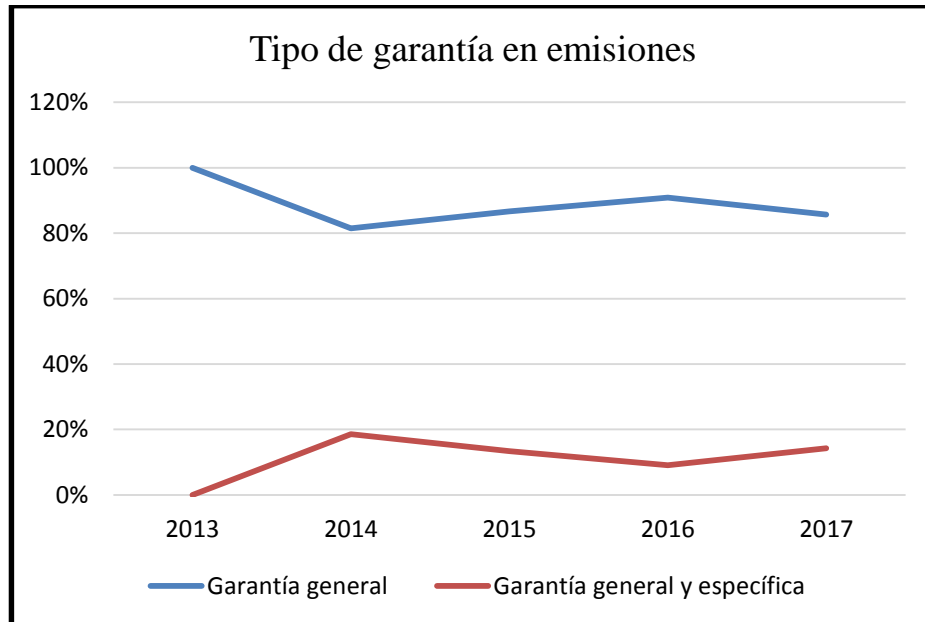


Figura 23 Tipo de garantía en emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones)

A lo largo del período, ha prevalecido la garantía general por sobre la garantía combinada con la específica. Como indican Zorrilla y Rodríguez (2010), para atenuar los efectos negativos de las irregularidades informativas y protegerse de la posibilidad de impagos, las entidades de crédito pueden endurecer la exigencia de garantías a los prestatarios o subir los tipos de interés del préstamo.

Sin duda, esto constituye una ventaja para las empresas que buscan financiarse con la emisión de obligaciones; puesto que, como se detalló en el marco teórico de esta investigación, la garantía general constituye todos los activos libres de gravamen. Es decir, pudiendo incluir las cuentas por cobrar, inventarios, entre otros; sin necesariamente poseer o comprometer bienes inmuebles.

## ANÁLISIS DE LOS COVENANTS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Cabe señalar que, de este grupo de indicadores; no se presentarán datos sobre el monto máximo a emitir, puesto que corresponde al 80% de los activos libres de gravamen; es decir, al valor de la garantía general. De manera que, no se consideró que ese indicador proporciona información de mayor relevancia para el análisis de esta variable.

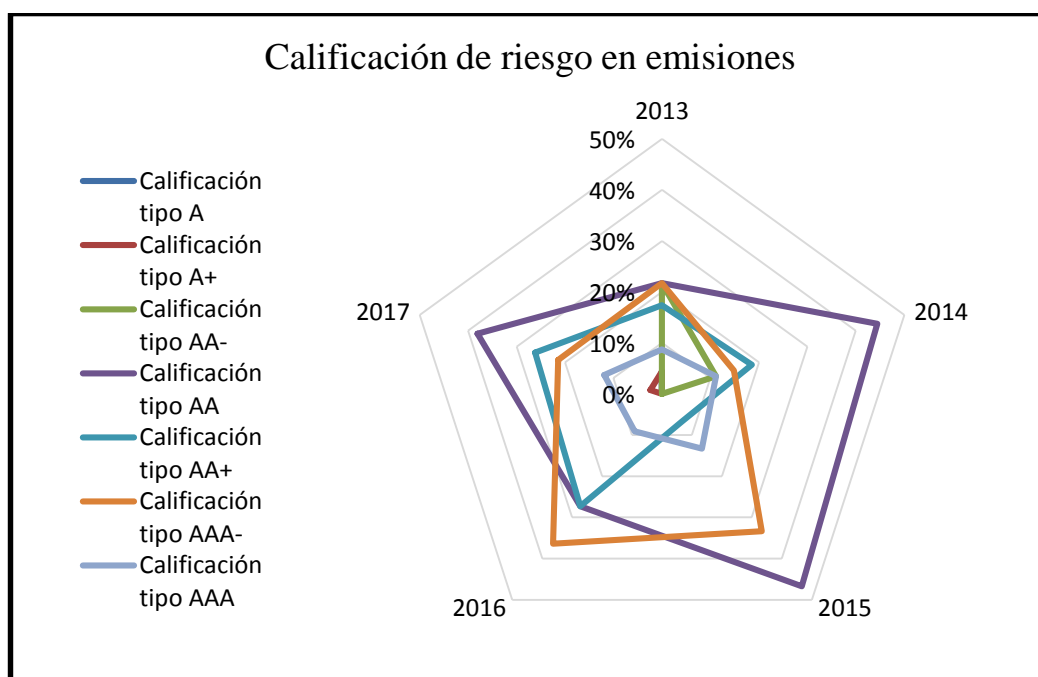


Figura 24 Calificación de riesgo en emisión de obligaciones de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017 (Empresas que realizaron al menos dos emisiones)

Se aprecia que la calificación de riesgo de ninguna empresa baja de tipo A, durante todo el período. También se observa que la más sobresaliente es la calificación AA, seguida por la AAA-; e incluso, que las calificaciones más bajas A y A+ constan solamente en el primer año de forma mínima, lo que significa también que las empresas han ido mejorando su calificación con el transcurso del tiempo.

Como señala Saavedra y Saavedra (2010) lo que puede hacer que la calificación baje son eventos como el incumplimiento y el deterioro de la calidad crediticia de la empresa emisora de obligaciones.

Lo expuesto, señala que las empresas mantienen una buena calificación, e incluso van mejorando la misma; por ende, brindan seguridad a sus inversionistas, en cuanto a la recuperación de su capital y los intereses correspondientes.

## ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR

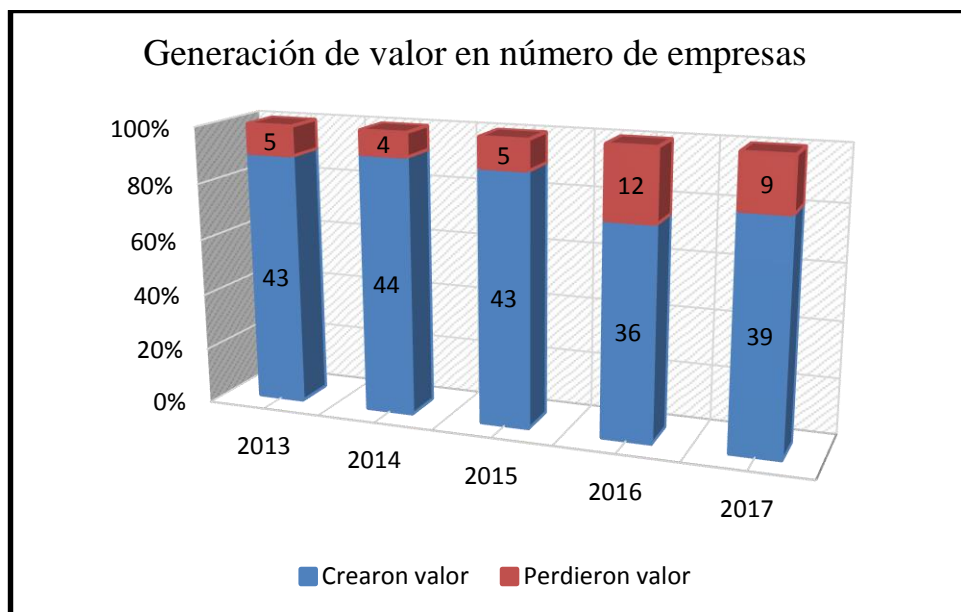


Figura 25 Generación de valor en número de empresas ecuatorianas que realizaron al menos dos emisiones de obligaciones durante el período 2013- 2017

La forma de cálculo del indicador EVA de las cuarenta y ocho empresas, se presenta en el anexo 4, aplicado como ejemplo a una de ellas. Y los resultados se presentan en el anexo 5.

El número de empresas que generan valor, es mucho mayor al número de empresas que han perdido valor; esto, durante todo el período. Se puede ver que en el año 2016 decrece el número de empresas que han generado valor.

Esto permite determinar que las empresas en estudio han logrado un comportamiento con resultados positivos; es decir, han estado creando valor de manera sostenible. Este argumento se apoya en lo que dicen Velásquez y Vargas (2012), en que la

madurez de una estrategia sustentable les permite a las empresas mejorar la competitividad y obtener así resultados positivos.

Como indica también Martínez (2011), la generación de valor debe ser constante y sostenida para que de este modo se consiga maximizar la creación de valor para la empresa, y pueda, sin dificultades, remunerar holgadamente a los accionistas.

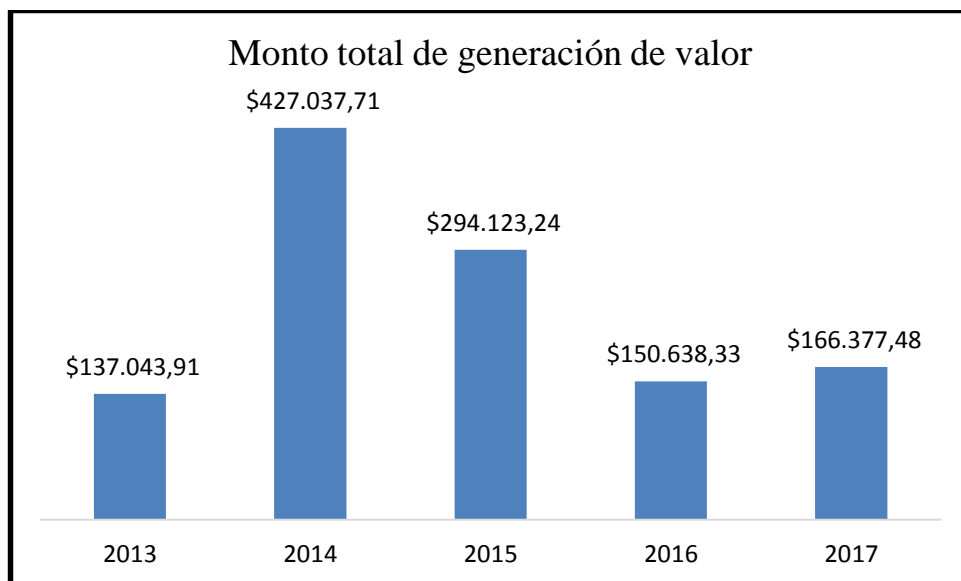


Figura 26 Monto total de generación de valor de las empresas ecuatorianas que realizaron al menos dos emisiones de obligaciones durante el período 2013- 2017

Los montos que se ilustran incluyen también la pérdida de valor de las empresas; y sin embargo, se puede apreciar que se generan valores positivos por encima de los \$130.000.000 de dólares durante todo el período. El año con mayor valor generado entre todas las empresas es el 2014, con \$427.000.000 de dólares.

De acuerdo a Martínez (2011), las empresas crean valor cuando la utilidad o riqueza que genera es lo suficientemente grande para cubrir el coste de todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en el negocio; esto deduce que las empresas objeto del presente estudio, no solo están generando resultados positivos en cuanto a su utilidad, sino también al costo de oportunidad tanto de las inversiones de los accionistas, como del apalancamiento que obtienen a través del financiamiento.

## ANÁLISIS DE FACTORES DE RELACIONAMIENTO ENTRE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y LA GENERACIÓN DE VALOR

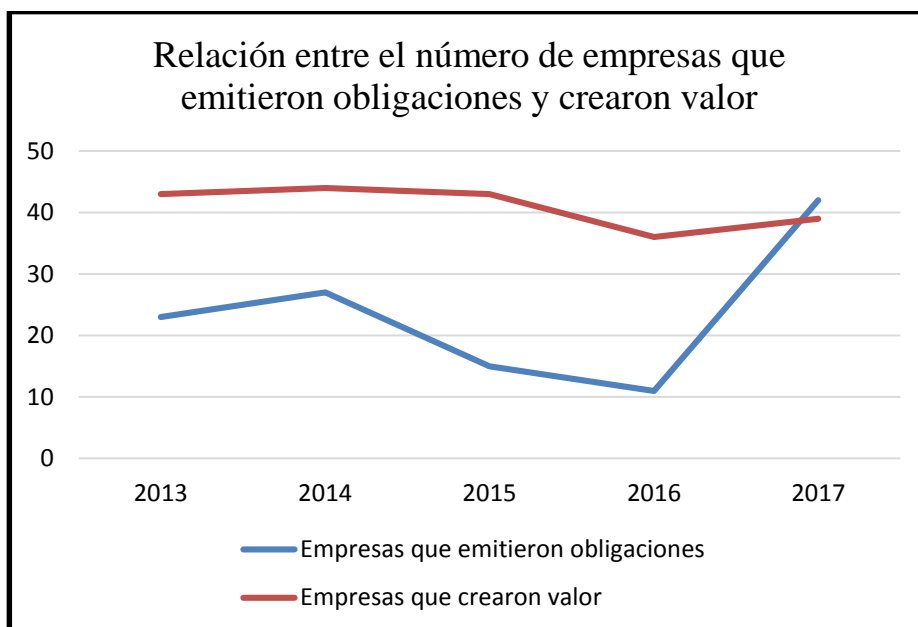


Figura 27 Relación entre el número de empresas que emitieron obligaciones y el número de empresas que creó valor en el período 2013- 2017

Puede verse que las gráficas guardan cierta similitud en su trazabilidad; es decir, en los años que más empresas emiten obligaciones, así también más empresas generan valor en forma positiva; y viceversa. Sin embargo, hay mayor volatilidad en el número de emisiones que en el número de empresas que crean valor.

Lo antes expuesto, también significa que, si bien la emisión de obligaciones contribuye a la generación positiva de valor para la empresa, hay más factores que tienen efecto sobre dicho valor. Por ejemplo, Parra y La Madriz (2017) señalan que, a más de un buen presupuesto, es necesaria una buena administración.

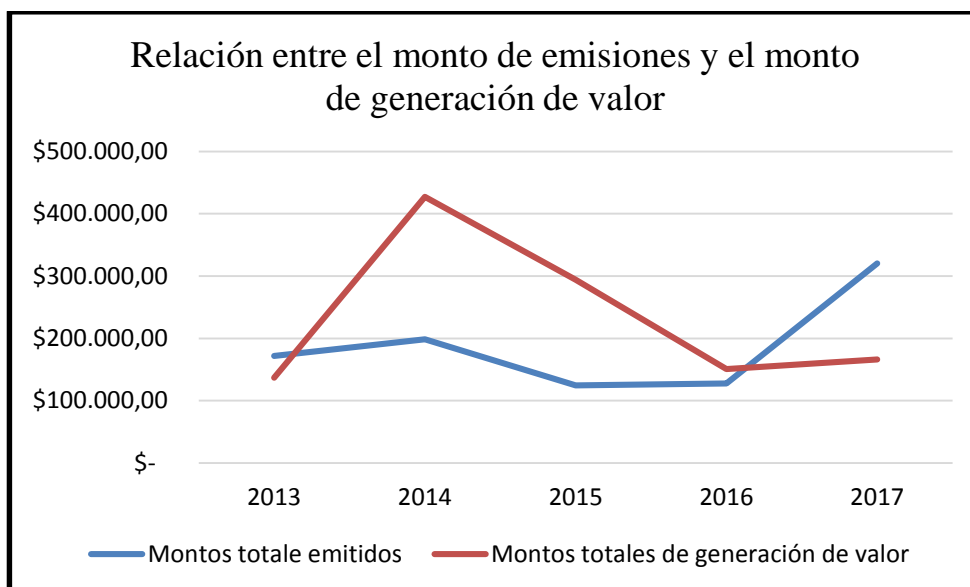


Figura 28 Relación entre el monto de emisiones y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas durante el período 2013- 2017

En esta gráfica, también se aprecia una similitud en la trazabilidad de los montos de emisión y de creación de valor, a excepción del año 2016, en donde es evidente el declive de la generación de valor.

En esta relación, se añade un hallazgo interesante que se explica a continuación:

Se seleccionaron por cada año las empresas que emitieron los cuatro montos más altos, siendo las quince empresas que se detallan a continuación:

Tabla 13. Listado de las empresas que emitieron los cuatro montos más altos de cada año durante el período 2013- 2017

N.-	Empresa
1	CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.
2	TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A.
3	TELCONET S.A.
4	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA S.A. DIFARE
5	AUTOMOTORES Y ANEXOS
6	TEOJAMA COMERCIAL S.A.
7	CORPORACION JARRIN HERRERA
8	LA FABRIL S.A.
9	MAREAUTO S.A.
10	ENVASES DEL LITORAL S.A.

<b>N.-</b>	<b>EMPRESA</b>
11	INTEROC
12	EDESA
13	EUROFISH S.A.
14	SUPERDEPORTE S.A.
15	COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ S.A.

Fuente: Bolsa de valores de Quito y Guayaquil (2019)

Por otra parte, se seleccionaron las empresas que mayor valor crearon durante el período de estudio:

Tabla 14 *Listado de las empresas emisoras que generaron mayor valor durante el período 2013- 2017*

<b>N.-</b>	<b>Empresa</b>
1	CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.
2	TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A.
3	TELCONET S.A.
4	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA S.A. DIFARE
5	DIPAC MANTA S.A.
6	AUTOMOTORES Y ANEXOS
7	TEOJAMA COMERCIAL S.A.
8	CORPORACION JARRIN HERRERA

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2019)

Este análisis muestra que siete de las empresas que mayor valor crearon dentro del período, son las mismas empresas que realizaron las emisiones de obligaciones en los montos más altos de cada año.

Adicionalmente, se identificó a la empresa CORPORACIÓN EL ROSADO S.A, como la única que realizó emisiones de obligaciones todos los años e inclusive en los montos más altos; a su vez CORPORACIÓN EL ROSADO S.A fue la empresa que generó mayor valor durante todo el período de manera sostenible, es decir no perdió valor en ningún año.

Los resultados demuestran que las empresas están utilizando la emisión de obligaciones como fuente de financiamiento, para a su vez generar un valor positivo, lo que empata con el estudio realizado por Ramírez (2017); en el cual concluye que la Empresa Energía de Colombia también creó valor a través de la emisión de deuda.

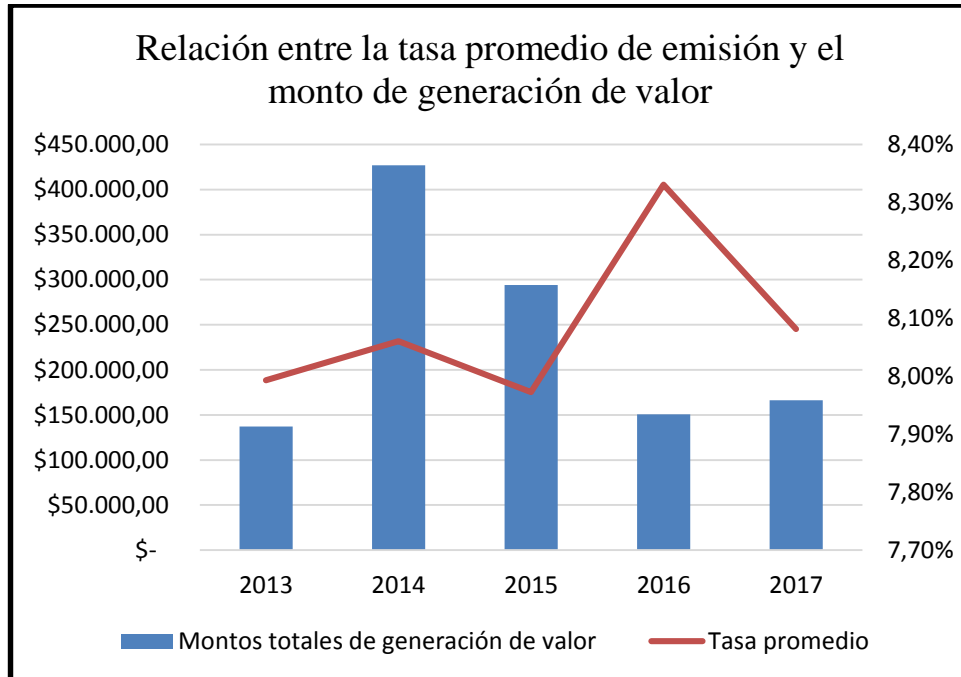


Figura 29 Relación entre la tasa promedio de emisión y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017

En esta gráfica es muy evidente, en cuanto al año 2016 que la tasa se elevó notablemente, mientras que la generación de valor disminuyó de grande manera. Lo cual significa que, para lograr una mayor creación de valor, el costo del financiamiento juega un papel muy importante, precisamente por la estructura del cálculo del indicador EVA.

Lo antes señalado, concuerda con las estrategias financieras que menciona Vílchez (2014), para maximizar el Valor Económico Agregado de las empresas como buscar fuentes de financiamiento con menor costo financiero, tal como la emisión de bonos corporativos.



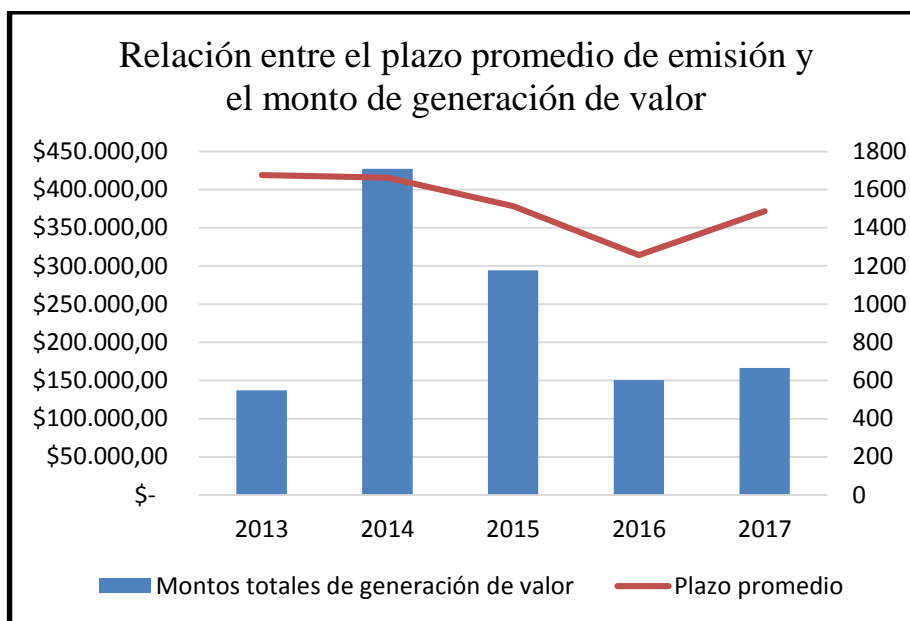
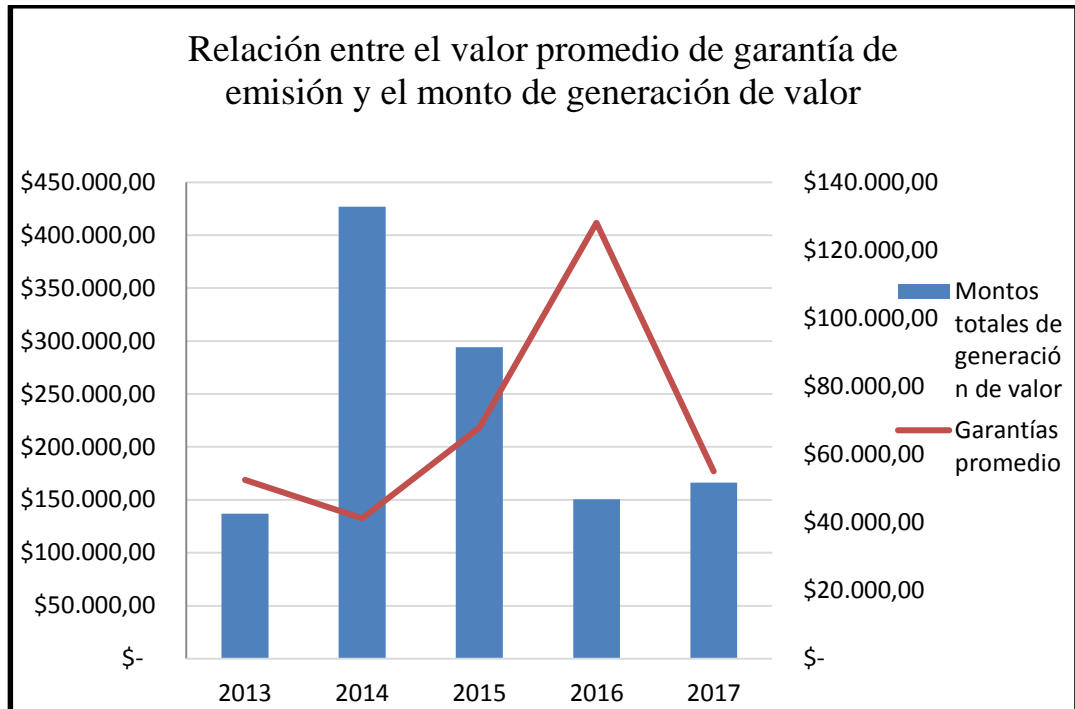


Figura 30 Relación entre el plazo promedio de emisión y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017

La evolución de este indicador de la emisión de obligaciones es la que mayor similitud guarda con la generación positiva de valor. Es decir, el plazo de la emisión, destaca como característica que contribuye a la creación de valor en las empresas.

Volviendo al estudio de Baños, García, y Martínez (2014), en el mismo se describe que las empresas que financian sus necesidades operativas de fondo con recursos a largo plazo, obtienen mayor rentabilidad que las que los financian con recursos de corto plazo.

Lo detallado guarda concordancia en que a mayor plazo son emitidas las obligaciones, mayor valor crean las empresas, puesto que es un financiamiento muy conservador y les permite administrar de mejor manera sus fondos de efectivo.



*Figura 31* Relación entre el valor promedio de garantía de emisión y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017

Esta figura, en cambio, permite visualizar una relación contraria entre los montos de generación de valor y el valor de las garantías que las empresas comprometen en las obligaciones.

Por ejemplo, en el año 2014, en el cual hay un incremento de valor en las empresas, las garantías en promedio disminuyen; en cambio, en el año 2016, en el cual hay una menor creación de valor por parte de las empresas, el valor promedio de garantía aumenta notoriamente.

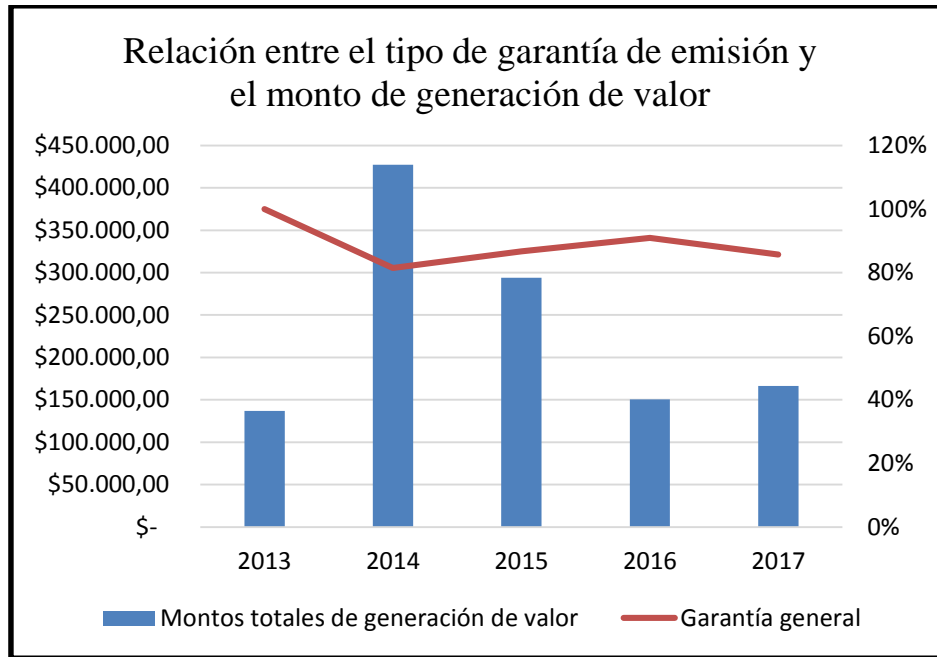


Figura 32 Relación entre el tipo de garantía de emisión y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017

Puesto que el tipo de garantía que prevalece, es la garantía general; se ha utilizado la misma para la gráfica que se aprecia, en esta también se aprecia que la relación con el monto de generación de valor de las empresas, es opuesta.

De la misma manera que la interpretación de la gráfica precedente, se determina que en los años que la garantía general disminuye, aumenta el monto de creación de valor; esto sucedió en los años 2014 y 2017; y por otro lado, en los años 2015 y 2016 aumenta el uso de garantía general pero disminuye la creación de valor en las empresas.

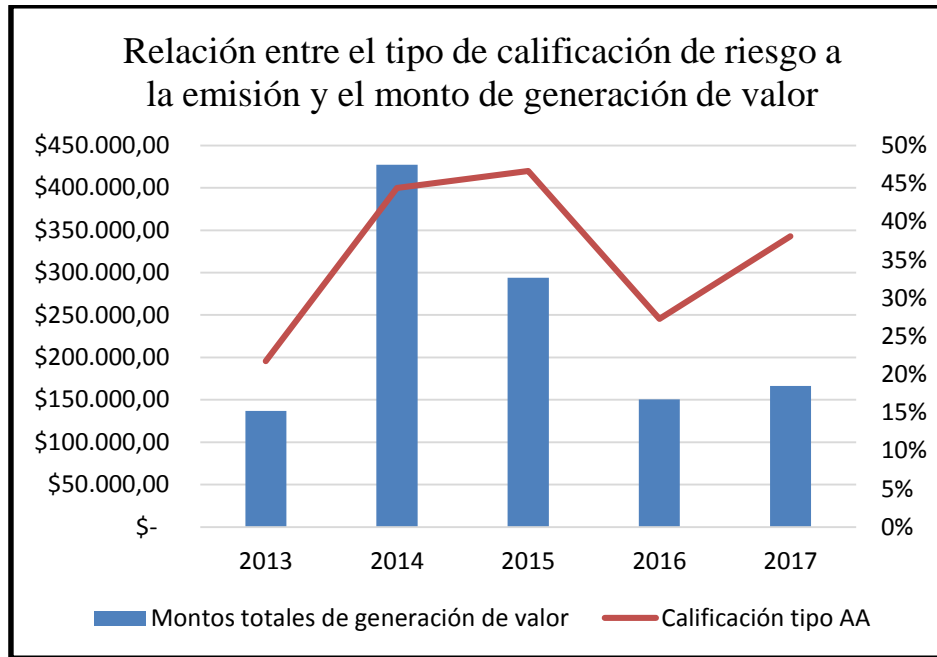


Figura 33 Relación entre el tipo de calificación de riesgo a la emisión y el monto de generación de valor de las empresas ecuatorianas en el período 2013- 2017

De igual manera, en esta relación se ha tomado la calificación de riesgo que prevaleció durante el período de estudio que es la calificación AA, en esta se puede evidenciar que la calificación de riesgo tiene una directa relación con la creación de valor.

Este hecho se sustenta porque la calificación de riesgo precisamente se basa en indicadores económicos, y de igual manera la creación de valor.

## 4.2 Verificación de hipótesis

### 4.2.1. Método de verificación

Para la realización verificación de hipótesis, se utilizó el software SPSS, lo que facilita el procesamiento de datos, dando confiabilidad a los resultados.

Dentro del programa SPSS, se procedió a utilizar el método U de Mann Whitney, que según (Saldaña, 2013), es empleada para la comparación de dos muestras independientes, ya sea con variables cuantitativas o cualitativas ordinales (de rango).

Para la variable independiente que es la emisión de obligaciones, se tomó una de las características que es el monto, puesto que se mide en dólares y de igual manera la creación de valor también está medida en dólares.

A continuación, se exponen los resultados de las pruebas estadísticas:

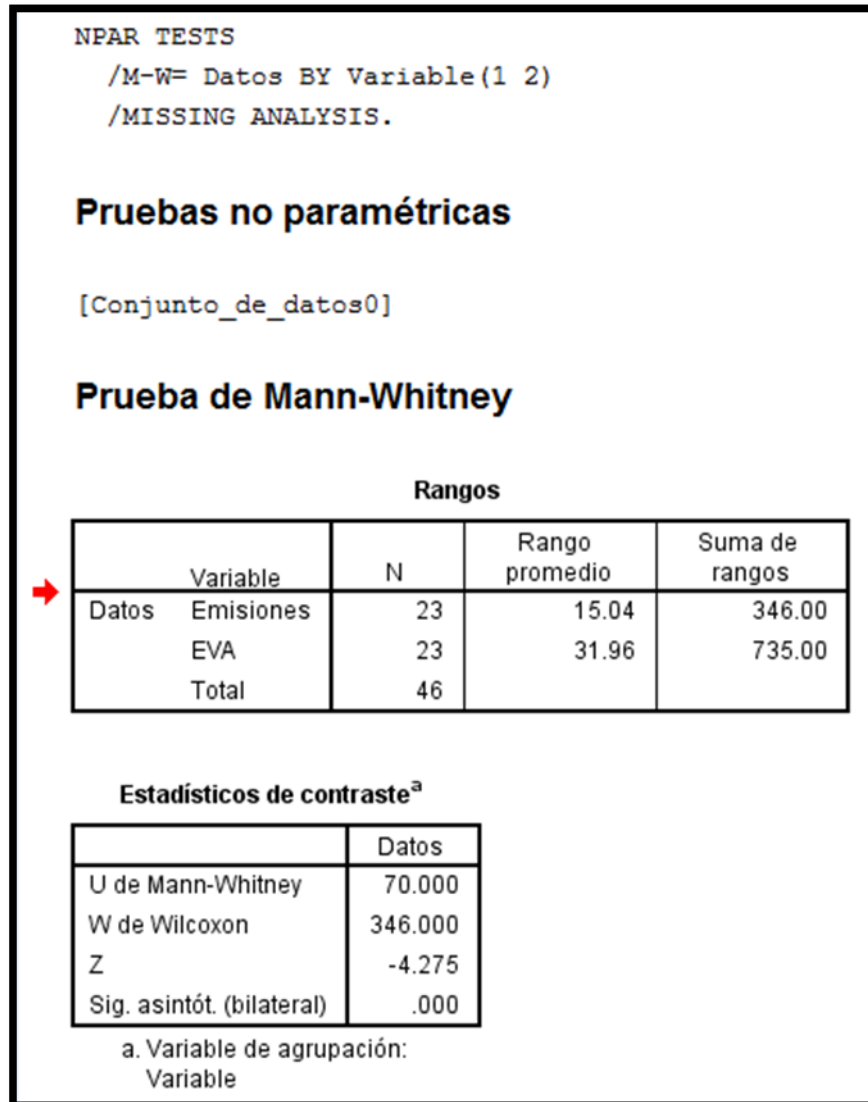


Figura 34 Resultado de comprobación estadística del año 2013

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Software SPSS (2019)

## ➔ Pruebas no paramétricas

[Conjunto\_de\_datos1]

### Prueba de Mann-Whitney

#### Rangos

	Variable	N	Rango promedio	Suma de rangos
Datos	Emisiones	26	16.50	429.00
	EVA	26	36.50	949.00
	Total	52		

#### Estadísticos de contraste<sup>a</sup>

	Datos
U de Mann-Whitney	78.000
W de Wilcoxon	429.000
Z	-4.760
Sig. asintót. (bilateral)	.000

a. Variable de agrupación:  
Variable

Figura 35 Resultado de comprobación estadística del año 2014

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Software SPSS (2019)

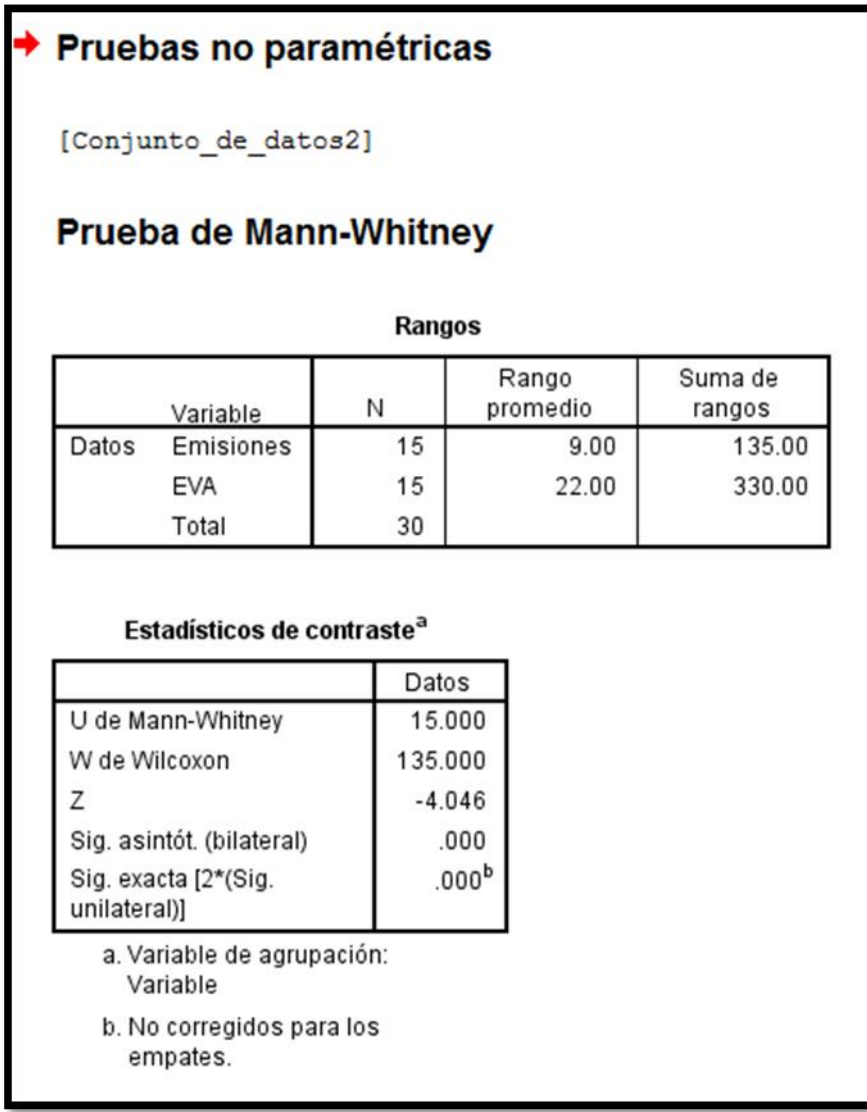


Figura 36 Resultado de comprobación estadística del año 2015

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Software SPSS (2019)

## ➔ Pruebas no paramétricas

[Conjunto\_de\_datos0]

### Prueba de Mann-Whitney

#### Rangos

Variable	N	Rango promedio	Suma de rangos
Datos Emisiones	11	9.00	99.00
EVA	11	14.00	154.00
Total	22		

#### Estadísticos de contraste<sup>a</sup>

	Datos
U de Mann-Whitney	33.000
W de Wilcoxon	99.000
Z	-1.809
Sig. asintót. (bilateral)	.070
Sig. exacta [2*(Sig. unilateral)]	.076 <sup>b</sup>

a. Variable de agrupación:  
Variable

b. No corregidos para los  
empates.

Figura 37 Resultado de comprobación estadística del año 2016

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Software SPSS (2019)



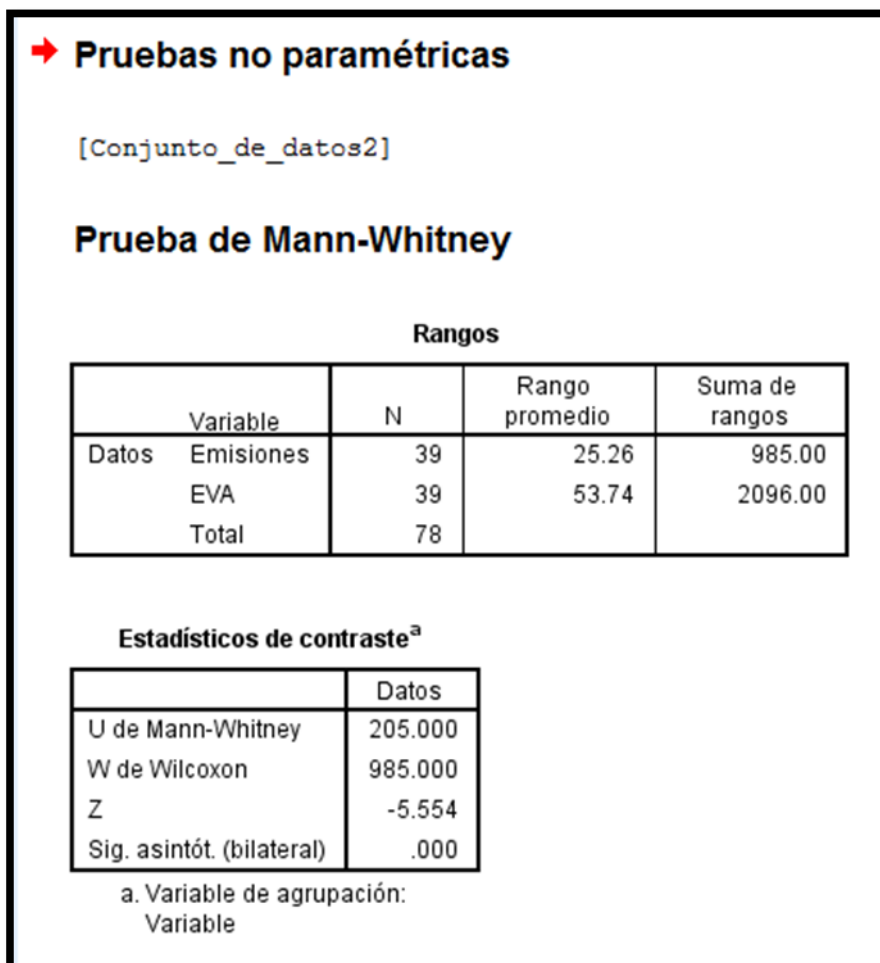


Figura 38 Resultado de comprobación estadística del año 2017

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Software SPSS (2019)

#### 4.2.2. Planteamiento de hipótesis

¿La emisión de obligaciones a través del mercado bursátil incide en la generación de valor para las empresas ecuatorianas?

H1: La variable emisión de obligaciones a través del mercado bursátil incide en la generación de valor para las empresas ecuatorianas.

H0: La variable emisión de obligaciones a través del mercado bursátil no incide en la generación de valor para las empresas ecuatorianas.

#### 4.2.3. Nivel de significación

$P \leq 0.05$	Con un nivel de confianza del 95%
Se rechaza H0 (Hipótesis nula) y se acepta H1 (Hipótesis alternativa)	

#### 4.2.4. Interpretación

Con un nivel de confianza del 100% para los años 2013, 2014, 2015 y 2017 se rechaza la hipótesis nula ( $H_0$ ) y se acepta la hipótesis alterna ( $H_1$ ); por lo tanto, la emisión de obligaciones a través del Mercado Bursátil incide en la generación de valor para las empresas ecuatorianas.

Únicamente en el año 2016, el nivel de confianza es de 92.4%, por lo que se acepta la hipótesis nula; en este año no se observa una relación entre las variables; lo cual concuerda con los resultados analizados en ese año; en que el monto promedio de emisiones aumentó y el monto promedio de creación de valor disminuyó. Esto puede explicarse porque el 2016, fue el año en que menos empresas emitieron obligaciones.

Lo anterior quiere decir que durante todos los años, a excepción del 2016, las empresas utilizaron la emisión de obligaciones como una herramienta de financiamiento para generar valor económico agregado. Puesto que se utilizaron los montos de las emisiones para la verificación de hipótesis, se demuestra una vez más, que esta es una de las características de la emisión de obligaciones que mayor incidencia tiene sobre la generación de valor.

## **CAPÍTULO V**

### **CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

#### **5.1. Conclusiones**

- La mayor parte de empresas que han utilizado la emisión de obligaciones como fuente de financiamiento al menos dos veces durante el período 2013-2017 pertenecen a las ramas de industrias manufactureras y comerciales y están ubicadas en su gran mayoría en la ciudad de Guayaquil; lo último se explica con lo publicado en la página de Ecuavisa (2016), de que Guayaquil es sede del 39% de las 1,000 compañías más importantes del Ecuador, constituyendo un aporte vital para la economía de todo el país. Por otra parte, Mejía (2013) atribuye a una amplia trayectoria y gran tamaño a que las empresas tengan mayor acceso a fuentes de financiamiento; sin embargo, se observó que la gran parte de empresas emisoras no superan los cuarenta años de edad, pero si son a excepción de una, grandes empresas.
  
- Con relación al análisis de los programas de emisión de obligaciones de las empresas, en cuanto a sus características; se observó que los montos promedio de emisión han mantenido un comportamiento estable, entre 7.3 y 8.3 millones de dólares, a excepción del año 2016 en donde el monto asciende a 11.5 millones. La tasa promedio de interés de las obligaciones durante el período de estudio osciló entre el 7.97% y el 8.33%; siendo estas más atractivas para los inversores, que las tasas promedio referenciales pasivas publicadas por el BCE que oscilaba entre el 4.53% y el 5.73%. Los plazos promedio establecidos en las emisiones son de al menos tres años; es decir, a largo plazo, que según lo mencionan Baños, García, y Martínez (2014), esto corresponde a un financiamiento de estrategia conservadora.
  
- Respecto al análisis de las garantías de las emisiones, se estableció que la cobertura que ofrecen estas garantías son de al menos 5.60 veces el monto de la emisión. Más del 80% de las garantías fueron de tipo general y el resto de tipo general más específica. Como indican Zorrilla y Rodríguez (2010), las

entidades financieras, con el fin de atenuar los efectos negativos de las irregularidades informativas y protegerse de la posibilidad de impagos, pueden endurecer la exigencia de garantías a los prestatarios. Esto constituye una ventaja para las empresas que buscan financiarse con la emisión de obligaciones; puesto que la garantía general constituye todos los activos libres de gravamen; es decir, puede incluir cuentas por cobrar, inventarios, entre otros; sin necesariamente poseer o comprometer bienes inmuebles.

- En cuanto a los covenants de las emisiones, la calificación de riesgo que obtienen las empresas muestran su solidez financiera, ya que las calificaciones no bajan de tipo A y se aprecia una mejora en la calificación durante el período de estudio; como señalan Saavedra y Saavedra (2010) lo que puede hacer que la calificación baje son eventos como el incumplimiento y el deterioro de la calidad crediticia de la empresa emisora de obligaciones. Esto significa que las empresas brindan seguridad a sus inversionistas, en cuanto a la recuperación de su capital y los intereses correspondientes.
- Con relación a la generación de valor se pudo determinar que las empresas generaron valores positivos por encima de los \$130.000.000 de dólares durante todo el período. El año con mayor valor generado entre todas las empresas es el 2014, con \$427.000.000 de dólares. De acuerdo a Martínez (2011), las empresas crean valor cuando la utilidad o riqueza que genera es lo suficientemente grande para cubrir el coste de todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en el negocio. En ningún año porcentaje de empresas que perdieron valor fue mayor al 25%, siendo el año 2014 en el que más empresas crearon valor con un 91.7%.
- Finalmente, se estableció que el monto de emisión fue uno de los elementos que tuvo mayor influencia en la creación de valor para las empresas; puesto que de las ocho empresas que crearon más valor, siete emitieron obligaciones en los montos más altos durante todo el período. Esto se ratificó con la empresa Corporación El Rosado, que fue la única que realizó emisión de obligaciones durante todos los años del período de estudio y en los mayores

montos, siendo a su vez la empresa que creó más valor a lo largo del período, de forma sostenible. Los resultados concuerdan con Ramírez (2017), quien concluyó en su estudio que la Empresa Energía de Colombia también creó valor a través de la emisión de deuda. Otro factor de la emisión de obligaciones que mostró una relación directa sobre la creación de valor, fue la tasa de interés; en el año 2016 la tasa se elevó notablemente y la generación de valor disminuyó de manera evidente. Esto significa que, como señala Vílchez (2014), para lograr una mayor creación de valor en las empresas, una de las estrategias financieras es buscar fuentes de financiamiento con menor costo financiero, tal como la emisión de bonos corporativos.

## **5.2. Recomendaciones**

- Se recomienda a las Bolsas de Valores del Ecuador, que construyan estrategias que impulsen también a las pequeñas y medianas empresas a acceder al financiamiento a través del Mercado de Valores Ecuatoriano; buscando eficiencia en los procesos de negociación para disminuir los costos por comisiones y otros implícitos; como en este caso, en las emisiones de obligaciones.
- Se hace una recomendación al área financiera de las empresas que realizan emisiones de obligaciones, de mantener e incluso mejorar las calificaciones de riesgo a las de tipo más altas, para seguir brindando confianza a los inversionistas interesados en acceder a la compra de dichas emisiones.
- Se recomienda también a las administraciones de las empresas ecuatorianas, aprovechar los beneficios que el mercado de valores otorga no únicamente para el financiamiento, sino también para la inversión; puesto que es una gran alternativa a más del tradicional sistema financiero (Cooperativas, bancos, mutualistas, etc).

- De igual forma, se hace una recomendación a las empresas, de analizar específicamente a la emisión de obligaciones como herramienta de financiamiento, ya que permite que las empresas establezcan las condiciones más óptimas en dichas emisiones; haciendo referencia al monto, garantía, plazo y tasa, para aprovechar de mejor manera esta forma de financiamiento.
- Se hace una recomendación a todas las empresas, de todas las edades, sectores y ciudades, de realizar una medición periódica del valor económico agregado (EVA) que está generando la empresa, puesto que esto les va a permitir evaluar más allá de los resultados visibles de los estados financieros, para la toma de medidas y estrategias que permitan asegurar la sostenibilidad de las compañías en el tiempo.

## **CAPÍTULO VI**

### **PROPUESTA**

#### **6.1. Datos informativos**

**Título:**

Simulador de emisión de obligaciones y su resultado sobre el valor económico agregado de la empresa

**Institución ejecutora:**

Se utilizó el ejemplo de una empresa que ofrece servicios tecnológicos

**Investigadora:**

Fernanda Anabel Zurita Sánchez

**Beneficiarios:**

Empresas del Ecuador

**País:**

Ecuador

**Tiempo estimado para la ejecución:**

El tiempo estimado para la ejecución de esta propuesta es de 3 días

**Equipo responsable:**

La presente propuesta es ejecutada por las jefaturas o gerencias financieras de las empresas de Ecuador.

## **6.2. Antecedentes de la propuesta**

Las empresas actualmente, tienen la necesidad de utilizar herramientas dinámicas que les permita poner a la compañía en diferentes escenarios financieros, para la adecuada toma de decisiones. Esto es, mediante simuladores que faciliten el cálculo y obtención de información que sea fácilmente interpretada y analizada.

En la presente investigación, se analizó el efecto que tiene la emisión de obligaciones sobre la creación de valor en las empresas. Como señala Méndez (2015), el desconocimiento por parte de las empresas sobre el mercado de valores, es una de las principales causas de su desaprovechamiento. Por esta razón se ha establecido que un simulador de emisión de obligaciones que permita ver su efecto en la generación de valor de las empresas, sería una útil herramienta antes de decidir las condiciones de un financiamiento.

## **6.3 Justificación**

Yori, Hernández, y Chumaceiro (2011) publican acerca de la utilidad de la planificación de escenarios dentro del contexto estratégico de las organizaciones.

En el área financiera es crucial hacer un análisis previo de los efectos y resultados que provocará una decisión de inversión y/o financiamiento. En este caso, el simulador que se propone en este estudio, permitirá al área financiera de las empresas precisamente simular los efectos que provocaría el financiamiento a través de la emisión de obligaciones en la generación de valor.

Este simulador será de mucha importancia para aquellas empresas que tengan dentro de su planificación la inversión en activos, procesos, y otros que les permita incrementar no sólo sus ventas e ingresos, sino también su valor como empresa. El financiamiento es una necesidad constante en las empresas, por lo que al igual que Méndez, Parra, y Hurtado (2009), en su publicación; se ha considerado que un simulador financiero brindará a los administradores identificar los puntos críticos en la toma de decisiones financieras.



## **6.4 Objetivos**

### **6.4.1. Objetivo general**

Diseñar un simulador para los programas de emisión de obligaciones que proyecte la creación de valor en las empresas comerciales de Ecuador.

### **6.4.2. Objetivos específicos**

- Determinar los aspectos generales que requiere la preparación de un simulador de emisión de obligaciones y su resultado en el valor económico agregado.
- Elaborar un listado de actividades a seguir para la elaboración del simulador.

## **6.5 Análisis de factibilidad**

La propuesta planteada en este trabajo de investigación es factible de ejecutarse ya que conlleva cuentas generales de las empresas, que desde luego debe contener los datos de proyecciones de cada empresa, así como las condiciones que los administradores consideren para la emisión de obligaciones y así apreciar el efecto que estas ocasionan en la generación de valor económico agregado para la empresa.

### **Organizacional:**

Esta propuesta es asequible para las empresas, puesto que no tiene costo de adquisición, únicamente debe ser realizada por una persona que tenga pleno conocimiento de la situación económica, organizacional, y del entorno de la compañía y maneje aspectos financieros.

### **Tecnológico:**

El simulador propuesto, es factible tecnológicamente, ya que el mismo está realizado en un Excel que automatiza los cálculos de rubros importantes, no es necesaria otra

herramienta tecnológica adicional, únicamente que la información que las empresas ingresen en el simulador sea correcta y alineada a la realidad de cada compañía.

### **Económico Financiero:**

Es posible realiza la propuesta, puesto que se cuentan con los recursos económicos necesarios, el mismo será autofinanciado.

Tabla 15 *Recursos materiales*

<b>Rubro</b>	<b>Total</b>
Impresiones	\$ 40.00
Anillados	\$ 20.00
Dispositivo de almacenamiento de información	\$ 12.00
Subtotal	\$ 72.00
10% de imprevisto	\$ 7.20
<b>Total</b>	<b>\$ 79.20</b>

### **6.6. Fundamentación**

De acuerdo al estudio publicado por Terrazas (2009), los estados financieros proyectados, parten de diferentes criterios, supuestos y pronósticos. Existen supuestos externos, como la inflación, las proyecciones económicas a nivel país; y de igual manera existen supuestos internos como lo señalan Perea, castellano y Valderrama (2016), entre ellos están los objetivos financieros propuestos por la organización, las políticas de la entidad y sus metas.

Para el diseño del simulador, se necesario partir de un flujo de efectivo proyectado de la empresa para prever su necesidad de fondos; esto, como lo indican Bazzani y Cruz (2008), se obtiene de tomar el saldo inicial más los ingresos y menos los egresos en el periodo.

Esto sirvió para conocer el monto necesario a emitir, así como el plazo, y tasa de interés que la empresa puede ofrecer en dicha emisión. Es importante señalar, que en el flujo no se consideran los egresos e ingresos que no implican movimiento de efectivo, en cuanto a los egresos tenemos por ejemplo depreciaciones, provisiones y amortizaciones y por el lado de los ingresos hay que considerar la realización en efectivo de las mismas, es decir su cobro.

El simulador también comprende la proyección de los supuestos en el estado de resultados, así como en el de situación financiera. Para establecer las condiciones de la emisión de obligaciones, se consideraron los principales aspectos económicos de la emisión que se incluyen el prospecto de oferta pública según señala el Reglamento de emisión de obligaciones y papel comercial (2002).

Para el cálculo del valor económico agregado, se utilizó el cálculo expuesto por (Radi y Bolívar, 2007), el cual se describió en la metodología de la presente investigación.

## 6.7. Metodología del modelo operativo

Para el simulador, se tomó como referencia la operación de una empresa que ofrece servicios tecnológicos; pero la herramienta es adaptable a cualquier compañía, dependiendo de su actividad económica, así como proyecciones financieras.

Las actividades que implicó el diseño de este simulador, se detallan a continuación:

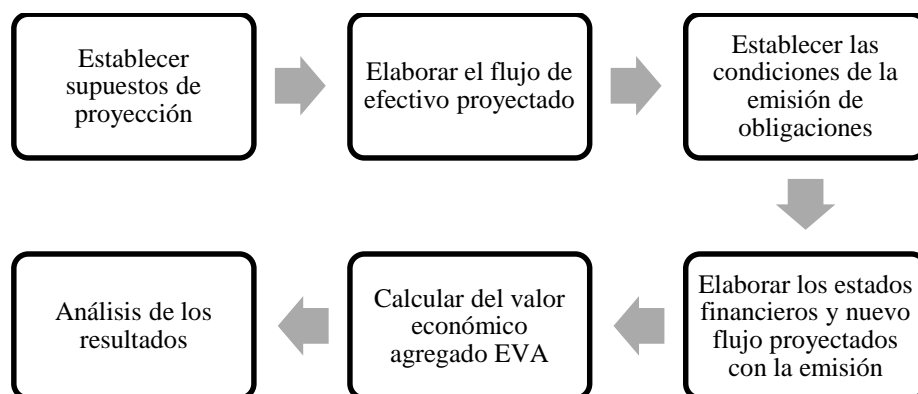


Figura 39 Flujo de actividades de la propuesta de la investigación

En la siguiente tabla se amplía el contexto de cada una de las actividades a realizar:

Tabla 16 *Descripción de actividades de la propuesta de investigación*

Actividad	Contexto
1. Establecer supuestos de proyección	Los supuestos generalmente se basan en la tendencia de mercado, proyecciones económicas a nivel país en cuanto a tasas de inflación o deflación. De igual manera se incorporan los objetivos alcanzables propuestos por la administración.
2. Elaborar el flujo de efectivo proyectado	Se realiza la proyección del flujo de efectivo, y de esta manera, se establece la necesidad de financiamiento para sostener las proyecciones de la empresa.
3. Establecer las condiciones de la emisión de obligaciones	En base a la necesidad de financiamiento, se establecen las condiciones de la emisión con sus principales aspectos: Monto, tasa de interés, plazo, valor de los títulos, pago capital, pago interés, fecha de emisión y colocación, tipo y monto de garantía, monto máximo de emisión, gastos de emisión.
4. Elaborar los estados financieros y nuevo flujo proyectados con la emisión	Tanto el estado de resultados como el estado de situación financiera proyectados, se los presenta para cuatro períodos o dependiendo del tiempo de cada programa. Estos se muestran en el escenario de la emisión de obligaciones.
5. Calcular del efecto en el valor económico agregado EVA	El cálculo del indicador EVA se realiza para períodos del programa de emisión, tomando los datos de los estados financieros proyectados.
6. Analizar de los resultados	Se analizan los resultados obtenidos del simulador.

## 1. Supuestos de proyección

Tomando un ejemplo de una empresa comercial del sector automotriz, se definen los siguientes supuestos:

### Supuestos externos:

- Según las proyecciones económicas que presenta el Ministerio de Economía y Finanzas del Ecuador (2018), se establecen los siguientes aspectos principales a continuación:

Tabla 17 *Proyecciones económicas de Ecuador para el período 2019- 2022*

Variable/ Año	2019	2020	2021	2022
Inflación	1,07%	1,53%	2,21%	2,60%
Crecimiento real del PIB	1,43%	2,05%	1,47%	1,01%
Tasa de interés implícita deuda pública y otras obligaciones	4,36%	4,10%	4,11%	3,8%
Tasa de interés deuda pública total	5,81%	5,34%	5,27%	4,8%
PIB Nominal	113.097,00	116.887,00	121.015,00	124.875,00

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas del Ecuador (2018)

### Supuestos internos:

La administración de la compañía, con la intención de incrementar los ingresos a nivel nacional, ha decidido realizar la inversión correspondiente para abrir un nuevo punto de venta en la ciudad de Guayaquil.

### Inversiones y gastos:

- En el mes de mayo de 2019 se realiza la adquisición de un terreno para la construcción de las instalaciones, mismo que está valorado en \$105,000.00.
- Se realiza la construcción de las instalaciones, obra que se proyecta inaugurar en julio de 2020, se cancela de manera anticipada el segundo semestre de 2019, por un costo total de \$96.000

- Finalmente se adquieren los muebles, enseres y equipo de cómputo para finalizar la adecuación del nuevo punto de venta. El total de estas adquisiciones suman \$26,000.
- De igual manera se provee un aumento del 15% en la nómina del personal de venta, puesto que se contratará personal para atender esa agencia.

Ingresos:

- Con el nuevo punto de venta se provee un incremento en los ingresos en un 40%, a partir de julio de 2020; mientras el costo de venta se mantiene en el 55% en todas las líneas de negocio.

## 2. Flujo de efectivo proyectado

FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO SEMESTRAL								
AÑO	2019		2020		2021		2022	
SEMESTRE	SEM I	SEM 2	SEM 1	SEM 2	SEM 1	SEM 2	SEM 1	SEM 2
<b>FLUJO INICIAL</b>	\$ 98.800,00	\$ 1.800,00	\$ (122.410,00)	\$ (128.420,00)	\$ (40.495,00)	\$ 42.558,05	\$ 108.548,05	\$ 149.133,49
<b>INGRESOS</b>								
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	\$ 810.000,00	\$ 812.200,00	\$ 812.200,00	\$ 1.088.500,00	\$ 1.089.300,00	\$ 1.089.200,00	\$ 1.090.700,00	\$ 1.390.800,00
Línea de negocio 1	\$ 690.000,00	\$ 690.000,00	\$ 690.000,00	\$ 966.000,00	\$ 966.000,00	\$ 966.000,00	\$ 966.000,00	\$ 1.265.000,00
Línea de negocio 2	\$ 85.000,00	\$ 87.200,00	\$ 87.200,00	\$ 87.500,00	\$ 87.600,00	\$ 87.500,00	\$ 89.000,00	\$ 90.100,00
Línea de negocio 3	\$ 35.000,00	\$ 35.000,00	\$ 35.000,00	\$ 35.000,00	\$ 35.700,00	\$ 35.700,00	\$ 35.700,00	\$ 35.700,00
<b>COLOCACIÓN EMISIÓN DE OBLIGACIONES</b>								
<b>TOTAL INGRESOS</b>	\$ 810.000,00	\$ 812.200,00	\$ 812.200,00	\$ 1.088.500,00	\$ 1.089.300,00	\$ 1.089.200,00	\$ 1.090.700,00	\$ 1.390.800,00
<b>EGRESOS</b>								
<b>COSTOS DE VENTA</b>	\$ 445.500,00	\$ 446.710,00	\$ 446.710,00	\$ 598.675,00	\$ 599.115,00	\$ 599.060,00	\$ 599.885,00	\$ 764.940,00
Línea de negocio 1	\$ 379.500,00	\$ 379.500,00	\$ 379.500,00	\$ 531.300,00	\$ 531.300,00	\$ 531.300,00	\$ 531.300,00	\$ 695.750,00
Línea de negocio 2	\$ 46.750,00	\$ 47.960,00	\$ 47.960,00	\$ 48.125,00	\$ 48.180,00	\$ 48.125,00	\$ 48.950,00	\$ 49.555,00
Línea de negocio 3	\$ 19.250,00	\$ 19.250,00	\$ 19.250,00	\$ 19.250,00	\$ 19.635,00	\$ 19.635,00	\$ 19.635,00	\$ 19.635,00
<b>GASTOS ADMINISTRATIVOS</b>	\$ 159.200,00	\$ 178.400,00	\$ 159.800,00	\$ 179.200,00	\$ 161.150,00	\$ 180.350,00	\$ 169.017,50	\$ 189.177,50
Gastos del personal	\$ 120.000,00	\$ 139.200,00	\$ 120.000,00	\$ 139.200,00	\$ 120.000,00	\$ 139.200,00	\$ 126.000,00	\$ 146.160,00
Honorarios y dietas	\$ 23.000,00	\$ 23.000,00	\$ 23.000,00	\$ 23.000,00	\$ 24.150,00	\$ 24.150,00	\$ 25.357,50	\$ 25.357,50
Seguros	\$ 2.600,00	\$ 2.600,00	\$ 3.000,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00
Servicios ocasionales	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00	\$ 7.560,00	\$ 7.560,00
Arrendamientos	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00
Depreciaciones y amortizaciones								
Mantenimientos y reparaciones	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.400,00	\$ 3.400,00	\$ 3.400,00	\$ 3.400,00	\$ 3.700,00	\$ 3.700,00
<b>GASTOS DE VENTA</b>	\$ 193.800,00	\$ 211.800,00	\$ 195.700,00	\$ 222.700,00	\$ 245.981,95	\$ 243.800,00	\$ 281.212,05	\$ 256.085,00
Gastos del personal	\$ 180.000,00	\$ 198.000,00	\$ 180.000,00	\$ 207.000,00	\$ 207.000,00	\$ 227.700,00	\$ 217.350,00	\$ 239.085,00
Honorarios y dietas	\$ 5.000,00	\$ 5.000,00	\$ 5.600,00	\$ 5.600,00	\$ 5.600,00	\$ 6.000,00	\$ 6.300,00	\$ 6.300,00
Seguros	\$ 5.600,00	\$ 5.600,00	\$ 6.600,00	\$ 6.600,00	\$ 6.600,00	\$ 6.600,00	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00
Arrendamientos	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00
Depreciaciones y amortizaciones					\$ 23.281,95		\$ 46.862,05	
Mantenimientos y reparaciones	\$ 1.200,00	\$ 1.200,00	\$ 1.500,00	\$ 1.500,00	\$ 1.500,00	\$ 1.500,00	\$ 1.500,00	\$ 1.500,00
<b>IMPUESTO A LA RENTA Y UTILIDADES</b>								\$ -
<b>PAGO PRÉSTAMO BANCARIO</b>	\$ 3.500,00	\$ 3.500,00						
<b>PAGO EMISIÓN DE OBLIGACIONES</b>								
<b>PAGO GASTOS DE EMISIÓN</b>								
<b>INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS</b>	\$ 105.000,00	\$ 96.000,00	\$ 16.000,00					
<b>TOTAL EGRESOS</b>	\$ 907.000,00	\$ 936.410,00	\$ 818.210,00	\$ 1.000.575,00	\$ 1.006.246,95	\$ 1.023.210,00	\$ 1.050.114,55	\$ 1.210.202,50
<b>FLUJO FINAL</b>	\$ 1.800,00	\$ (122.410,00)	\$ (128.420,00)	\$ (40.495,00)	\$ 42.558,05	\$ 108.548,05	\$ 149.133,49	\$ 329.730,99

Figura 40 Flujo de efectivo proyectado semestral antes de la emisión de obligaciones

### 3. Condiciones de la emisión

Puesto, que se ha trabajado con un ejemplo de una empresa comercial del sector automotriz, de igual manera las condiciones de la emisión se basan en las necesidades previamente determinadas en el flujo de efectivo proyectado.

Tabla 18 *Condiciones de la emisión de obligaciones*

<b>Concepto</b>	<b>Valores</b>
Monto en dólares	\$ 300,000.00
Tasa de interés	8%
Plazo en días	1260
Valor de los títulos	\$ 10,000.00
Pago capital	Trimestral
Pago interés	Trimestral
Fecha de emisión y colocación	01/07/2019
Tipo de Garantía	General
Monto de garantía	\$ 632,000.00
Monto máximo de emisión	\$ 505,600.00
Cumple monto máximo de emisión	Cumple
Gastos de emisión	\$ 16,200.00

El compromiso de la administración de la empresa en la emisión de obligaciones es no repartir dividendos durante el plazo de la emisión.

Tabla 19 *Monto de garantía*

<b>Activos libres de todo gravamen</b>	
Total activos:	\$ 710,000.00
(-) Activos con gravamen	
Propiedad, planta y equipo	\$ 78,000.00
Activos libres de todo gravamen	\$ 632,000.00



Tabla 20 *Monto máximo de emisión*

<b>80% de activos libres de todo gravamen</b>	
Monto máximo de emisión	\$ 505,600.00

Tabla 21 *Gastos de la emisión*

<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Honorarios de colocación, estructuración legal y financiera (único pago)	\$ 4,500.00
Honorarios calificadora de riesgos, correspondiente a calificación inicial y actualización anual	\$ 3,000.00
Honorarios por desmaterialización, depósito centralizado de valores (DECEVALE)	\$ 2,000.00
Honorarios por gestión de pago, depósito centralizado de valores (DECEVALE)	0.01% sobre los valores pagados
Honorarios del representante de obligacionistas, total	\$ 2,500.00
Inscripción ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (cuota de inscripción correspondiente al 0.5 por mil del monto total de la emisión hasta un monto máximo de \$2,500.00)	\$ 2,000.00
Comisión de la transacción de los valores a través de la Bolsa de Valores	\$ 1,900.00
Papelería, CD's y otros (único pago)	\$ 300.00
<b>Total gastos de emisión</b>	<b>\$ 16,200.00</b>

#### 4. Estados financieros y nuevo flujo de efectivo proyectados con la emisión de obligaciones

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO				
AÑO	2019	2020	2021	2022
<b>INGRESOS</b>				
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	\$ 1.622.200,00	\$ 1.900.700,00	\$ 2.178.500,00	\$ 2.481.500,00
Línea de negocio 1	\$ 1.380.000,00	\$ 1.656.000,00	\$ 1.932.000,00	\$ 2.231.000,00
Línea de negocio 2	\$ 172.200,00	\$ 174.700,00	\$ 175.100,00	\$ 179.100,00
Línea de negocio 3	\$ 70.000,00	\$ 70.000,00	\$ 71.400,00	\$ 71.400,00
<b>OTROS INGRESOS</b>				
<b>TOTAL INGRESOS</b>	\$ 1.622.200,00	\$ 1.900.700,00	\$ 2.178.500,00	\$ 2.481.500,00
<b>EGRESOS</b>				
<b>COSTOS DE VENTA</b>	\$ 892.210,00	\$ 1.045.385,00	\$ 1.198.175,00	\$ 1.364.825,00
Línea de negocio 1	\$ 759.000,00	\$ 910.800,00	\$ 1.062.600,00	\$ 1.227.050,00
Línea de negocio 2	\$ 94.710,00	\$ 96.085,00	\$ 96.305,00	\$ 98.505,00
Línea de negocio 3	\$ 38.500,00	\$ 38.500,00	\$ 39.270,00	\$ 39.270,00
<b>GASTOS ADMINISTRATIVOS</b>	\$ 350.100,00	\$ 335.500,00	\$ 354.000,00	\$ 370.695,00
Gastos del personal	\$ 259.200,00	\$ 259.200,00	\$ 259.200,00	\$ 272.160,00
Honorarios y dietas	\$ 46.000,00	\$ 46.000,00	\$ 48.300,00	\$ 50.715,00
Seguros	\$ 5.200,00	\$ 6.200,00	\$ 6.400,00	\$ 6.400,00
Servicios ocasionales	\$ 14.400,00	\$ (1.600,00)	\$ 14.400,00	\$ 15.120,00
Arrendamientos	\$ 6.400,00	\$ 6.400,00	\$ 6.400,00	\$ 6.400,00
Depreciaciones	\$ 12.500,00	\$ 12.500,00	\$ 12.500,00	\$ 12.500,00
Mantenimientos y reparaciones	\$ 6.400,00	\$ 6.800,00	\$ 6.800,00	\$ 7.400,00
<b>GASTOS DE VENTA</b>	\$ 418.600,00	\$ 437.000,00	\$ 485.100,00	\$ 537.297,05
Gastos del personal	\$ 378.000,00	\$ 387.000,00	\$ 434.700,00	\$ 456.435,00
Honorarios y dietas	\$ 10.000,00	\$ 11.200,00	\$ 11.600,00	\$ 12.600,00
Seguros	\$ 11.200,00	\$ 13.200,00	\$ 13.200,00	\$ 14.400,00
Arrendamientos	\$ 4.000,00	\$ 4.000,00	\$ 4.000,00	\$ 4.000,00
Depreciaciones	\$ 13.000,00	\$ 18.600,00	\$ 18.600,00	\$ 18.600,00
Mantenimientos y reparaciones	\$ 2.400,00	\$ 3.000,00	\$ 3.000,00	\$ 3.000,00
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	\$ 12.474,39	\$ 18.588,92	\$ 11.950,37	\$ 4.764,60
Intereses emisión de obligaciones	\$ 11.624,39	\$ 18.588,92	\$ 11.950,37	\$ 4.764,60
Intereses préstamos bancarios	\$ 850,00			
<b>TOTAL EGRESOS</b>	\$ 1.673.384,39	\$ 1.836.473,92	\$ 2.049.225,37	\$ 2.277.581,65
<b>UTILIDAD</b>	\$ (51.184,39)	\$ 64.226,08	\$ 129.274,63	\$ 203.918,35
<b>15% PARTICIPACIÓN TRABAJADORES</b>		\$ 9.633,91	\$ 19.391,19	\$ 30.587,75
<b>IMPUESTO A LA RENTA</b>		\$ 13.648,04	\$ 27.470,86	\$ 43.332,65
<b>UTILIDAD NETA</b>	\$ (51.184,39)	\$ 40.944,13	\$ 82.412,58	\$ 129.997,95

Figura 41 Estado de resultados proyectado para el período 2019- 2022

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO				
AÑO	2019	2020	2021	2022
<b>ACTIVOS</b>				
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	\$ 17.700,00	\$ 74.057,64	\$ 155.013,32	\$ 225.366,40
Flujo y equivalentes	\$ 1.800,00	\$ 56.257,64	\$ 128.113,32	\$ 135.566,40
Clientes	\$ 15.900,00	\$ 17.800,00	\$ 26.900,00	\$ 89.800,00
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	\$ 817.382,70	\$ 830.057,30	\$ 771.196,25	\$ 719.249,90
Propiedad, planta y equipo	\$ 817.382,70	\$ 830.057,30	\$ 771.196,25	\$ 719.249,90
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	\$ 835.082,70	\$ 904.114,94	\$ 926.209,57	\$ 944.616,30
<b>PASIVOS</b>				
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	\$ 28.900,00	\$ 58.981,95	\$ 73.262,05	\$ 89.620,40
Obligaciones laborales		\$ 9.633,91	\$ 19.391,19	\$ 30.587,75
Proveedores	\$ 28.900,00	\$ 35.700,00	\$ 26.400,00	\$ 15.700,00
Préstamo bancario				
Impuesto a la renta por pagar		\$ 13.648,04	\$ 27.470,86	\$ 43.332,65
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	\$ 462.367,09	\$ 409.188,86	\$ 353.534,94	\$ 304.997,95
Provisiones laborales	\$ 165.000,00	\$ 170.000,00	\$ 172.000,00	\$ 175.000,00
Obligaciones emitidas porción no corriente	\$ 297.367,09	\$ 198.244,73	\$ 99.122,36	\$ -
Dividendos no distribuidos		\$ 40.944,13	\$ 82.412,58	\$ 129.997,95
<b>TOTAL PASIVO</b>	\$ 491.267,09	\$ 468.170,81	\$ 426.796,99	\$ 394.618,35
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital suscrito	\$ 280.000,00	\$ 280.000,00	\$ 280.000,00	\$ 280.000,00
Reservas	\$ 115.000,00	\$ 115.000,00	\$ 137.000,00	\$ 140.000,00
Resultados del ejercicio	\$ (51.184,39)	\$ 40.944,13	\$ 82.412,58	\$ 129.997,95
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	\$ 343.815,61	\$ 435.944,13	\$ 499.412,58	\$ 549.997,95
<b>TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO</b>	\$ 835.082,70	\$ 904.114,94	\$ 926.209,57	\$ 944.616,30

Figura 42 Estado de situación financiera proyectado para el período 2019-2022

FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO SEMESTRAL								
(En dólares americanos)								
AÑO	2019		2020		2021		2022	
SEMESTRE	SEM 1	SEM 2	SEM 1	SEM 2	SEM 1	SEM 2	SEM 1	SEM 2
<b>FLUJO INICIAL</b>	\$ 98.800,00	\$ 1.800,00	\$ 111.828,82	\$ 56.257,64	\$ 94.621,45	\$ 128.113,32	\$ 144.542,13	\$ 135.566,40
<b>INGRESOS</b>								
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	\$ 810.000,00	\$ 812.200,00	\$ 812.200,00	\$ 1.088.500,00	\$ 1.089.300,00	\$ 1.089.200,00	\$ 1.090.700,00	\$ 1.390.800,00
Línea de negocio 1	\$ 690.000,00	\$ 690.000,00	\$ 690.000,00	\$ 966.000,00	\$ 966.000,00	\$ 966.000,00	\$ 966.000,00	\$ 1.265.000,00
Línea de negocio 2	\$ 85.000,00	\$ 87.200,00	\$ 87.200,00	\$ 87.500,00	\$ 87.600,00	\$ 87.500,00	\$ 89.000,00	\$ 90.100,00
Línea de negocio 3	\$ 35.000,00	\$ 35.000,00	\$ 35.000,00	\$ 35.000,00	\$ 35.700,00	\$ 35.700,00	\$ 35.700,00	\$ 35.700,00
<b>COLOCACIÓN EMISIÓN DE OBLIGACIONES</b>		\$ 300.000,00						
<b>TOTAL INGRESOS</b>	\$ 810.000,00	\$ 1.112.200,00	\$ 812.200,00	\$ 1.088.500,00	\$ 1.089.300,00	\$ 1.089.200,00	\$ 1.090.700,00	\$ 1.390.800,00
<b>EGRESOS</b>								
<b>COSTOS DE VENTA</b>	\$ 445.500,00	\$ 446.710,00	\$ 446.710,00	\$ 598.675,00	\$ 599.115,00	\$ 599.060,00	\$ 599.885,00	\$ 764.940,00
Línea de negocio 1	\$ 379.500,00	\$ 379.500,00	\$ 379.500,00	\$ 531.300,00	\$ 531.300,00	\$ 531.300,00	\$ 531.300,00	\$ 695.750,00
Línea de negocio 2	\$ 46.750,00	\$ 47.960,00	\$ 47.960,00	\$ 48.125,00	\$ 48.180,00	\$ 48.125,00	\$ 48.950,00	\$ 49.555,00
Línea de negocio 3	\$ 19.250,00	\$ 19.250,00	\$ 19.250,00	\$ 19.250,00	\$ 19.635,00	\$ 19.635,00	\$ 19.635,00	\$ 19.635,00
<b>GASTOS ADMINISTRATIVOS</b>	\$ 159.200,00	\$ 178.400,00	\$ 159.800,00	\$ 179.200,00	\$ 161.150,00	\$ 180.350,00	\$ 169.017,50	\$ 189.177,50
Gastos del personal	\$ 120.000,00	\$ 139.200,00	\$ 120.000,00	\$ 139.200,00	\$ 120.000,00	\$ 139.200,00	\$ 126.000,00	\$ 146.160,00
Honorarios y dietas	\$ 23.000,00	\$ 23.000,00	\$ 23.000,00	\$ 23.000,00	\$ 24.150,00	\$ 24.150,00	\$ 25.357,50	\$ 25.357,50
Seguros	\$ 2.600,00	\$ 2.600,00	\$ 3.000,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00
Servicios ocasionales	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00	\$ 7.560,00	\$ 7.560,00
Arrendamientos	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00
Depreciaciones y amortizaciones								
Mantenimientos y reparaciones	\$ 3.200,00	\$ 3.200,00	\$ 3.400,00	\$ 3.400,00	\$ 3.400,00	\$ 3.400,00	\$ 3.700,00	\$ 3.700,00
<b>GASTOS DE VENTA</b>	\$ 193.800,00	\$ 211.800,00	\$ 195.700,00	\$ 222.700,00	\$ 222.700,00	\$ 243.800,00	\$ 234.350,00	\$ 256.085,00
Gastos del personal	\$ 180.000,00	\$ 198.000,00	\$ 180.000,00	\$ 207.000,00	\$ 207.000,00	\$ 227.700,00	\$ 217.350,00	\$ 239.085,00
Honorarios y dietas	\$ 5.000,00	\$ 5.000,00	\$ 5.600,00	\$ 5.600,00	\$ 5.600,00	\$ 6.000,00	\$ 6.300,00	\$ 6.300,00
Seguros	\$ 5.600,00	\$ 5.600,00	\$ 6.600,00	\$ 6.600,00	\$ 6.600,00	\$ 6.600,00	\$ 7.200,00	\$ 7.200,00
Arrendamientos	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00
Depreciaciones y amortizaciones								
Mantenimientos y reparaciones	\$ 1.200,00	\$ 1.200,00	\$ 1.500,00	\$ 1.500,00	\$ 1.500,00	\$ 1.500,00	\$ 1.500,00	\$ 1.500,00
<b>IMPUESTO A LA RENTA Y UTILIDADES</b>					\$ 23.281,95		\$ 46.862,05	
<b>PAGO PRÉSTAMO BANCARIO</b>	\$ 3.500,00	\$ 3.500,00						
<b>PAGO EMISIÓN DE OBLIGACIONES</b>		\$ 49.561,18	\$ 49.561,18	\$ 49.561,18	\$ 49.561,18	\$ 49.561,18	\$ 49.561,18	\$ 49.561,18
<b>PAGO GASTOS DE EMISIÓN</b>		\$ 16.200,00						
<b>INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS</b>	\$ 105.000,00	\$ 96.000,00	\$ 16.000,00					
<b>TOTAL EGRESOS</b>	\$ 907.000,00	\$ 1.002.171,18	\$ 867.771,18	\$ 1.050.136,18	\$ 1.055.808,14	\$ 1.072.771,18	\$ 1.099.675,73	\$ 1.259.763,68
<b>FLUJO FINAL</b>	\$ 1.800,00	\$ 111.828,82	\$ 56.257,64	\$ 94.621,45	\$ 128.113,32	\$ 144.542,13	\$ 135.566,40	\$ 266.602,72

Figura 43 Flujo de efectivo proyectado luego de la emisión de obligaciones

## 5. Efecto en el valor económico agregado EVA

CÁLCULO DEL EVA				
AÑO	2019	2020	2021	2022
Utilidad operacional	\$ (63,658.78)	\$ 45,637.16	\$ 117,324.26	\$ 199,153.75
15% participación trabajadores	\$ -	\$ 9,633.91	\$ 19,391.19	\$ 30,587.75
Impuesto a la renta	\$ -	\$ 13,648.04	\$ 27,470.86	\$ 43,332.65
<b>UODI= Utilidad operacionesl después de impuestos</b>	<b>\$ (63,658.78)</b>	<b>\$ 22,355.21</b>	<b>\$ 70,462.20</b>	<b>\$ 125,233.35</b>
Total activo	\$ 835,082.70	\$ 904,114.94	\$ 926,209.57	\$ 944,616.30
Pasivo corriente	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>K= Capital invertido (Activos operacionales netos)</b>	<b>\$ 835,082.70</b>	<b>\$ 904,114.94</b>	<b>\$ 926,209.57</b>	<b>\$ 944,616.30</b>
UODI	\$ (63,658.78)	\$ 22,355.21	\$ 70,462.20	\$ 125,233.35
K	\$ 835,082.70	\$ 904,114.94	\$ 926,209.57	\$ 944,616.30
<b>ROI= Retorno sobre la inversión</b>	<b>-7.62%</b>	<b>2.47%</b>	<b>7.61%</b>	<b>13.26%</b>
Deuda con costo	\$165,000.00	\$170,000.00	\$172,000.00	
Pasivo más patrimonio	\$ 343,815.61	\$ 435,944.13	\$ 499,412.58	\$ 549,997.95
Costo de deuda	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
Impuestos	25%	25%	25%	25%
Costo del capital (Tasa pasiva referencial)	5.25%	5.30%	5.35%	5.35%
Patrimonio	\$ (51,184.39)	\$ 40,944.13	\$ 82,412.58	\$ 129,997.95
<b>WACC= Costo promedio ponderado de capital</b>	<b>2.10%</b>	<b>2.84%</b>	<b>2.95%</b>	<b>1.26%</b>
<b>EVA= ROI- WACC* K</b>	<b>\$ (81,177.76)</b>	<b>\$ (3,299.31)</b>	<b>\$ 43,145.69</b>	<b>\$ 113,288.39</b>

Figura 44 Cálculo del indicador EVA del período 2019- 2022

## **6. Análisis de los resultados**

Se puede apreciar que la empresa no ha venido obteniendo buenos resultados, por lo que la decisión de incrementar los ingresos a través de un punto de venta nuevo es emergente, para lo cual, haciendo la respectiva proyección de resultados, se evidencia la necesidad de financiamiento y dar continuidad con lo propuesto por la compañía.

Por cuanto, luego de establecer las condiciones de la emisión mejor alineadas a la necesidad, así como capacidad de pago de la empresa, se observa que se proyectan resultados muy favorables para la compañía. En cuanto al indicador EVA, este de igual manera va mostrando una mejora con el tiempo.

Como señalan Parra y La Madriz (2017) se debe tener en cuenta que un presupuesto bien estructurado, no puede reemplazar una buena administración, pero puede lograr un trabajo gerencial más sistemático, eficaz y coordinado. Por esta razón se recomienda hacer un minucioso seguimiento a los presupuestos que plantea la administración, de manera que, en caso de existir desviaciones, se puedan tomar las medidas necesarias de manera oportuna para cumplir los objetivos propuestos.

Como lo menciona Cabrer y Rico (2015), las empresas rentables presentarán mayor endeudamiento, como consecuencia de la ventaja fiscal de la financiación a través de deuda. De manera que los empresarios no deben temer al financiamiento externo, más aún con una fuente como la emisión de obligaciones, que como se ha presentado en este estudio, tiene varias ventajas, tanto en establecer garantías, tasas y plazos. Lo que si se debe tener en cuenta es que el endeudamiento debe ser estructurado y responsable para asegurar la sustentabilidad de las empresas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anguera A. (1991). Metodología Observacional. Recuperado de: [http://www.ub.edu/grido/MetodologiaObservacional\\_1%20\(2006\).pdf](http://www.ub.edu/grido/MetodologiaObservacional_1%20(2006).pdf)
- Aragón y Mascareñas (1994). La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Análisis Financiero*.
- Arcila Salazar, C. (2013). Algunas consideraciones generales sobre los bonos. *Revista de Derecho Privado*
- Arias, F. (2006). *El Proyecto de investigación introducción a la metodología científica* (Sexta ed.). Caracas: Editorial Episteme. doi:ISBN: 980-07-8529-9
- Arias, F. (1999). *El proyecto de investigación Guía para su elaboración* (tercera ed.). Caracas: Episteme. doi:ISBN 980-07-3868-1
- Andrade, B., Banda, A., y Gómez, J. (2015). El mercado de capitales en América Latina. *Galega de Economía*.
- Banco central del Ecuador (BCE) (2018). Información estadística y financiera del país. Recuperado de: <https://www.bce.fin.ec/>
- Banco central del Ecuador (BCE) (2018). Tasas de interés efectivas vigentes- datos históricos. Recuperado de: <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/TasasHistorico.htm>
- Baños-Caballero, S., & García-Teruel, P., & Martínez-Solano, P. (2014). Estrategias de financiación de las necesidades operativas de fondos y rentabilidad de la empresa. *Universia Business Review*, (44), 104-121.
- Bazzani C., C., & Cruz Trejos, E. (2008). Analisis De Riesgo En Proyectos De Inversion Un Caso De Estudio. *Scientia Et Technica*, XIV (38), 309-314.
- Bernal, C. (2010). Metodología de la investigación (Tercera ed.). Colombia: Prentice Hall. doi: ISBN: 978-958-699-128-5
- Bolsa de Madrid (2018). 10 preguntas clave sobre IBEX 35®. Recuperado de: <http://www.bolsamadrid.es/esp/indices/ibex/PreguntasClaveIbex35.aspx>.
- Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) (2018). Category: Negocios y Finanzas. Recuperado de: <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/>
- Bolsa de Valores de Quito (2017). Qué se negocia. Recuperado de <http://www.bolsadequito.info/>

- Brealy, R., Myers, S., & Allen, F. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. México, D.F: McGraw-Hill.
- Buenaventura Vera, G. (2003). LA TASA DE INTERÉS: INFORMACIÓN CON ESTRUCTURA. *Redalyc*, 39-50.
- Cabrer Borrás, B., & Rico Belda, P. (2015). Determinantes de la estructura financiera de las empresas españolas. *Estudios de Economía Aplicada*, 33 (2), 513-531.
- Cabrera C., Fuentes M., y Cerezo G. (2017). La gestión financiera aplicada a las organizaciones. *Dialnet*.
- Calificación de riesgo (2018). Calificación de riesgo. Recuperado de: <https://www.mercapital.ec/es/blog/clasificacion-de-riesgo/>
- Castro (2015). Emisión de bonos como medio de financiación de bajo costo, su impacto en el valor de entidades financieras en Colombia por medio de la disminución de costo de capital. Recuperado de <http://bdigital.unal.edu.co/54271/>.
- Castaño Ríos, C., & Arias Pérez, J. (2013). ANÁLISIS FINANCIERO INTEGRAL DE EMPRESAS COLOMBIANAS 2009-2010: PERSPECTIVAS DE COMPETITIVIDAD REGIONAL. *Entramado*, 9 (1), 84-100.
- Céspedes López, J. B. (2017). Propuesta de cálculo de índice bursátil para el mercado financiero boliviano. *Redalyc*, 43-74.
- Chivite Cebolla, M. P., & Enciso de Yzaguirre, V. (2015). Alcance de la creación de valor en las Empresas Responsables. *Redalyc*.
- Cook NR, Ware JH. Design and analysis methods for longitudinal research. *Annu Rev Public Health* 1983;4:1-24.
- Diario El comercio (2015). El mercado bursátil del país se contrajo en seis meses. Recuperado de <http://www.elcomercio.com/actualidad/mercado-bursatil-bolsa-valores-empresas.html>
- Diario La Hora (2017). Bolsa de Valores se despide de la rueda de viva voz. Recuperado de <https://lahora.com.ec/noticia/1102051383/bolsa-de-valores-se-despide-de-la-rueda-de-viva-voz>
- Duarte, Garcés y Sierra (2015). Efecto manada en sectores económicos de las bolsas latinoamericanas: una visión pre y poscrisis subprime. *Elsiever*.



- Ecuavisa (2016). Guayaquil, capital comercial del Ecuador. Recuperado de: <https://www.ecuavisa.com/articulo/guayaquil-mi-destino/189746-guayaquil-capital-comercial-del-ecuador>.
- Ekos (2018). Calificadoras de Riesgos, para conocer internamente a su empresa. Recuperado de: <https://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=10757>.
- Ekos (2018). Situación y expectativas del mercado bursátil. Recuperado de: <https://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=10419>
- Emery D. y Finnerty J. (2000). Administración financiera corporativa. México DF, México. *Pearson Educación*.
- Galeano, M. (2004). Diseño de proyectos en la investigación cualitativa. Medellín: 2004
- García y Garrido (2017). Financiación a través de los mercados de capitales, un paso adelante más. *Actividad empresarial*.
- Gil Álvarez, A. (2004). Introducción al análisis financiero. San Vicente (Alicante): Club universitario.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2010). Metodología de la investigación. México: Mc Graw Hill.
- Lagos, Soto, Betancourt, Enríquez y Gómez (2017). Alcance de la creación de valor en las empresas responsables. CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa, (85)
- Levin, L., Rubin, R., Cadenas C., y Murria R. (1974). Población y Muestra. Recuperado de: [http://www.edukanda.es/mediatecaweb/data/zip/940/page\\_07.htm](http://www.edukanda.es/mediatecaweb/data/zip/940/page_07.htm)
- LEVITT B.G. & MARCH, J.G. (1988): Organizational learning, Annual Review of Sociology, 14, 319- 340.
- Levy Orlik, N. (2012). Tasas de interés, demanda efectiva y crecimiento económico. *Redalyc*, 74-93.
- Ley de mercado de valores. Comisión de Legislación y Codificación del H. Congreso Nacional. Ecuador, 31 de diciembre de 2008.
- Martínez (2011). El valor de una empresa y la creación de valor en esa empresa. *Dialnet*, 10-12

- Martínez, Cepeda y García (2013). Emisión de deuda vs financiamiento tradicional como fuentes de capital de trabajo: Caso Colvanes S.A. Recuperado de [revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/download/46/349](http://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/download/46/349).
- Martínez Godínez, V. (2013). Paradigmas de investigación. Recuperado de [www.pics.uson.mx/wp-content/uploads/.../7\\_Paradigmas\\_de\\_investigacion\\_2013.pdf](http://www.pics.uson.mx/wp-content/uploads/.../7_Paradigmas_de_investigacion_2013.pdf)
- Méndez Giraldo, G., & Parra, P., & Hurtado Portela, J. (2009). Simulador para el Control Financiero de las Pymes. *Ingeniería*, 14 (1), 38-46.
- Méndez Prado, S. (2015). Mercado de Valores ecuatoriano, sus limitantes de desarrollo en el 2015. *Economía*.
- Mejía A. (2013). La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo. Scielo.
- Ministerio de Economía y Finanzas del Ecuador (2018). Programación presupuestaria 2019- 2022. Recuperado de: <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2018/11/PPC-2019-2022.pdf>.
- Morán, Rodríguez, Viejo y García (2016). Costos y beneficios de la emisión de obligaciones y el apalancamiento financiero ante impuestos. *Revista ECA Sinergia*.
- Moreno García, E; Vázquez Cotera, D; Hernández Mejía, S; Larios Ojeda, L A; (2015). Interdependencia de los mercados de valores en el mundo. *Economía: Teoría y práctica*, ( ) 155-181. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=281143337007>
- Nava Rosillón, M. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista Venezolana de Gerencia*, 14 (48), 606-628.
- Niño, V. (2011). Metodología de la investigación diseño y ejecución. Bogotá: Ediciones de la U
- Olaya, J. L., Carvajal, A. M., Restrepo, S. M., & Fernández, Y. M. (2015). Análisis de indicadores financieros del sector manufacturero del cuero y marroquinería: un estudio sobre las empresas colombianas. *Dialnet*.
- Parra, J., & La Madriz, J. (2017). PRESUPUESTO COMO INSTRUMENTO DE CONTROL FINANCIERO EN PEQUEÑAS EMPRESAS DE ESTRUCTURA FAMILIAR. *Negotium*, 13 (38), 33-48.

- Perea M., S., & Castellanos S., H., & Valderrama B., Y. (2016). Estados financieros previsionales como parte integrante de un conjunto completo de estados financieros en ambiente NIIF. Una propuesta en el marco de la lógica difusa. *Actualidad Contable Faces*, 19 (32), 113-141.
- Pérez, S. M., Campos, S. F., & Chacón, J. B. (2013). Modelo comparativo de índices financieros para la evaluación de la gestión de compañías comparables en Latinoamérica. *Dialnet*, 21-31.
- Radi Sagbini, Z., & Bolívar Silva, Á (2007). Creación de valor de las empresas colombianas durante el período 2000-2005. *Pensamiento y gestión*.
- Ramirez, Carbal y Zambrano (2012). La creación de valor en las empresas: El valor económico agregado - EVA y el valor De mercado agregado - MVA en una empresa Metalmecánica de la ciudad de Cartagena. *Saber, ciencia y libertad*.
- Ramírez (2017). Financiación mediante emisión de bonos - mercado internacional. Recuperado de <https://repository.cesa.edu.co/handle/10726/1757>.
- Reglamento para la emisión de obligaciones y papel comercial. El consejo nacional de valores. Ecuador, 14 de agosto de 2002.
- Resolución No. CNV-010-2002. Consejo nacional de Valores. Quito, Ecuador, 14 de agosto de 2002.
- Rodríguez Rodríguez, M.; Acanda Regatillo Y. (s.f.). Metodología para realizar análisis económico financiero en una entidad económica. Recuperado de <http://www.eumed.net/libros-gratis/2009b/554/LOS%20ESTADOS%20FINANCIEROS%20Y%20EL%20ANALISIS%20ECONOMICO%20FINANCIERO.htm>
- Saavedra García, M., & Saavedra García, M. (2010). Modelos para medir el riesgo de crédito de la banca. *Cuadernos de Administración*, 23 (40), 295-319.
- Saldaña, M. R. (2013). Contraste de Hipótesis Comparación de dos medias independientes mediante pruebas no paramétricas: Prueba U de Mann-Whitney. *Dialnet*, 8.
- Sevy (2017). Conductas, comportamientos y pautas de éxito en la generación de valor empresarial. Recuperado de: [https://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/450858/ASE\\_TESIS.pdf?sequence=1](https://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/450858/ASE_TESIS.pdf?sequence=1)

- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador (2017). Historia del mercado de valores ecuatoriano. Ecuador: Supercías. Recuperado de <http://www.supercias.gob.ec/portalscv/>
- Superintendencia de compañías, valores y seguros de Ecuador (2018). Ranking empresarial 2018. Recuperado de: <https://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/#pp>
- Tarantino-Curseri, S. (2017). Una breve pincelada sobre algunas áreas del saber necesarias para una negociación exitosa. *Suma de Negocios*, 8(17), 63-78. Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.sumneg.2016.07.001>
- The global economy (2018). Capitalización bursátil, % del PIB - Clasificaciones. Recuperado de: [https://es.theglobaleconomy.com/rankings/Stock\\_market\\_capitalization/](https://es.theglobaleconomy.com/rankings/Stock_market_capitalization/).
- Terrazas Pastor, R. (2009). MODELO DE GESTIÓN FINANCIERA PARA UNA ORGANIZACIÓN. *PERSPECTIVAS*,(23), 55-72.
- Vayas López, A. (2014). Estudio de las inversiones en la bolsa de valores y su incidencia en la liquidez del sector empresarial del cantón Ambato. Recuperado de <http://repositorio.uta.edu.ec/handle/123456789/7998>
- Velázquez Álvarez, L., & Vargas-Hernández, J. (2012). LA SUSTENTABILIDAD COMO MODELO DE DESARROLLO RESPONSABLE Y COMPETITIVO. *Ingeniería de Recursos Naturales y del Ambiente*, (11), 97-107.
- Vélez Pareja I. (2000). La creación de valor y su medida. Un análisis crítico de EVA. Recuperado de: [https://www.researchgate.net/profile/Ignacio\\_Velez-Pareja/publication/237761330\\_LA\\_CREACION\\_DE\\_VALOR\\_Y\\_SU\\_MEDIDA\\_UN\\_ANALISIS\\_CRITICO\\_DE\\_EVA/links/549f175c0cf267bdb8fdbb04/LA-CREACION-DE-VALOR-Y-SU-MEDIDA-UN-ANALISIS-CRITICO-DE-EVA.pdf?origin=publication\\_detail](https://www.researchgate.net/profile/Ignacio_Velez-Pareja/publication/237761330_LA_CREACION_DE_VALOR_Y_SU_MEDIDA_UN_ANALISIS_CRITICO_DE_EVA/links/549f175c0cf267bdb8fdbb04/LA-CREACION-DE-VALOR-Y-SU-MEDIDA-UN-ANALISIS-CRITICO-DE-EVA.pdf?origin=publication_detail)
- Vílchez Olivares, P. (2014). ESTRATEGIAS FINANCIERAS PARA EL MEJORAMIENTO DEL VALOR ECONÓMICO AGREGADO. *Quipukamayoc*, 13(25), 87-105. <https://doi.org/10.15381/quipu.v13i25.5430>
- Yori Conill, L., & Hernández de Velazco, J., & Chumaceiro Hernández, A. (2011). Planificación de escenarios: una herramienta estratégica para el análisis del entorno. *Revista Venezolana de Gerencia*, 16 (54), 274-290.

Zorrilla Salgador, J. P., & Rodríguez Brito, M. G. (2010). El uso de la garantía en los mercados de crédito: una revisión de la literatura empírica. *Redalyc*, 77-97.

## ANEXOS

### Anexo 1 Significado de las calificaciones de Riesgo

<b>Definición de Cada Escala</b>	
<b>AAA</b>	La situación de la institución financiera es muy fuerte y tiene una sobresaliente trayectoria de rentabilidad, lo cual se refleja en una excelente reputación en el medio, muy buen acceso a sus mercados naturales de dinero y claras perspectivas de estabilidad. Si existe debilidad o vulnerabilidad en algún aspecto de las actividades de la institución, ésta se mitiga enteramente con las fortalezas de la organización;
<b>AA</b>	La institución es muy sólida financieramente, tiene buenos antecedentes de desempeño y no parece tener aspectos débiles que se destaquen. Su perfil general de riesgo, aunque bajo, no es tan favorable como el de las instituciones que se encuentran en la categoría más alta de calificación;
<b>A</b>	La institución es fuerte, tiene un sólido récord financiero y es bien recibida en sus mercados naturales de dinero. Es posible que existan algunos aspectos débiles, pero es de esperarse que cualquier desviación con respecto a los niveles históricos de desempeño de la entidad sea limitada y que se superará rápidamente. La probabilidad de que se presenten problemas significativos es muy baja, aunque de todos modos ligeramente más alta que en el caso de las instituciones con mayor calificación;
<b>BBB</b>	Se considera que claramente esta institución tiene buen crédito. Aunque son evidentes algunos obstáculos menores, éstos no son serios y/o son perfectamente manejables a corto plazo;
<b>BB</b>	La institución goza de un buen crédito en el mercado, sin deficiencias serias, aunque las cifras financieras revelan por lo menos un área fundamental de preocupación que le impide obtener una calificación mayor. Es posible que la entidad haya experimentado un periodo de dificultades recientemente, pero no se espera que esas presiones perduren a largo plazo. La capacidad de la institución para afrontar imprevistos, sin embargo, es menor que la de organizaciones con mejores antecedentes operativos;
<b>B</b>	Aunque esta escala todavía se considera como crédito aceptable, la institución tiene algunas deficiencias significativas. Su capacidad para manejar un mayor deterioro está por debajo de las instituciones con mejor
<b>C</b>	Las cifras financieras de la institución sugieren obvias deficiencias, muy probablemente relacionadas con la calidad de los activos y/o de una mala estructuración del balance. Hacia el futuro existe un considerable nivel de incertidumbre. Es dudosa su capacidad para soportar problemas inesperados adicionales;
<b>D</b>	La institución tiene considerables deficiencias que probablemente incluyen dificultades de fondeo o de liquidez. Existe un alto nivel de incertidumbre sobre si esta institución podrá afrontar problemas adicionales;
<b>E</b>	La institución afronta problemas muy serios y por lo tanto existe duda sobre si podrá continuar siendo viable sin alguna forma de ayuda externa, o de otra naturaleza.

Anexo 2 Tasas activas y pasivas anuales promedio del período 2013- 2017.

2013													
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio
<b>Promedio tasa pasiva referencial BCE</b>	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%
<b>Promedio tasa activa referencial BCE</b>	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%
2014													
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio
<b>Promedio tasa pasiva referencial BCE</b>	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	5,11%	5,19%	4,98%	5,14%	4,98%	5,08%	5,07%	5,18%	4,90%
<b>Promedio tasa activa referencial BCE</b>	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	7,64%	8,19%	8,21%	8,16%	7,86%	8,34%	8,13%	8,19%	8,12%
2015													
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio
<b>Promedio tasa pasiva referencia BCE</b>	5,22%	5,32%	5,31%	5,39%	5,51%	5,48%	5,54%	5,55%	5,55%	4,98%	5,11%	5,14%	5,34%
<b>Promedio tasa activa referencial BCE</b>	7,84%	7,41%	7,31%	8,09%	8,45%	8,70%	8,54%	8,06%	8,06%	9,11%	9,22%	9,12%	8,33%
2016													
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio
<b>Promedio tasa pasiva referencia BCE</b>	5,62%	5,83%	5,95%	5,85%	5,47%	6,00%	6,01%	5,91%	5,78%	5,75%	5,51%	5,12%	5,73%
<b>Promedio tasa activa referencial BCE</b>	9,15%	8,88%	8,86%	9,03%	8,89%	8,66%	8,67%	8,21%	8,78%	8,71%	8,38%	8,10%	8,69%
2017													
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio
<b>Promedio tasa pasiva referencia BCE</b>	5,08%	5,07%	4,89%	4,81%	4,82%	4,80%	4,84%	4,96%	4,97%	4,80%	4,91%	4,95%	4,91%
<b>Promedio tasa activa referencial BCE</b>	8,02%	8,25%	8,14%	8,13%	7,37%	7,72%	8,15%	7,58%	8,19%	7,86%	7,79%	7,83%	7,92%

Fuente: Banco Central del Ecuador (2018)

Anexo 3 Características de las emisiones de obligaciones del período 2013- 2017

- 23 Empresas en el año 2013:

2013							
EMPRESA	CARACTERÍSTICA			GARANTÍA		COVENANTS	
	Monto	Tasa	Plazo	Valor	Tipo	Máximo de emisión	Calificación de riesgo
JAROMA S.A.	\$ 1.100,00	8,25%	1440	\$ 8.561,11	General	\$ 6.848,89	A+
EUROFISH S.A.	\$ 10.000,00	8,00%	2520	\$ 75.056,31	General	\$ 60.045,05	AA+
FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.	\$ 3.000,00	8,00%	1260	\$ 36.190,24	General	\$ 28.952,19	AA+
TELCONET S.A.	\$ 10.000,00	8,00%	1980	\$ 82.614,04	General	\$ 66.091,23	AAA-
BASESURCORP S.A.	\$ 3.500,00	8,00%	1620	\$ 7.748,59	General	\$ 6.198,87	AA-
ATU ARTÍCULOS DE ACERO S.A.	\$ 3.000,00	7,50%	1080	\$ 8.800,00	General	\$ 7.040,00	AA
ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA	\$ 2.000,00	8,00%	1864	\$ 4.703,00	General	\$ 3.762,40	AA
MAREAUTO S.A.	\$ 12.000,00	8,38%	1620	\$ 21.097,25	General	\$ 16.877,80	AAA-
INDUSTRIA ECUATORIANA DE CABLES INCABLE S.A.	\$ 5.000,00	8,25%	1800	\$ 10.760,88	General	\$ 8.608,70	AA
COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ S.A.	\$ 10.000,00	7,75%	1800	\$192.376,55	General	\$153.901,24	AAA-
NEDERAGRO	\$ 1.000,00	8,50%	1440	\$ 8.683,77	General	\$ 6.947,02	A
FIGURETTI S.A.	\$ 2.000,00	8,25%	1440	\$ 7.951,36	General	\$ 5.999,83	AA-
PRODUCTORA CARTONERA S.A.	\$ 10.000,00	8,10%	1584	\$109.092,27	General	\$ 87.273,81	AAA-
SIMED S.A.	\$ 4.000,00	8,00%	1440	\$ 17.104,00	General	\$ 13.683,00	AA
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A.	\$ 20.000,00	7,50%	1620	\$143.222,71	General	\$114.578,17	AAA-
LA FABRIL S.A.	\$ 15.000,00	7,75%	1800	\$ 61.346,75	General	\$ 49.077,40	AAA
CASA MOELLER MARTINEZ C.A.	\$ 2.500,00	8,00%	1080	\$ 15.620,48	General	\$ 12.496,38	AA
CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.	\$40.000,00	7,00%	1800	\$319.109,78	General	\$255.287,83	AAA
EXOFRUT S.A.	\$ 2.000,00	8,00%	1980	\$ 3.451,45	General	\$ 2.761,16	AA-
INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL	\$ 4.000,00	7,75%	1800	\$ 30.372,21	General	\$ 24.297,77	AA+
UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	\$ 6.000,00	7,75%	1800	\$ 19.190,99	General	\$ 15.352,79	AA+
STOREOCEAN S.A.	\$ 3.100,00	8,25%	2160	\$ 4.143,08	General	\$ 3.314,46	AA-
IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRÍCOLA DEL MONTE SOCIEDAD ANÓNIMA INMONTE	\$ 2.750,00	7,88%	1620	\$ 20.141,20	General	\$ 16.112,96	AA-



- 26 Empresas en el año 2014:

2014							
EMPRESA	CARACTERÍSTICA			GARANTÍA		COVENANTS	
	Monto	Tasa	Plazo	Valor	Tipo	Máximo de emisión	Calificación de riesgo
TELCONET S.A.	\$ 10.000,00	8,00%	1800	\$ 91.070,72	General	\$ 72.856,58	AAA-
INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS ILE C.A.	\$ 5.000,00	8,00%	1800	\$ 12.131,99	General	\$ 9.705,59	AA+
CENTURIOSA S.A.	\$ 1.700,00	8,00%	1620	\$ 5.418,76	General	\$ 4.335,01	AA-
ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.	\$ 5.000,00	7,88%	1620	\$ 11.995,01	General	\$ 9.596,01	AA
LABIZA S.A.	\$ 1.000,00	8,50%	1440	\$ 2.703,09	General	\$ 2.162,47	AA
PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A.	\$ 3.000,00	8,63%	1620	\$ 8.905,50	General	\$ 7.124,40	AA
SUNCHODESA REPRESENTACIONES C. LTDA	\$ 1.000,00	8,00%	1440	\$ 2.481,39	General	\$ 1.985,11	AA
FERRO TORRE S.A.	\$ 4.000,00	8,00%	1440	\$ 14.863,79	General	\$ 11.891,03	AA-
TUBERIAS PACIFICO S.A. TUPASA	\$ 5.000,00	8,00%	1620	\$ 20.849,95	G y E	\$ 12.399,96	AA+
EDESA	\$ 15.000,00	8,00%	1800	\$ 25.424,44	General	\$ 20.339,55	AAA
MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHASA	\$ 5.000,00	8,13%	1620	\$ 31.777,79	General	\$ 25.422,23	AA
INTEROC	\$ 20.000,00	8,25%	1800	\$ 45.113,30	General	\$ 36.090,64	AA+
AVICOLA FERNANDEZ	\$ 4.000,00	8,00%	1800	\$ 18.082,61	GyF	\$ 13.666,09	AAA-
ALMACENES BOYACA	\$ 8.000,00	8,00%	1440	\$ 34.591,97	General	\$ 27.673,58	AA
DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA S.A. DIFARE	\$ 20.000,00	8,13%	1620	\$147.810,46	General	\$118.248,37	AAA-
ECUATORIANA DE GRANOS S.A. ECUAGRAN	\$ 6.000,00	8,00%	1800	\$ 8.821,69	GyF	\$ 6.257,35	AA
ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOVILIARIA Y CONSTRUCCION - ESEICO	\$ 3.500,00	8,25%	1080	\$ 21.000,92	General	\$ 16.800,74	AA+
ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CIA.LTDA	\$ 4.500,00	8,39%	1280	\$ 13.043,66	General	\$ 10.434,93	AA-
CASA MOELLER MARTINEZ C.A.	\$ 2.000,00	8,00%	1440	\$ 5.700,94	General	\$ 4.560,75	AA
CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.	\$ 25.000,00	7,00%	1620	\$420.343,74	General	\$336.274,99	AAA
ENVASES DEL LITORAL S.A.	\$ 8.000,00	8,00%	1800	\$ 38.426,26	General	\$ 30.741,01	AA
	\$ 14.000,00	8,00%	1800	\$ 31.808,65	General	\$ 25.446,92	AA
EXOFRUT S.A.	\$ 3.000,00	8,00%	1980	\$ 13.891,12	GyF	\$ 7.264,87	AA
INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL	\$ 6.000,00	8,33%	1920	\$ 33.002,54	General	\$ 26.402,03	AAA
UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	\$ 10.000,00	7,83%	1908	\$ 20.079,64	General	\$ 16.063,71	AAA-
STOREOCEAN S.A.	\$ 6.300,00	8,25%	2160	\$ 8.758,84	General	\$ 7.007,07	AA
IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRÍCOLA DEL MONTE SOCIEDAD ANÓN	\$ 2.500,00	8,00%	1620	\$ 24.285,79	GyF	\$ 16.924,05	AA+

- 15 Empresas en el año 2015:

2015							
EMPRESA	Monto	Tasa	Plazo	Valor	Tipo	Máximo de emisión	Calificación de riesgo
EUROFISH S.A.	\$ 10.000,00	8,10%	1944	\$ 36.830,71	General	\$ 29.464,57	AAA-
TELCONET S.A.	\$ 12.000,00	8,00%	1800	\$195.080,76	General	\$156.065	AAA-
ATU ARTÍCULOS DE ACERO S.A.	\$ 2.500,00	7,50%	1080	\$ 8.896,11	General	\$ 7.116,89	AA
MAREAUTO S.A.	\$ 10.000,00	8,25%	1800	\$ 25.064,19	General	\$ 20.051,35	AAA-
INDUSTRIA ECUATORIANA DE CABLES INCABLE S.A.	\$ 3.000,00	8,13%	900	\$ 19.279,25	General	\$ 15.423,40	AA+
SIMED S.A.	\$ 5.000,00	8,13%	1260	\$ 22.713,75	General	\$ 18.171,00	AAA-
ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.	\$ 4.000,00	8,13%	1620	\$ 11.114,71	General	\$ 8.891,766	AA
LABIZA S.A.	\$ 1.000,00	8,50%	1440	\$ 4.287,27	General	\$ 3.429,81	AA
EDESA	\$ 12.000,00	8,19%	1584	\$ 16.628,71	General	\$ 13.302,97	AAA
AUTOMOTORES Y ANEXOS	\$ 15.000,00	7,78%	1128	\$ 61.051,80	General	\$ 48.841,44	AA
CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.	\$ 25.000,00	7,00%	1440	\$ 463.632,18	General	\$ 370.905,74	AAA-
EXOFRUT S.A.	\$ 5.000,00	8,00%	1800	\$ 8.367,45	GyE	\$ 5.893,96	AA
MODERNA ALIMENTOS S.A.	\$ 8.000,00	7,88%	1665	\$ 60.070,55	General	\$ 48.056,44	AA
FERREMUNDO S.A.	\$ 8.000,00	8,00%	1800	\$ 48.503,12	General	\$ 38.802,50	AA
DIPAC MANTA S.A.	\$ 4.000,00	8,00%	1440	\$ 36.670,93	GyE	\$ 25.336,74	AAA

- 11 Empresas en el año 2016:

2016							
EMPRESA	Monto	Tasa	Plazo	Valor	Tipo	Máximo de emisión	Calificación de riesgo
TELCONET S.A.	\$ 5.000,00	8,00%	1440	\$ 167.266,23	General	\$ 133.812,99	AAA-
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A.	\$ 20.000,00	8,13%	1620	\$ 158.965,83	G y E	\$ 124.310,64	AAA-
LA FABRIL S.A.	\$ 20.000,00	7,88%	2520	\$ 107.405,17	General	\$ 85.924,14	AAA-
MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHASA	\$ 6.000,00	8,33%	1020	\$ 32.588,07	General	\$ 26.070,45	AA+
DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA S.A. DIFARE	\$ 15.000,00	9,05%	684	\$ 155.897,21	General	\$ 124.717,77	AAA-
CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.	\$ 20.000,00	8,50%	1080	\$ 460.699,04	General	\$ 368.559,23	AAA
ENVASES DEL LITORAL S.A.	\$ 6.000,00	8,00%	1140	\$ 44.552,30	General	\$ 35.641,84	AA+
CORPORACION JARRIN HERRERA	\$ 7.000,00	8,25%	720	\$ 30.288,20	General	\$ 24.230,56	AA
IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRÍCOLA DEL MONTE SOCIEDAD ANÓNIMA INMONTE	\$ 1.500,00	8,75%	1440	\$ 30.256,73	General	\$ 24.205,38	AA
TEOJAMA COMERCIAL S.A.	\$ 12.000,00	8,25%	900	\$ 122.098,08	General	\$ 97.678,46	AA
SUPERDEPORTE S.A.	\$ 15.000,00	8,50%	1260	\$ 98.422,00	General	\$ 78.737,60	AA+

- 39 Empresas en el año 2017:

2017							
EMPRESA	Monto	Tasa	Plazo	Valor	Tipo	Máximo de emisión	Calificación de riesgo
JAROMA S.A.	\$ 1.500,00	8,00%	1440	\$ 13.051,93	General	\$ 10.441,54	AA+
FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.	\$ 4.000,00	8,50%	1440	\$ 40.316,44	General	\$ 32.253,15	AA+
BASESURCORP S.A.	\$ 2.500,00	8,00%	1440	\$ 8.486,10	General	\$ 6.788,88	AA
ATU ARTÍCULOS DE ACERO S.A.	\$ 3.000,00	8,50%	1260	\$ 9.904,29	General	\$ 7.923,43	AA
ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA	\$ 2.500,00	8,00%	2160	\$ 7.056,44	General	\$ 5.645,15	AAA-
MAREAUTO S.A.	\$ 8.000,00	8,13%	1260	\$ 26.875,82	General	\$ 21.500,66	AAA-
INDUSTRIA ECUATORIANA DE CABLES INCABLE S.A.	\$ 4.400,00	8,00%	1800	\$ 11.799,10	General	\$ 9.439,28	AA+
COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ S.A.	\$ 20.000,00	7,94%	1710	\$178.350,00	General	\$ 142.680,00	AAA-
NEDERAGRO	\$ 2.000,00	8,00%	1260	\$ 10.774,65	G y E	\$ 6.684,11	AA+
FIGURETTI S.A.	\$ 2.000,00	8,00%	1440	\$ 7.775,81	General	\$ 6.041,33	AA+
PRODUCTORA CARTONERA S.A.	\$ 7.000,00	8,11%	1108	\$ 96.481,78	General	\$ 77.185,42	AA
SIMED S.A.	\$ 4.000,00	8,00%	1440	\$ 25.946,15	General	\$ 20.756,92	AA
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A.	\$ 20.000,00	8,13%	1620	\$160.798,34	General	\$ 128.638,67	AAA-
	\$ 17.500,00	8,63%	2700	\$152.754,24	General	\$ 122.203,39	AAA-
LA FABRIL S.A.	\$ 20.000,00	7,38%	1620	\$ 68.129,52	General	\$ 54.503,62	AAA
INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS ILE C.A.	\$ 6.000,00	8,00%	1800	\$ 23.702,50	General	\$ 18.962,00	AAA-
CENTURIOSA S.A.	\$ 2.000,00	8,00%	1620	\$ 5.319,41	General	\$ 4.255,53	AA
ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.	\$ 4.000,00	8,13%	1620	\$ 11.701,65	G y E	\$ 8.860,42	AA
LABIZA S.A.	\$ 1.000,00	8,00%	1440	\$ 6.344,40	General	\$ 5.075,52	AA
PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A.	\$ 3.100,00	9,31%	1301	\$ 7.875,32	General	\$ 6.300,25	AA
SUNCHODESA REPRESENTACIONES C. LTDA	\$ 2.000,00	8,00%	1620	\$ 3.194,76	General	\$ 2.555,81	AA
FERRO TORRE S.A.	\$ 3.000,00	8,33%	870	\$ 18.129,81	General	\$ 14.503,85	AA
TUBERIAS PACIFICO S.A. TUPASA	\$ 2.500,00	8,00%	1800	\$ 13.924,30	General	\$ 11.139,44	AA+
EDESA	\$ 12.000,00	8,08%	1080	\$ 42.769,47	General	\$ 34.215,57	AAA
INTEROC	\$ 6.000,00	10,00%	1800	\$ 41.916,98	General	\$ 33.533,59	AA
AVICOLA FERNANDEZ	\$ 3.000,00	8,00%	1320	\$ 28.524,66	GyE	\$ 19.219,72	AAA
ALMACENES BOYACA	\$ 4.000,00	8,00%	1440	\$ 42.781,43	General	\$ 34.225,14	AA
ECUATORIANA DE GRANOS S.A. ECUAGRAN	\$ 7.000,00	9,07%	1697	\$ 16.772,76	General	\$ 13.418,21	AA
ESEICO	\$ 4.000,00	8,25%	1080	\$ 50.415,83	General	\$ 40.332,66	AA+

Anexo 4 Ejemplo de aplicación del cálculo del indicador EVA

CÁLCULO DEL EVA EJEMPLO: CORPORACIÓN EL ROSADO	
AÑO	2013
a) Utilidad operacional	53,805,445
b) 15% participación trabajadores	7,658,708
c) Impuesto a la renta	9,470,308
<b>UODI= Utilidad operacionesl después de impuestos</b>	<b>\$ 36,676,429.05</b>
<i>Cálculo UODI= a-b-c</i>	
d) Total activo	552,141,707.07
e) Pasivo corriente	260,123,094.66
<b>K= Capital invertido (Activos operacionales netos)</b>	<b>\$ 292,018,612.41</b>
<i>Cálculo K= d-e</i>	
UODI	\$ 36,676,429.05
K	\$ 292,018,612.41
<b>ROI= Retorno sobre la inversión</b>	<b>12.56%</b>
<i>Cálculo ROI= UODI/ K</i>	
D= Deuda con costo	130,798,820.30
V= Pasivo más patrimonio	350,385,432.65
Kd= Costo de deuda	8.08%
t= Impuestos	22%
Kc Costo del capital (Tasa pasiva referencial)	4.53%
E= Patrimonio	219,586,612.35
<b>WACC= Costo promedio ponderado de capital</b>	<b>5.19%</b>
<i>Cálculo WACC= D/V*Kd*(1-t)+E/V*Kc</i>	
<b>EVA= ROI- WACC* K</b>	<b>\$ 21,513,076.26</b>

Anexo 5 Indicador EVA de las empresas durante el período 2013- 2017

N.-	EMPRESA	Ciudad	TAMAÑO	EDAD	CIUU	2013	2014	2015	2016	2017
1	JAROMA S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	19	G4530.00	\$ 557.740,67	\$ 362.308,11	\$ 562.344,84	\$ 60.561,33	\$ 496.172,24
2	EUROFISH S.A.	MONTECRISTI	GRANDE	19	C1020.04	\$ 8.209.096,69	\$ 4.980.460,61	\$ 1.460.483,10	\$ (853.281,48)	\$ 3.682.211,72
3	FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	43	F4100.10	\$ (670.678,59)	\$ 15.835.010,43	\$ 4.308.428,37	\$ 777.312,07	\$ 8.689.167,00
4	TELCONET S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	22	J6110.01	\$ 1.822.750,15	\$ 18.147.478,39	\$ 25.297.354,29	\$ 36.862.805,02	\$ 3.736.135,63
5	BASESURCORP S.A.	ELOY ALFARO	GRANDE	22	G4630.12	\$ 208.167,99	\$ 1.773.541,73	\$ 1.082.024,17	\$ 740.388,34	\$ 879.107,30
6	ATU ARTÍCULOS DE ACERO S.A.	QUITO	GRANDE	76	C3100.02	\$ (136.721,28)	\$ 62.015,86	\$ 66.644,87	\$ 141.335,50	\$ 130.747,19
7	ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA	GUAYAQUIL	GRANDE	17	C1080.02	\$ 343.956,62	\$ 383.057,63	\$ 474.241,10	\$ 495.409,79	\$ 299.588,87
8	MAREAUTO S.A.	QUITO	GRANDE	23	N7710.00	\$ 2.646.845,33	\$ 4.802.446,54	\$ 3.668.897,71	\$ 3.788.997,76	\$ 3.221.231,57
9	INDUSTRIA ECUATORIANA DE CABLES INCABLE S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	36	C2733.01	\$ 749.974,08	\$ 3.870.299,30	\$ 5.907.967,99	\$ 2.866.053,83	\$ 2.003.812,53
10	COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	95	G4630.92	\$ 2.110.156,27	\$ (951.853,33)	\$ (416.922,93)	\$ (997.995,03)	\$ (6.301.937,47)
11	NEDERAGRO	GUAYAQUIL	GRANDE	14	G4772.04	\$ 1.727.613,93	\$ 969.426,27	\$ 1.845.696,68	\$ 24.907,74	\$ 1.463.969,99
12	FIGURETTI S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	19	C1812.02	\$ 75.982,82	\$ 491.168,97	\$ 127.042,91	\$ 215.714,43	\$ 410.578,26
13	PRODUCTORA CARTONERA S.A.	ELOY ALFARO	GRANDE	52	C1702.02	\$ 661.178,16	\$ 1.745.502,78	\$ 1.314.175,92	\$ 619.161,70	\$ 2.614.283,92
14	SIMED S.A.	QUITO	GRANDE	32	G4659.94	\$ 3.173.561,03	\$ 7.746.136,44	\$ 4.287.882,11	\$ 5.820.161,21	\$ 1.660.102,43
15	TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	57	G4711.01	\$ 2.509.884,35	\$ 29.781.117,62	\$ 36.336.049,83	\$ 37.032.419,27	\$ 39.650.063,05
16	LA FABRIL S.A.	MONTECRISTI	GRANDE	82	C1040.11	\$ 8.490.901,94	\$ 10.674.827,34	\$ 12.206.454,29	\$ (1.156.330,17)	\$ (161.430,58)
17	INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS ILE C.A.	LOJA	GRANDE	35	C1079.31	\$ 1.342.197,56	\$ 1.103.783,69	\$ 1.243.114,30	\$ 481.353,07	\$ 742.095,27
18	CENTURIOSA S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	21	S9522.01	\$ 961.252,48	\$ 665.745,76	\$ 397.711,63	\$ (101.082,25)	\$ 13.260,02
19	ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.	ELOY ALFARO	GRANDE	78	C1811.04	\$ (186.854,25)	\$ 234.238,33	\$ 610.282,36	\$ (309.587,81)	\$ (1.388.733,43)
20	LABIZA S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	26	C1061.12	\$ 377.009,90	\$ 729.215,59	\$ 355.004,67	\$ 281.457,27	\$ 412.993,91
21	PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A.	SANTO DOMINGO	GRANDE	23	G4661.03	\$ 602.129,54	\$ 920.851,75	\$ 1.060.742,04	\$ 1.807.623,08	\$ 1.489.586,47
22	SUNCHODESA REPRESENTACIONES C. LTDA	GUAYAQUIL	GRANDE	25	C2013.11	\$ 279.843,83	\$ (1.697,79)	\$ 286.448,23	\$ 361.114,07	\$ 28.441,40
23	FERRO TORRE S.A.	QUITO	GRANDE	45	G4663.13	\$ 3.238.197,75	\$ 1.723.352,36	\$ 1.590.486,77	\$ 1.943.741,57	\$ 1.500.957,46
24	TUBERIAS PACIFICO S.A. TUPASA	GUAYAQUIL	GRANDE	10	C2220.12	\$ 335.291,99	\$ 1.669.678,11	\$ (4.252.621,37)	\$ (232.384,09)	\$ (2.047.571,87)
25	EDESA	QUITO	GRANDE	43	C2393.01	\$ 1.452.297,42	\$ 1.378.782,45	\$ 391.624,67	\$ 390.817,29	\$ (89.248,59)
26	MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHASA	GUAYAQUIL	GRANDE	56	C1080.01	\$ 313.347,03	\$ 1.820.385,18	\$ 3.528.248,01	\$ 1.442.989,62	\$ 2.321.889,93
27	INTEROC	GUAYAQUIL	GRANDE	28	C2021.01	\$ 4.047.415,24	\$ 3.338.941,79	\$ 4.112.767,23	\$ 1.084.719,23	\$ 3.415.529,43
28	AVICOLA FERNANDEZ	GUAYAQUIL	GRANDE	17	A0146.01	\$ 3.579.262,60	\$ 4.135.258,42	\$ 3.614.264,11	\$ 8.230.324,15	\$ 1.749.214,76
29	ALMACENES BOYACA	GUAYAQUIL	GRANDE	52	G4663.21	\$ 3.501.089,65	\$ 4.289.235,97	\$ 3.631.776,11	\$ 1.015.166,80	\$ 1.876.876,46
30	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA S.A	GUAYAQUIL	GRANDE	30	G4649.22	\$ 4.036.737,69	\$ 10.169.935,60	\$ 11.961.029,49	\$ 13.535.097,73	\$ 4.064.260,67



N.-	EMPRESA	Ciudad	TAMAÑO	EDAD	CIUU	2013	2014	2015	2016	2017
31	ECUATORIANA DE GRANOS S.A. ECUAGRAN	GUAYAQUIL	GRANDE	43	G4620.11	\$ 336.561,36	\$ 711.970,76	\$ 1.192.510,03	\$ 2.426.155,09	\$ 1.184.723,52
32	CONSTRUCCION - ESEICO	CUMBAYÁ	GRANDE	14	F4220.11	\$ 41.060,08	\$ 3.572.994,24	\$ 2.672.767,09	\$ 3.409.597,19	\$ 7.538.462,35
33	AUTOMOTORES Y ANEXOS	QUITO	GRANDE	54	G4510.01	\$ 9.232.869,09	\$ 9.285.299,16	\$ 7.961.106,58	\$ 3.950.648,99	\$ 6.579.811,33
34	SUPERDEPORTE S.A.	QUITO	GRANDE	18	G4641.21	\$ 7.024.122,18	\$ 196.152.345,43	\$ 76.209.901,77	\$ (3.024.199,22)	\$ 13.709.102,00
35	ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CIA.LTDA	QUITO	GRANDE	23	C1079.93	\$ 5.621.867,65	\$ 991.159,79	\$ 6.756.201,55	\$ 589.810,07	\$ 1.395.476,74
36	CASA MOELLER MARTINEZ C.A.	QUITO	GRANDE	54	G4649.21	\$ 901.570,64	\$ 1.809.268,22	\$ 519.982,93	\$ (319.223,02)	\$ (27.005,68)
37	CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	63	G4711.01	\$ 21.513.076,26	\$ 45.211.488,94	\$ 33.200.153,95	\$ 12.483.469,85	\$ 37.432.728,24
38	ENVASES DEL LITORAL S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	44	C2599.11	\$ 2.337.454,78	\$ 1.716.443,13	\$ 3.633.180,12	\$ 1.570.291,68	\$ 1.232.110,09
39	EXOFRUT S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	56	A0150.00	\$ (168.759,31)	\$ (139.946,26)	\$ (397.399,51)	\$ (132.175,19)	\$ (13.135,90)
40	CORPORACION JARRIN HERRERA	CUENCA	GRANDE	17	G4649.11	\$ 6.997.210,24	\$ 5.445.412,51	\$ 5.355.078,03	\$ 1.531.566,98	\$ 4.041.943,31
41	INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL	GUAYAQUIL	GRANDE	24	L6820.01	\$ 1.732.189,33	\$ 2.861.016,06	\$ 5.474.423,20	\$ 5.245.788,47	\$ 5.440.255,03
42	UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	12	C1030.14	\$ 4.043.739,19	\$ 3.469.757,04	\$ 2.677.667,36	\$ (982.016,88)	\$ 261.798,75
43	STOREOCEAN S.A.	GUAYAQUIL	MEDIANA	8	H5229.03	\$ 25.150,22	\$ (280.883,07)	\$ (749.403,90)	\$ (683.720,99)	\$ (243.370,29)
44	IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRÍCOLA DEL MONTE	ELOY ALFARO	GRANDE	28	C2021.01	\$ (2.935.729,64)	\$ 1.210.725,68	\$ (5.667.026,81)	\$ (5.134.868,29)	\$ (6.246.422,13)
45	MODERNA ALIMENTOS S.A.	QUITO	GRANDE	61	G4711.01	\$ 2.851.680,70	\$ 4.258.542,19	\$ 5.911.667,62	\$ 3.321.429,82	\$ 3.348.038,63
46	FERREMUNDO S.A.	GUAYAQUIL	GRANDE	15	G4663.21	\$ 1.791.675,70	\$ 1.449.823,93	\$ 4.898.808,88	\$ 1.592.485,18	\$ 2.725.695,26
47	DIPAC MANTA S.A.	MANTA	GRANDE	39	C2410.15	\$ 12.504.924,92	\$ 9.473.520,90	\$ 6.369.748,72	\$ 5.669.407,45	\$ 9.061.144,07
48	TEOJAMA COMERCIAL S.A.	QUITO	GRANDE	54	G4510.01	\$ 6.833.617,34	\$ 6.988.123,92	\$ 11.044.227,04	\$ 2.754.908,95	\$ 2.392.772,73