

Influencia del mercado de valores en las empresas emisoras: Caso Ecuador

Influence of the stock market in the issuing companies: Case of Ecuador

Israel Fernández¹

Fecha de recepción: 30/09/2018, Fecha de aceptación: 30/01/2019

RESUMEN

El mercado de valores es una alternativa de financiamiento (no-tradicional) en mercados emergentes o en vías de desarrollo para las empresas e inversionistas de su entorno; sin embargo, en Ecuador este mecanismo de financiamiento no se encuentra desarrollado por múltiples motivos, entre ellos la poca inserción de empresas como emisoras de valores. El objetivo de esta investigación es analizar el desempeño económico y financiero de las empresas emisoras de valores desde el año 2013 al 2017 y determinar cuál ha sido el nivel de influencia de entrar al mercado de valores. Este trabajo es totalmente novedoso para la economía ecuatoriana puesto que no existen investigaciones anteriores que determinen el efecto de haber realizado una emisión de valores, adicionalmente se utilizan técnicas econométricas para demostrar la robustez de los resultados y determinar la influencia del mercado de valores en las empresas. Los resultados muestran que las empresas que se encuentran en el mercado de valores tienen mejores niveles de activo total, stock de capital y ganancia bruta que cuando no estaban en el mercado de valores, sin embargo, los resultados no encuentran evidencia a favor de obtener mejores niveles de venta, tasas de rentabilidad y utilidad.

Palabras Claves: Mercado de Valores, Desempeño económico, Ecuador

ABSTRACT

The stock market is an alternative financing (non-traditional) in emerging or developing countries for companies and investors in their environment. However, in Ecuador this financing mechanism is not developed for many reasons, including the low insertion of companies as issuers of securities. The objective of this research is to analyze the economic and financial performance of the companies issuing securities from 2013 to 2017 and determine what has been the level of influence of entering the stock market. This paper is totally new for the Ecuadorian economy since there is no previous research that determines the effect of having made a securities issue, additionally econometric techniques are used to demonstrate the robustness of the results and determine the influence of the stock market in companies. The results show that companies that are in the stock market have better levels of total assets, stock of capital and gross profit than when they were not in the stock market, however the results do not find evidence in favor of obtaining better levels of sales, rates of profitability and profit.

Keywords: Stock market, economic performance, Ecuador

¹ Universidad Católica Santiago de Guayaquil (UCSG). Av. Carlos Julio Arosemena Km 1 ½. Mail: ifernandez@bvg.fin.ec

I. INTRODUCCION

Los mercados financieros son ampliamente conocidos como parte de la economía financiera y que sirven como fuente de financiamiento tanto para empresas, gobiernos, individuos y hogares, además, se pueden clasificar en: mercado monetario y de capitales. El primero, a través del mercado de dinero, tiene como papel principal trasladar el ahorro a la inversión, vía la intermediación financiera, con lo cual capta recursos del público y otorga financiamiento de corto plazo con la participación de bancos, sociedades financieras, cooperativas y otros intermediarios financieros; mientras que, el mercado de capitales tiene como función captar ahorro y financiar inversión, la que se realiza a través del mercado de valores y mercado de crédito de mediano y largo plazo, y también juega un papel importante tanto en la asignación de recursos como en el crecimiento económico (Saunders & Millon, 2012; Levine, Loayza, & Beck, 2000; Rajan & Zingales, 1998).

Adicionalmente, el mercado de valores es un segmento del mercado de capitales, en el cual se negocian valores (renta fija y variable) entre oferentes (emisores) y demandantes (inversionistas), con la finalidad de permitir la canalización de los recursos hacia las actividades productivas, sin necesidad de la intermediación de entidades (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador (SCVS), 2018).

El mercado de valores y la economía tienen una relación directa. Garcia & Liu (1999) sugieren que el desarrollo financiero tiene una influencia causal en el crecimiento económico y que el mercado de valores es un complemento en lugar de un sustituto del sector bancario, dado que los intermediarios financieros en desarrollo pueden promover el desarrollo del mercado de valores y que muchos países de Asia Oriental son ejemplos exitosos. Adicionalmente encontraron que el crecimiento del PIB, la inversión nacional y el desarrollo del sector de intermediación financiera son los principales factores que determinan el desarrollo del mercado de valores en América Latina y Asia. Finalmente, Demirguc-Kunt & Levine (2004), encontraron que los países con mercados bursátiles más desarrollados también tienen intermediarios financieros mejor desarrollados, por lo que, concluyen que el desarrollo del mercado accionario va de la mano con el desarrollo de intermediarios financieros.

El mercado de valores, por medio de la desintermediación financiera, posibilita el financiamiento a mediano y largo plazo de los sectores productivos, el que constituye una alternativa al crédito bancario y a menor costo. En esta línea, Levine & Zervos (1998) encuentran que el mercado de valores juega un importante rol en la economía nacional dado que moviliza el ahorro interno, ubicándolos en campos eficientes de inversiones y atrayendo inversión extranjera directa (IED). En este mercado existe un flujo de instrumentos financieros y fondos, a través de títulos valores de renta fija o variable generalmente emitidos por empresas privadas o instituciones públicas que son comprados por inversionistas, donde ambas partes buscan obtener una rentabilidad. Adicionalmente, este mercado está constituido por tres segmentos: el bursátil, extrabursátil y el privado. En el primero las transacciones se hacen a través de la Bolsa de Valores; otros actores son los intermediarios y las entidades de apoyo.

En este sentido, el mercado de valores toma una gran importancia en las economías debido a que genera mayores y diversas posibilidades de inversión. Por un lado, los emisores obtienen financiamiento a largo plazo que les permite obtener deuda con un costo menor a las alternativas tradicionales como lo es el sector bancario y que además les permite obtener liquidez para realizar ampliaciones de sus negocios, generar

innovación, mejorar procesos productivos, entre otros. Por otro lado, los inversionistas encuentran mejores tasas de rendimiento de sus inversiones a diferencia de las tradicionales inversiones bancarias a plazo. Adicionalmente, Saunders & Millon (2012) mencionan que el mercado de valores ofrece a los compradores y vendedores la posibilidad de convertir un activo en efectivo (liquidez).

Por otro lado, una de las principales características que diferencia al mercado de valores como alternativa de financiamiento y ahorro de los bancos, es la tasa de interés y el plazo. Según Pérez-Manzo, Rivera-Hernández, & Solís-Granda (2015) el Mercado de Valores resulta más eficiente y eficaz que cualquier otra fuente de financiamiento, ya que en resumidas cuentas se adaptan a las necesidades de financiamiento e inversión de las empresas y sus posibilidades de pago a tasas de interés que son mayores respecto de la tasa pasiva para los inversionistas y menores que la tasa activa para los emisores, a plazos más prolongados que las que ofrece el sistema financiero tradicional.

En Ecuador el Mercado de Valores se encuentra poco desarrollado debido a una marcada tradición al financiamiento con deuda por parte de las mismas empresas, es decir los pequeños y medianos empresarios son renuentes a acudir al mercado de valores para financiarse; lo que es un grave problema de democratización de los recursos (Pérez-Manzo, Rivera-Hernández, & Solís-Granda, 2015). Así mismo, Rosero (2010) menciona que en Ecuador casi no existe mercado secundario, es decir que hay poca profundidad de mercado, lo que hace que exista falta de liquidez en el mercado, por lo que no es posible que un valor emitido en el mercado primario pueda ser transado en el mercado secundario para hacer líquido el mismo, lo que le resta dinamismo al mercado. Estos son varios de los principales problemas que adolece el Mercado de Valores en el país, sin embargo, la mayoría de empresas no invierten en este mercado básicamente por el desconocimiento de los beneficios que este ofrece.

Este trabajo tiene como objetivo medir la influencia que tiene el participar del mercado de valores dentro de las empresas emisoras en el Ecuador, durante el periodo 2013 – 2017. En este sentido, se analiza el desempeño económico y financiero de las empresas emisoras de valores dentro de este periodo de tiempo y se determina cuál ha sido la influencia de entrar al mercado de valores dentro de las variables de estudio mediante el uso de técnicas econométricas que permiten obtener este tipo de relación.

El trabajo está organizado de la siguiente manera. La sección 2 presenta una revisión de la literatura sobre desempeño económico-financiero y mercado de valores. La sección 3 muestra la metodología y datos que se usan en esta investigación. La sección 4 muestra los resultados y finalmente, la sección 5 presenta las principales conclusiones.

II. REVISIÓN DE LA LITERATURA

La fundamentación empírica y teórica que un mercado de valores desarrollado juega un rol importante en el crecimiento económico de un país ha sido ampliamente estudiado, Pradhan (2018), Ngare, Nyamongo, & Misati (2014), Levine & Zervos (1998), Singh (1997), Demirgüç-Kunt & Levine (1996) encuentran que un mercado de valores desarrollado juega un papel importante en la predicción del crecimiento económico futuro. También, The World Bank Economic Review dedica su número de mayo de 1996 al rol de los mercados bursátiles en el crecimiento económico (García & Liu, 1999).

En esta línea Levine, Loayza, & Beck (2000) mencionan que el tamaño del sector bancario, y el tamaño y la liquidez del mercado de valores están altamente correlacionados con el PIB per cápita y el crecimiento. También, sugieren que tanto el nivel de desarrollo del sector bancario y el desarrollo del mercado de valores ejercen un efecto causal sobre el crecimiento económico. Así mismo, Levine (2000) encuentra para Chile que el mercado bursátil proporciona servicios financieros claves que estimulan la innovación y el crecimiento de la economía en el largo plazo.

Adicionalmente, Atje & Jovanovic (1993) prueban la hipótesis que los mercados de valores tienen un impacto positivo en el rendimiento y el crecimiento y además encuentran correlaciones significativas entre el crecimiento económico y el valor de las negociaciones del mercado de valores dividido por el PIB. Sin embargo, Harris (1997) re examina la relación empírica entre el mercado de valores y el crecimiento económico, y contrario a lo encontrado por Atje & Jovanovic (1993), el autor no encuentra evidencia robusta que el nivel de actividad del mercado de valores ayuda a expandir el crecimiento medido a través del PIB per cápita.

Sin embargo, Rioja & Valev (2014) demuestran que en los países de renta baja, son los bancos los que generan un efecto positivo en la acumulación de capital y que el mercado de valores no contribuye de manera significativa en la acumulación de capital y en la productividad, mientras que en los países de renta alta, el mercado de valores juega un rol importante ya que genera un efecto positivo en la productividad y en la acumulación de capital (Véase por ejemplo: Aghion et al. (2005), Lin et al. (2009), Boyd & Smith (1998))

Por otro lado, Henry (2000) muestra que una liberalización del mercado de valores es una decisión del gobierno de un país para permitir que los extranjeros compren acciones en el mercado de valores de ese país y que la liberalización del mercado de valores puede reducir el costo de capital social del país liberalizador al permitir el riesgo compartido entre agentes nacionales y extranjeros.

En este sentido, varios países Latinoamericanos han venido tomando varias medidas para fortalecer su mercado de valores, por ejemplo, el mercado financiero de Colombia ha venido desarrollándose de manera paralela con la economía de dicho país. Palomino, Lezama & Sarmiento (2017) demuestran que el crecimiento de la economía colombiana es afectado por el crecimiento del mercado de valores. Mientras que Ruiz (2004) en su investigación sobre relación entre el mercado financiero y el crecimiento económico en América Latina concluye que el crecimiento económico y los indicadores financieros parecen estar mejor correlacionados si se considera la interdependencia regional; también menciona que el análisis conjunto de los mercados financieros específicos sugiere la existencia de efectos diferenciados en su contribución a la tasa de crecimiento del ingreso per cápita en América Latina.

Es notorio que el mercado de valores es una herramienta vital para la economía debido a que permite la asignación y distribución del capital financiero, afecta el valor de la producción industrial y permite una conexión entre el ahorro y la inversión, permite también la acumulación de capital y el crecimiento de la economía (Brianto, 2010; Dapena, 2009; Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, 2010).

El desarrollo del mercado de valores también puede mejorar el desempeño económico y/o financiero de las empresas que participan en él, dado que estas empresas aperturan sus capitales a inversionistas nacionales y extranjeros. González & Fariás (2009) realizaron un estudio donde valoran el desempeño de las empresas que realizan una oferta pública en Chile y encontraron que las empresas que realizaron la oferta pública

crecen en ventas y activos con mayor rapidez que las empresas que no lo realizaron, indicando que estas empresas establecieron intensivamente nuevos proyectos posterior a la oferta pública. Adicionalmente, encontraron que estas empresas aumentaron el riesgo y mostraron una caída del margen neto.

Este comportamiento diferenciado de desempeño económico y financiero de las empresas que han realizado oferta pública no solo se ha dado en Chile, sino también en otras economías como EEUU (Jain & Kini, 1994; Mikkelson, Partch, & Shah, 1997); Italia (Pagano, Zingales, & Panetta, 1998), Francia (Serve, 2004), Japón (Cai & Wei, 1997; Kutsuna, Okamura, & Cowling, 2002), Australia (Balatbat, Taylor, & Walter, 2004), China (Chen, Firth, & Rui, 2006; Chi & Padgett, 2003) y Tailandia (Kim, Kitsabunnarat, & Nofsinger, 2004).

Así mismo, otros autores han encontrado que existe un mejoramiento en el desempeño operacional de las empresas que hacen la transición inversa es decir que abandonan la bolsa de valores (Loughran & Ritter, 1997; McLaughlin, Safieddine, & Vasudevan, 1998; Lukose & Rao, 2003). Esta situación particular se ha dado en empresas denominadas “de rápido crecimiento” que una vez que lograron obtener un financiamiento, y cancelado el mismo, deciden abandonar el mercado de valores para crecer de forma más rápida; por otro lado, las empresas con información asimétrica dentro del mercado de valores que deciden abandonarlo, mejoran sus indicadores económicos y financieros.

Sin embargo, González & Farías (2009) evidenciaron que las empresas que ingresan al mercado bursátil mantienen un mejor desempeño operacional ya que incrementa la supervisión de los acreedores de los papeles que emitieron y eso lleva que la empresa tenga que responder a los estándares establecidos en la oferta pública. Además, aumentan los factores de competitividad para satisfacer a estos acreedores y fortalecer confianza para que cuando estas empresas emitan más deuda pueda negociarlo con más facilidad y estos mismos acreedores quieran volver a invertir. En esta misma línea, Mitton (2006) encuentra que las empresas que se encuentran en el mercado de valores y que abren sus capitales a inversionistas extranjeros, experimentan un mayor crecimiento, mayor inversión, rentabilidad, eficiencia y menor riesgo que aquellas que no. Por el lado de las empresas que tenían una pequeña participación accionaria del estado y que ingresan al mercado de valores, Gupta (2005) encuentra que la entrada al mercado de valores de este tipo de empresas impacta positivamente en su desempeño operativo.

Mercado de Valores en Ecuador

El mercado de valores en Ecuador surgió de la creación de las bolsas de valores de Quito y de Guayaquil, una vez publicada la ley No.111 en el Registro Oficial No. 144 de 26 de marzo de 1969. Sin embargo, no es sino desde que se promulgaron las dos Leyes de Mercado de valores (la primera Ley de Mercado de Valores en el Ecuador, publicada en el Suplemento del Registro Oficial del 28 de mayo de 1993, así como de la segunda de estas normas publicada el Registro Oficial No. 367 del 23 de julio de 1998) donde se institucionalizó el mercado de valores definiendo claramente a los tipos de mercados, incluyendo a intermediarios profesionales y personas jurídicas, para que se proteja al inversor, por medio de la presencia de casas de valores bajo la figura de sociedades anónimas y ante todo definiendo los tipos de operaciones que se pueden realizar con valores de: renta variable, renta fija y los nacidos producto de los procesos de titularización.

En este sentido, Ecuador fue uno de los primeros países de América Latina en establecer una bolsa de valores, pero desafortunadamente no supo aprovechar el liderazgo, y con el pasar de las décadas fue retrocediendo en este mercado a tal punto, que en la actualidad es uno de los mercados más incipientes de la región (Arosemena, 1996).

El mercado de valores en Ecuador en los últimos 5 años ha venido incrementando el número de emisores inscritos en la Bolsa de Valores (Guayaquil y Quito) y a la vez un incremento en el valor efectivo negociado desde el año 2013. Sin embargo, en el año 2017 el valor efectivo negociado decreció un 20.6% respecto al 2016 aunque en comparación con el año 2013, ha tenido un crecimiento del 77.7%, mostrando de esta manera una mejora de este mecanismo de financiamiento de las empresas en Ecuador según la Tabla 1.

Por otro lado, las colocaciones que se realizaron en el año 2017, en el mercado de financiamiento y las emisiones totales aprobadas ascendieron a US\$ 686,4 millones, de los cuales US\$ 680,9 millones corresponden a renta fija y US\$ 5,5 millones a renta variable según la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador (SCVS) (2018).

Año	Emisores Inscritos	Valor efectivo total (Millones de USD)	Tasa de crecimiento Valor Efectivo	Producto Interno Bruto (Millones de USD)	Tasa de crecimiento PIB	Tasa de penetración del Mercado de Valores
2013	291	\$ 3,722.26	-	\$ 95,129.70	-	3.91%
2014	303	\$ 7,539.21	102.54%	\$ 101,726.30	6.93%	7.41%
2015	309	\$ 5,046.77	-33.06%	\$ 99,290.40	-2.39%	5.08%
2016	298	\$ 8,334.46	65.14%	\$ 99,937.70*	0.65%	8.34%
2017	296	\$ 6,614.61	-20.64%	\$ 104,295.86**	4.36%	6.34%

Tabla 1: Número de emisores y valor efectivo total negociado en el mercado bursátil ecuatoriano

Nota: *Semi-definitivo, **Provisional

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG), SCVS y BCE. Elaboración: Propia

Así mismo, en la Tabla 1 se muestra el número de emisores inscritos en cada periodo (reportados hasta el 31 de diciembre de cada año), se puede observar que los emisores han sido en promedio 299, y que la fluctuación de estos emisores no ha cambiado drásticamente año a año. También se muestra el valor efectivo, que se refiere al valor que recibe un tenedor de un título al momento de negociarlo, este valor en el año 2014 tuvo su mayor crecimiento respecto al año anterior, un 102.5%, mientras que en el año 2017 decreció un 20.6%. Además, se muestra la tasa de penetración del Mercado de Valores, que se refiere a cuantos dólares se han negociado de forma efectiva en el mercado de valores respecto al PIB, una mejor tasa de penetración del mercado de valores puede significar un desarrollo del mercado desde el punto de vista en que más dólares se están negociando en este mercado; el año 2017 la tasa de penetración fue menor a la del 2016, sin embargo esta ha sido mayor a la del 2013. Adicionalmente, se puede observar que el valor efectivo desde el año 2013 al 2017 ha tenido un crecimiento de un 77.7%, una tasa de crecimiento positivo y que demuestra que se ha empezado a desarrollar y dinamizar el mercado bursátil pese a que la economía entro en varios problemas económicos durante el 2015 y 2016.

Año	GRANDE	MEDIANA	PEQUEÑA	MICRO
2017	75.08%	7.60%	6.99%	10.33%
2016	77.10%	8.71%	8.06%	6.13%
2015	78.82%	8.68%	4.51%	7.99%
2014	79.65%	8.07%	4.56%	7.72%
2013	78.43%	9.02%	1.96%	10.59%

Tabla 2: Tamaño de emisores inscritos en el mercado bursátil ecuatoriano

Fuente: SCVS. Elaboración: Propia

En la Tabla 2 se observa la categorización de las empresas inscritas en bolsa según el Código Orgánico de la Producción en Ecuador que establece el tamaño de las empresas mediante los ingresos por ventas y el número de empleados, priorizando las ventas antes que los empleados². Las empresas grandes y medianas son las que más emisiones han realizado en el periodo 2013 – 2017; sin embargo, en las categorías de las pequeña y micro empresas del 2013 al 2017 han tenido un crecimiento notable, esto puede deberse al nuevo título que se inscribió en el Mercado de Valores en el año 2014 que es la Factura Comercial Negociable, mediante la Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, pero no fue hasta el 2016 que empezó a negociarse.

Por otro lado, en el periodo 2013 – 2017 no se han encontrado regulaciones trascendentales que hayan beneficiado o perjudicado al mercado de valores. Sin embargo, desde el Gobierno Central se sigue buscando la forma de incentivar al mercado de valores. Aunque, en el mercado de valores en los últimos 2 años la SCVS ha sido más rígida con los cumplimientos que las empresas tienen que hacer ante la institución de supervisión y control, como por ejemplo el tiempo límite para presentar estados financieros, entre otros; esto ha sido algo positivo para las personas que desean conocer información transparente de las empresas, y de tal manera buscar invertir en dicho mercado.

En general, el mercado de valores en Ecuador ha presentado leves mejoras, el número de inscritos año a año se ha mantenido estable, el valor efectivo total negociado ha venido creciendo, aunque el año 2017 disminuyó; además la tasa de penetración sigue siendo muy baja si se compara con otros países latinoamericanos como Colombia y Perú, donde esta tasa es de alrededor del 30%, y si se compara con Chile y México (79% y 39% respectivamente), la situación de Ecuador resulta menos favorable en términos de desarrollo del mercado de valores desde una perspectiva de monto total negociado.

III. METODOLOGÍA

En este trabajo se utiliza un panel de datos no-balanceados de 1750 observaciones y 350 empresas que han realizado emisiones de valores en el Mercado de Valores Ecuatoriano durante el periodo de 2013 – 2017. La base de datos ha sido obtenida desde la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador (SCVS) (2018) que es la institución supervisora de este mercado, y además participa en las propuestas de regulación ante la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera (JPRMF) del Ecuador para el mercado de valores.

² Microempresa: Ingresos menores a \$100.000,00; Pequeña empresa: Ingresos entre \$100.001,00 - \$1.000.000,00; Mediana Empresa: Ingresos entre \$1.000.001,00- \$5.000.000,00 y Empresa Grande: Ingresos superiores a \$5.000.001,00

Para obtener la influencia que tiene el participar del mercado de valores dentro de las empresas emisoras en el Ecuador, se propone una estrategia de estimación sencilla con todas las empresas que participaron en el mercado de valores durante cada año de análisis mediante el modelo de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), Efectos Fijos (EF) y Efectos Aleatorios (EA); sin embargo, es posible que existan empresas que no hayan participado en el mercado de valores en todo el periodo de estudio, pero que al menos hayan participado en uno de los años del periodo; en otras palabras, una empresa pudo haber participado en el mercado de valores realizando emisiones en 1, 2, 3, y/o 4 años de los 5 de análisis, por lo que este análisis se centra justamente en estas diferencias de realizar emisiones o no, y cómo el haber realizado una emisión de valores a diferencia de no haber realizado una emisión tiene un efecto en variables de rentabilidad y desempeño económico.

En este sentido, se propone una especificación econométrica como se muestra en la ecuación 1, donde la variable dependiente Y , es un vector de variables de rentabilidad y desempeño económico, que alternativamente es la Rentabilidad sobre Activos (ROA), Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE), stock de capital (k)³, ingreso por ventas ordinarias (y), total del activo (act), ganancia bruta (gb) y utilidad neta ($profit$) en logaritmos, por cada empresa i , en cada año t ; las variables independientes son: Mercado de Valores, es una variable dummy que toma el valor de 1 si la empresa i realizó una emisión en el año t y toma el valor de 0 si no; Riesgo, es el ratio entre el total de pasivos y el total de activos en logaritmos; Tamaño, es una variable dummy que toma valores entre 1 y 4 donde 1 es una empresa grande, 2 es una empresa mediana, 3 es una empresa pequeña y 4 es una microempresa; finalmente la variable Crecimiento, que es la tasa de crecimiento de las emisiones en el mercado de valores en logaritmos.

$$\ln(Y_{it}) = \beta_0 + \alpha \text{MercadoValores}_{it} + \delta \ln(\text{Riesgo}_{it}) + \gamma \text{Tamaño}_{it} + \theta \ln(\text{Crecimiento}_t) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + u_{it}$$

La ecuación 1 permite obtener los valores de α , δ , γ y θ que son los coeficientes de las variables de interés y puntualmente es un procedimiento válido para determinar el nivel de relación de las variables independientes con las variables dependientes. La principal variable de interés en este análisis es MercadoValores dado que se desea determinar la influencia de una empresa que ha realizado una emisión valores versus una empresa que durante el periodo de tiempo también estuvo al menos un año en el mercado de valores y el resto no; en esta línea, el signo del coeficiente estimado de esta variable se espera que sea positivo, para comprobar la hipótesis que el mercado de valores influye positivamente el desempeño económico y financiero de las empresas que han realizado emisiones.

Así mismo, por el lado del Riesgo, se espera que el coeficiente estimado de esta variable sea positivo, ya que como es ampliamente conocido, un aumento del riesgo está asociado a mayores niveles esperados de rentabilidad y ventas, aunque para las empresas que se encuentran en mercado de valores el riesgo empieza a reducirse dado que los flujos recibidos son menos inciertos (al menos en el caso ecuatoriano).

³ La variable stock de capital ha sido utilizada según lo propuesto por Camino-Mogro, Armijos-Bravo & Cornejo-Marcos (2018) utilizando la base de datos de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador

El tamaño de las empresas también es un importante determinante de los niveles de desempeño económico y financiero, se espera que el coeficiente estimado de esta variable sea positivo, es decir aquellas empresas de mayor tamaño tienen un mejor desempeño económico y financiero, adicionalmente las empresas que se encuentran en el mercado de valores ecuatoriano, en su gran mayoría son grandes y pocas medianas y casi ninguna pequeña o microempresa, por lo que la hipótesis de mientras más grande más rentable, es esperada.

Por último, la variable Crecimiento, se espera que el coeficiente estimado sea positivo, dado que un aumento de las emisiones totales del mercado de valores año a año, implicaría un desarrollo de este tipo de financiamiento y consecuente a esto, mas inversores estarían dispuestos a invertir en este mercado y las empresas entonces podrían captar mayores montos de dinero a través de este mecanismo, y de esta forma impulsar su desempeño económico y financiero.

AÑO		y	ROE	ROA	act	k	gb	utilidad	riesgo	crecimiento
2013	media	16,969	0,046	0,044	16,709	15,355	15,713	13,595	0,604	6,41E+08
	desvest	1,604	1,479	0,084	1,746	2,033	1,501	1,863	0,215	0
	mediana	16,999	0,100	0,035	16,791	15,660	15,664	13,654	0,631	6,41E+08
	p90	19,005	0,351	0,121	18,657	17,858	17,648	16,049	0,848	6,41E+08
2014	media	16,832	0,104	0,037	16,891	15,451	15,317	13,641	0,598	6,30E+08
	desvest	1,875	0,165	0,050	1,498	1,981	1,983	1,905	0,207	0
	mediana	17,071	0,068	0,026	16,883	15,634	15,541	13,668	0,627	6,30E+08
	p90	19,050	0,285	0,094	18,759	17,880	17,516	16,033	0,830	6,30E+08
2015	media	16,749	0,2110	0,044	16,936	15,464	15,382	13,519	0,581	6,92E+08
	desvest	1,979	1,395	0,064	1,435	1,995	2,0359	2,015	0,207	0
	mediana	16,975	0,082	0,033	16,938	15,715	15,587	13,539	0,621	6,92E+08
	p90	18,891	0,293	0,106	18,786	17,834	17,593	16,137	0,822	6,92E+08
2016	media	16,641	0,087	0,037	16,934	15,479	15,318	13,193	0,576	5,61E+08
	desvest	1,857	0,289	0,069	1,465	2,0567	1,898	2,067	0,216	0
	mediana	16,839	0,051	0,020	16,928	15,620	15,509	13,025	0,606	5,61E+08
	p90	18,814	0,305	0,103	18,856	17,937	17,577	15,807	0,834	5,61E+08
2017	media	16,712	0,042	0,042	17,003	15,519	15,197	13,430	0,582	6,87E+08
	desvest	1,998	1,495	0,151	1,487	2,079	1,973	2,064	0,228	0
	mediana	16,908	0,079	0,028	17,011	15,664	15,422	13,433	0,608	6,87E+08
	p90	18,942	0,316	0,112	18,946	18,045	17,524	16,081	0,832	6,87E+08

Tabla 3: Estadísticos Descriptivos de las variables de estudio por cada año

La Tabla 3 muestra los principales estadísticos descriptivos por cada año de análisis, se puede observar que la media de los ingresos por ventas ordinarias (y) presenta el valor más alto en al año 2013, mientras que los siguientes años empieza a decrecer, hasta el año 2017 donde presenta una leve mejora respecto al año

anterior. Por el lado de la rentabilidad, ROE y ROA, tienen un comportamiento promedio de incremento desde el año 2013 hasta el año 2015, mientras que en los años 2016 y 2017 ambos indicadores de rentabilidad son muy bajos, mostrando así un deterioro en la rentabilidad promedio de las empresas que se encuentran en el mercado de valores. Por otro parte, los activos y el stock de capital (k) desde el año 2013 al 2017 han venido incrementándose en promedio, siendo el año 2017 en donde presentan los valores más elevados. Mientras que la ganancia bruta ha tenido un comportamiento más estable que las otras variables, sin embargo en promedio el 2017 fue el peor año para esta cuenta contable. Finalmente, la utilidad ha venido decreciendo desde el año 2014, mientras que en el año 2017 presento una ligera mejora respecto al año anterior; el riesgo de las empresas que se encuentran en el mercado de valores ha venido disminuyendo si se compara el año 2013, esta variable en promedio ha estado estable.

Adicionalmente y como era de esperarse, las empresas que se ubican en el percentil 90 de la distribución de las empresas que están en el mercado de valores tienen valores más altos en promedio que el resto de empresas, esto quiere decir que las empresas más grandes (en términos de riqueza) tienen un mejor comportamiento financiero y económico que el resto de las empresas.

En la Tabla 4 se muestra una matriz de correlación de las variables de estudio, se destaca que el ingreso por ventas esta positivamente correlacionado con el ROA, activos totales, stock de capital, ganancia bruta, utilidad y riesgo; así mismo la rentabilidad de los activos (ROA) esta positivamente correlacionada con la ganancia bruta, utilidad y de forma negativa, con el riesgo; mientras que los activos totales se encuentran correlacionados de forma positiva con el stock de capital, ganancia bruta, utilidad y con que la empresa se encuentre en mercado de valores, lo mismo sucede con la variable stock de capital y ganancia bruta. Es importante destacar que, las variables independientes, tienen una correlación menor al 0.60 entre ellas, de esta forma se puede mencionar que no existe autocorrelación entre las variables independientes en el modelo especificado en la ecuación 1, y que además la variable MercadoValores (mv) tiene una relación directa y significativa al 5% con las variables dependientes: activos totales, stock de capital y ganancia bruta.

Por otro lado, la ecuación 1 se puede estimar por el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Sin embargo, en este trabajo se utilizan dos alternativas a la estimación por MCO: un estimador de efectos fijos (estimador intragrupos) y el estimador de efectos aleatorios. En la ecuación 1 existe un efecto fijo (μ_i) (heterogeneidad inobservable) por lo que el estimador de intragrupos elimina el efecto fijo calculando para cada individuo las diferencias respecto a la media, entonces se calcula la media de cada variable para cada individuo: $\bar{y}_i = \frac{\sum_{t=1}^T y_{it}}{T}$ entonces $\bar{\mu}_i = \mu_i$, este supuesto permite estimar consistentemente los parámetros utilizando cualquier método basado en primeras diferencias o diferencias con respecto a la media (Camino-Mogro, 2017). El principal problema de la estimación por efectos fijos intragrupos es el supuesto que μ_i es constante en el tiempo, en paneles largos o si el periodo de estudio contiene importantes cambios macroeconómicos esto es difícil de asumir. Por último, el estimador de efectos aleatorios supone que el efecto inobservable μ_i no se correlaciona con ninguna variable explicativa: $Cov(x_{itj}, \mu_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T; j = 1, 2, \dots, k$ y se puede estimar por el método de Mínimos Cuadrados Generalizados, ya que de esta manera se mejora la eficiencia y se asume que no existe correlación entre los errores y los regresores (Wooldridge, 2006).

El supuesto de efectos aleatorios reúne todos los supuestos de efectos fijos más el requisito adicional que μ_i es independiente de todas las variables explicativas en todos los periodos. Se puede definir el término de error compuesto como $\varepsilon_{it} = \mu_i + u_{it}$. Como μ_i esta en el error compuesto en cada periodo, los ε_{it} se correlacionan serialmente en cada periodo de tiempo, bajo los supuestos de efectos aleatorios, $Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{is}) = \frac{\sigma_a^2}{\sigma_a^2 + \sigma_u^2}$, $t \neq s$, donde $\sigma_a^2 = Var(a_i)$ y $\sigma_u^2 = Var(u_{it})$. Es posible usar el modelo de Mínimos Cuadrados Generalizados (MCG) para resolver los problemas de correlación serial, se debe tener una N grande y una T relativamente pequeño (Wooldridge, 2006).

En resumen, se realizan las estimaciones de efectos fijos (intragrupos) ya que este estimador es consistente tanto si los efectos individuales están correlacionados con los factores económicos de la empresa como si no lo están. Además, se estima el modelo de efectos aleatorios ya que es más eficiente que el estimador intragrupos en el caso que los efectos individuales estén incorrelados con los regresores, es decir sean puramente aleatorios. Si los efectos individuales estén correlacionados con los el estimador de efectos aleatorios es inconsistente, por lo tanto se sugiere utilizar el estimador de efectos fijos (intragrupos), esta solución de qué estimador utilizar nos indica el cálculo del test de Hausman (Camino-Mogro, 2017; Wooldridge, 2006).

	y	ROA	ROE	act	k	gb	profit	mv	riesgo	crec
y	1									
ROA	0.106*	1								
ROE	0,035	0,029	1							
act	0.806*	0,073	0,026	1						
k	0.630*	0,020	0,022	0.767*	1					
gb	0.858*	0.181*	0,005	0.817*	0.622*	1				
profit	0.667*	0.439*	0,073	0.759*	0.561*	0.722*	1			
mv	0,064	-0,029	-0,009	0.196*	0.121*	0.235*	0,072	1		
riesgo	0.298*	-0.204*	-0,004	0,053	-0,04	0.159*	-0,054	-0.034	1	
crec	0,014	0,024	0,014	0,009	0,002	-0,004	0,046	0.001	0.004	1

Tabla 4: Matriz de Correlación de las variables de estudio.

Nota: * nivel de significancia menor al 5%.

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SCVS). Elaboración: El autor

IV. RESULTADOS

En esta sección se presentan los principales resultados de la estimación econométrica propuesta en la ecuación 1, donde se utiliza el método MCO y MCO por efectos fijos y efectos aleatorios.

Los resultados obtenidos de la estimación por MCO se muestran en la Tabla 5, la variable de interés (Mercado de Valores) es estadísticamente significativa y positiva en relación con los ingresos por ventas, total del activo y stock de capital, indicando que las empresas que se encontraron en el mercado de valores tienen aproximadamente 13% más de ingresos por ventas que cuando no se encontraron en el mercado bursátil, un 62% más de total de activos y un 435 más de stock de capital que cuando no estuvieron en dicho mercado. Sin embargo, la relación con el ROA es negativa y estadísticamente significativa al 5%, este resultado no es el esperado, pero puede darse debido a que la rentabilidad de las empresas que se encuentran en el mercado de valores no depende en una gran proporción al encontrarse en dicho el sector bursátil, sino

más bien a otras características como tamaño del mercado en el que operan, exposición al mercado internacional, entre otros.

Adicionalmente, el riesgo esta negativamente relacionada con el ingreso por venta, ROA, ROE, total del activo, ganancia bruta, utilidad y stock de capital, mostrando que a mayor riesgo, se esperan menores niveles de desempeño económico (en promedio). Finalmente, el crecimiento de las emisiones en el mercado de valores no es estadísticamente significativo para ninguna de las variables de desempeño económico.

Variables independientes / Variables dependientes	Mercado de Valores	Riesgo	Crecimiento	Variables de control			R ²
				Tamaño	Provincia	CIU	
y	0.129* (0.077)	-0.632** (0.166)	0.319 (0.353)	SI	SI	SI	0.68
ROE	-0.066 (0.047)	-0.270 (0.422)	0.221 (0.309)	SI	SI	SI	0.03
ROA	-0.017** (0.007)	-0.132** (0.061)	0.028 (0.029)	SI	SI	SI	0.09
Total del Activo	0.622*** (0.102)	-0.555*** (0.179)	-0.032 (0.381)	SI	SI	SI	0.43
Ganancia Bruta	1.022 (0.118)	-1.532 (0.223)	-0.025 (0.468)	SI	SI	SI	0.51
Utilidad	0.115 (0.137)	-3.151*** (0.325)	0.919 (0.641)	SI	SI	SI	0.31
Stock de capital (k)	0.432*** (0.132)	-2.684*** (0.315)	0.010 (0.558)	SI	SI	SI	0.37

Tabla 5. Estimación econométrica de la influencia del Mercado de Valores en el desempeño económico y financiero en las empresas del Ecuador. Método Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO).

Nota: Valores entre paréntesis representan los errores estándar de los coeficientes estimados por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Los asteriscos representan * significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%. Se utilizaron variables dummies de tamaño, provincia y actividad económica.

Por otro lado, los resultados obtenidos en la Tabla 5 son contrastados mediante la estimación de MCO por efectos fijos y efectos aleatorios. La Tabla 6, muestra los resultados por los dos métodos mencionados y para determinar cual estimador es más eficiente se realizó el Test de Hausman, indicando en todos los casos que el estimador de MCO por efectos fijos es más eficiente que el estimador de efectos aleatorios. En este sentido, los resultados muestran que las empresas que se encontraron en el mercado de valores tienen aproximadamente 29% más total de activos que cuando no se encontraron en el mercado bursátil, un 57% más de ganancia bruta y 13% más de stock de capital que cuando no estuvieron en dicho mercado. Sin embargo, los resultados no soportan la hipótesis que el encontrarse en el mercado de valores versus no encontrarse en el mercado de valores para una misma empresa, represente aumentos de los ingresos por ventas, rentabilidad y utilidad.

Adicionalmente, estos resultados si muestran una relación positiva y significativa que el crecimiento de las emisiones en el mercado de valores influya positivamente en el ingreso por venta y la utilidad de las empresas que se encuentran dentro del mercado de valores.

Variables Independientes Variables Dependientes	Efectos Fijos			Efectos Aleatorios			Test de Hausman	Variables de control		
	Mercado de Valores	Riesgo	Crecimiento	Mercado de Valores	Riesgo	Crecimiento		Tamaño	Provincia	CIU
y	0.002 (0.031)	-0.007 (0.179)	0.323*** (0.074)	0.009 (0.030)	-0.050 (0.157)	0.325*** (0.077)	<0.00001	SI	SI	SI
ROE	-0.140 (0.107)	-0.557 (1.006)	0.213 (0.306)	-0.066 (0.050)	-0.270 (0.388)	0.221 (0.304)	0.007	SI	SI	SI
ROA	-0.013 (0.007)	-0.304 (0.186)	0.028 (0.022)	-0.015 (0.007)	-0.199 (0.116)	0.027 (0.023)	<0.00001	SI	SI	SI
Total del Activo	0.286*** (0.061)	0.766* (0.435)	0.101* (0.060)	0.305*** (0.061)	0.556 (0.378)	0.091 (0.067)	<0.00001	SI	SI	SI
Ganancia Bruta	0.564*** (0.087)	0.122 (0.459)	0.169 (0.175)	0.624*** (0.090)	-0.416 (0.332)	0.162 (0.179)	<0.00001	SI	SI	SI
Stock de Capital (k)	0.127* (0.073)	-0.222 (0.379)	0.126 (0.142)	0.147** (0.074)	-0.430 (0.331)	0.117 (0.144)	<0.00001	SI	SI	SI
Utilidad	-0.155 (0.109)	-0.852 (0.534)	1.214*** (0.338)	-0.090 (0.103)	-1.681*** (0.428)	1.182*** (0.347)	<0.00001	SI	SI	SI

Tabla 6. Estimación econométrica de la influencia del Mercado de Valores en el desempeño económico y financiero en las empresas del Ecuador. Método Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) por Efectos Fijos y Efectos Aleatorios.

Nota: Valores entre paréntesis representan los errores estándar de los coeficientes estimados por Efectos Fijos y Efectos Aleatorios. Los asteriscos representan * significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%. Se utilizaron variables dummies de tamaño, provincia y actividad económica. Para el caso de la estimación en efectos fijos, las variables de control por provincia y CIU son invariantes en el tiempo, por lo que la estimación omite estas variables.

Los resultados obtenidos en la Tabla 5 y 6, muestran que no existe un consenso para el caso ecuatoriano que encontrarse en el mercado bursátil tenga una relación positiva con los ingresos por ventas y sobretodo con la rentabilidad, llegando a resultados diferentes a los mencionados por González & Farías (2009), aunque si existe un consenso en términos de activo, capital y ganancia bruta, por lo que existe evidencia a favor de lo mencionado por Gupta (2005) donde la entrada al mercado de valores impacta positivamente en su desempeño operativo. Adicionalmente en la Tabla A1 en anexos se presenta una estimación alternativa de MCO con efectos fijos en primeras diferencias, los resultados son similares a los encontrados en la Tabla 6 mediante efectos fijos.

V. CONCLUSIÓN

En conclusión, se ha estimado cuantitativamente la influencia o las “ventajas” que tienen las empresas emisoras de valores sobre su desempeño financiero durante el periodo 2013-2017. Para encontrar esta influencia, se utilizó un método econométrico simple donde el efecto de la variable Mercado de Valores representa la relación de estar en el mercado bursátil versus no estar en el mercado bursátil dentro de un mismo grupo de empresas.

Los resultados son concluyentes en que las empresas que se encuentran en el mercado de valores tienen mejores niveles de activo total, stock de capital y ganancia bruta que cuando no estaban en el mercado de valores, sin embargo los resultados no encuentran evidencia a favor de obtener mejores niveles de venta, tasas de rentabilidad y utilidad. Lo último puede referirse a que las empresas que realizan emisiones de valores no necesariamente tienen niveles más altos de ingresos o son más rentables que cuando no estaban en el mercado, sino que en general son las empresas más grandes y consolidadas dentro del mercado las que realizan emisiones por lo que ya poseen niveles altos de ingresos y de rentabilidad, sin embargo buscan alternativas de financiamiento (más barata) no tradicionales para proyectos puntuales, que toman un tiempo prudencial en mostrar ganancias.

Este trabajo muestra los primeros resultados en Ecuador (a conocimiento del autor) referente a cómo influye para una empresa el haber estado en el mercado de valores versus el no encontrarse en el mercado bursátil. Por lo que, esta investigación abre el debate a nuevos trabajos empíricos que muestren esta relación utilizando nuevas variables o que contrasten este trabajo con otras metodologías.

Finalmente, el trabajo puede servir de instrumento a los hacedores de política pública, desde un marco referencial donde se impulse la inserción de más empresas en el mercado de valores para que de esta manera puedan incrementar no solo sus activos, sino también sus ganancias brutas, tal como se muestra en este documento.

REFERENCIAS

- Aghion, P., Howitt, P., & Mayer-Foulkes, D. (2005). The effect of financial development on convergence: Theory and evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 173-222.
- Arosemena, G. (1996). *La Historia Empresarial del Ecuador* (Vol. II). Guayaquil.

- Atje, R., & Jovanovic, B. (1993). Stock markets and development. *European Economic Review*, 37(2-3), 632-640.
- Balatbat, M., Taylor, S., & Walter, T. (2004). Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings. *Accounting & Finance*, 44(3), 299-328.
- Bolsa de Valores de Guayaquil S.A. (2017). *TRANSPARENCIA*. Guayaquil.
- Boyd, J. H., & Smith, B. D. (1998). The evolution of debt and equity markets in economic development. *Economic Theory*, 12(3), 519-560.
- Brianto, M. (2010). *Mercado de capitales y crecimiento económico: caso de Venezuela*. Caracas: Serie de Documentos, Banco Central de Venezuela.
- Cai, J., & Wei, J. (1997). The investment and operating performance of Japanese initial public offerings. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5(4), 389-417.
- Camino-Mogro, S. (2017). Estimación de una función de producción y análisis de la productividad: el sector de innovación global en mercados locales. *Estudios gerenciales*, 33(145), 400-411.
- Camino-Mogro, S., Armijos-Bravo, G., & Cornejo-Marcos, G. (2018). Productividad Total de los Factores en el sector manufacturero ecuatoriano: evidencia a nivel de empresas. *Cuadernos de Economía*, 41(117), 241-261.
- Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. (2010). *El papel del mercado bursátil en el crecimiento económico de México*. Ciudad de México: Camara de Diputados.
- Chen, G.-m., Firth, M., & Rui, O. (2006). Have China's enterprise reforms led to improved efficiency and profitability? *Emerging Markets Review*, 7(1), 82-109.
- Chi, P., & Padgett, C. (2003). The Operating Performance of the Chinese Initial Public Offering (IPO) Market and its Relationship with the Market Performance of IPOs. *Financial Management Association International*. FMA 2004 Annual Meeting.
- Dapena, J. (2009). *Rol del Mercado de Capitales en el crecimiento de la economía: Literatura y evidencia para Argentina*. Buenos Aires: Serie Documentos de Trabajo, Universidad del CEMA: Área: economía y finanzas.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (1996). Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 223-239.
- Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (2004). *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Developments*. London, England: MIT Press.
- Garcia, V., & Liu, L. (1999). Macroeconomics determinants of stock market development. *Journal of Applied Economics*, 2(1), 29-59.
- González, M., & Fariás, P. (2009). Desempeño operacional posterior a la oferta pública inicial de acciones de las empresas chilenas. *El Trimestre Económico*, LXXVI(3), 751-773.

- Gupta, N. (2005). Partial Privatization and Firm Performance. *The Journal of Finance*, 60(2), 987-1015.
- Harris, R. (1997). Stock markets and development: A re-assessment. *European Economic Review*, 41(1), 139-146.
- Henry, P. (2000). Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices. *The Journal of Finance*, 55(2), 529-564.
- Jain, B., & Kini, O. (1994). The post- issue operating performance of IPO firms. *The journal of finance*, 49(5), 1699-1726.
- Kim, K., Kitsabunnarat, P., & Nofsinger, J. (2004). Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 355-381.
- Kutsuna, K., Okamura, H., & Cowling, M. (2002). Ownership structure pre-and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(2), 163-181.
- Levine, R. (2000). ¿Son mejores los sistemas financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil? *Economía Chilena*, 3(1), 25-55.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88(3), 536-558.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31-77.
- Lezama Palomino, J. C., Laverde Sarmiento, M. Á., & Gómez Restrepo, C. A. (2017). El mercado de valores y su influencia en la economía: estudio del caso colombiano 2001-2013. *Revista Internacional Administración & Finanzas*, 10(2), 29-39.
- Lin, J. Y., Sun, X., & Jiang, Y. (2009). *Toward a theory of optimal financial structure*. The World Bank.
- Loughran, T., & Ritter, J. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *The journal of finance*, 52(5), 1823-1850.
- Lukose, J., & Rao, N. (2003). Operating performance of the firms issuing equity through rights offer. *Vikalpa*, 28(4), 25-40.
- McLaughlin, R., Safieddine, A., & Vasudevan, G. (1998). The information content of corporate offerings of seasoned securities: An empirical analysis. *Financial Management*, 27(2), 31-45.
- Mikkelson, W., Partch, M., & Shah, K. (1997). Ownership and operating performance of companies that go public. *Journal of financial economics*, 44(3), 281-307.
- Mitton, T. (2006). Stock market liberalization and operating performance at the firm level. *Journal of Financial Economics*, 81(3), 625-647.
- Ngare, E., Nyamongo, E., & Misati, R. (2014). Stock market development and economic growth in Africa. *Journal of Economics and Business*, 74, 24-39.

- Pagano, M., Zingales, L., & Panetta, F. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Pérez-Manzo, O., Rivera-Hernández, A., & Solís-Granda, L. (2015). Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano como fuente de inversión para las PyMES. *Ciencia Unemi*, 8(13), 8-15.
- Pradhan, R. (2018). Development of stock market and economic growth: the G-20 evidence. *Eurasian Economic Review*, 8(2), 161-181.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Power in a Theory of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(2), 387-432.
- Rioja, F., & Valev, N. (2014). Stock markets, banks and the sources of economic growth in low and high income countries. *Journal of Economics and finance*, 38(2), 302-320.
- Rosero, L. (2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación. *Ecuador Debate*(80), 23-34.
- Ruiz Porras, A. (2004). Mercados financieros y crecimiento económico en América Latina: un análisis econométrico. *Análisis económico*, 19(40), 141-165.
- Saunders, A., & Millon, M. (2012). *Financial markets and institutions* (5th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Serve, S. (2004). The operating performance of French IPO firms. *University Library of Munich, MPRA Paper, Working Paper*.
- Singh, A. (1997). Stock markets, financial liberalization and economic development. *Economic Journal*, 107(442), 771-782.
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (1 de 9 de 2018). *Mercado de Valores*. Obtenido de <http://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores>
- Wooldridge, J. (2006). *Introducción a la econometría. Un enfoque moderno*. México: International Thomson Editores, S.A.

ANEXOS

Variables independientes Variables dependientes	Mercado de Valores	Riesgo	Crecimiento	Variables de control			R ²
				Tamaño	Provincia	CIU	
y	0.045 (0.038)	-0.001 (0.288)	0.147 (0.101)	SI	SI	SI	0.18
ROE	0.022 (0.049)	-0.258 (1.290)	0.263 (0.262)	SI	SI	SI	0.02
ROA	-0.009 (0.007)	-0.191 (0.200)	0.039** (0.017)	SI	SI	SI	0.07
Total del Activo	0.083*** (0.031)	0.964 (0.607)	0.022 (0.048)	SI	SI	SI	0.14
Ganancia Bruta	0.870*** (0.121)	-0.685* (0.386)	0.291 (0.179)	SI	SI	SI	0.14
Utilidad	0.084 (0.751)	-3.235* (1.786)	5.702*** (1.011)	SI	SI	SI	0.03
Stock de capital (k)	0.003 (0.069)	-0.105 (0.282)	0.092 (0.123)	SI	SI	SI	0.03

Tabla A1. Estimación econométrica de la influencia del Mercado de Valores en el desempeño económico y financiero en las empresas del Ecuador. Método Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) por Efectos Fijos en primeras diferencias.