

2015

## **Determinantes de acceso al segundo mercado para las Pymes del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá**

Santiago López Lozano  
*Universidad de La Salle, Bogotá*

Follow this and additional works at: [https://ciencia.lasalle.edu.co/finanzas\\_comercio](https://ciencia.lasalle.edu.co/finanzas_comercio)



Part of the [Business Analytics Commons](#), and the [Finance Commons](#)

---

### **Citación recomendada**

López Lozano, S. (2015). Determinantes de acceso al segundo mercado para las Pymes del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá. Retrieved from [https://ciencia.lasalle.edu.co/finanzas\\_comercio/13](https://ciencia.lasalle.edu.co/finanzas_comercio/13)

This Trabajo de grado - Pregrado is brought to you for free and open access by the Facultad de Ciencias Económicas y Sociales at Ciencia Unisalle. It has been accepted for inclusion in Finanzas y Comercio Internacional by an authorized administrator of Ciencia Unisalle. For more information, please contact [ciencia@lasalle.edu.co](mailto:ciencia@lasalle.edu.co).

**DETERMINANTES DE ACCESO AL SEGUNDO MERCADO PARA LAS  
PYMES DEL SUBSECTOR DE CONFECCIÓN DE PRENDAS DE VESTIR  
EXCEPTO PRENDAS DE PIEL EN BOGOTÁ**

SANTIAGO LÓPEZ LOZANO

UNIVERSIDAD DE LA SALLE  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES  
PROGRAMA DE FINANZAS Y COMERCIO INTERNACIONAL  
BOGOTÁ D.C  
2015

**DETERMINANTES DE ACCESO AL SEGUNDO MERCADO PARA LAS  
PYMES DEL SUBSECTOR DE CONFECCIÓN DE PRENDAS DE VESTIR  
EXCEPTO PRENDAS DE PIEL EN BOGOTÁ**

SANTIAGO LÓPEZ LOZANO

Monografía para optar al título de profesional en Finanzas y Comercio  
Internacional

Asesor  
Jackson Paul Pereira

UNIVERSIDAD DE LA SALLE  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES  
PROGRAMA DE FINANZAS Y COMERCIO INTERNACIONAL  
BOGOTÁ D.C

2015

## Dedicatoria

A Dios,  
A mis padres; Bernardo y Martha,  
A mis hermanos; Juanita y Juan Diego,  
A mi alma mater, por enseñarme a pensar en mundos diferentes  
Y en general a todos aquellos que aportaron en esta investigación,

*“No necesitamos una idea, necesitamos un ideal” Ken Yuktasevi.*

## Resumen

Las Pymes en Colombia concentran sus fuentes de financiamiento en el mercado intermediado o mercado bancario, desaprovechando los beneficios que brindan los instrumentos del mercado de valores a través del segundo mercado (un espacio ajustado a las necesidades de financiación de las Pymes). Por tal motivo, el presente trabajo pretende identificar los factores que determinan el acceso al segundo mercado de las Pymes del subsector de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá, a través de una metodología basada en un enfoque mixto puro, en donde tanto el método cuantitativo como cualitativo cuentan con el mismo peso y se desarrollan de manera simultánea. El enfoque cualitativo es realizado a partir de revisión documental de fuentes secundarias y la aplicación de una encuesta de opinión, mientras que el enfoque cuantitativo se desarrolla a partir de un modelo de regresión con datos panel. El hallazgo más importante del documento se centra en afirmar que el acceso a información, el desarrollo del mercado, la educación, el gobierno corporativo, la coyuntura; así como el tamaño, la rentabilidad, la tangibilidad, el endeudamiento a corto plazo, el costo de la deuda y la antigüedad, influyen para que las Pymes accedan al segundo mercado.

**Palabras clave:** Mercado de valores, segundo mercado, estructura de capital, financiación.

## Abstract

SMEs in Colombia concentrate its funding sources in the banking market, for this reason those enterprises miss the benefits provided by stock market instruments through the Second market (An adjusted system for SMEs). Therefore, this paper aims to identify the factors that determine access to the Second Market for the SME of clothing sub sector in Bogota through a methodology based on a pure mixed approach, where quantitative and qualitative methods have the same weight and they are developed simultaneously. The qualitative approach is done from documentary review of secondary sources and an implementation of an opinion survey, while the quantitative approach is developed from a regression model with panel data. The most important finding of the paper, focuses on affirming that access to information, market development, education, governance, the current situation; and the size, profitability, tangibility, short-term indebtedness, cost of debt and experience influence to access of SMEs to the Second market.

**Keywords:** Stock market, Second market, capital structure, financing.

## Tabla de Contenidos

Introducción.....	1
Capítulo 1. Marco de referencia y metodología.....	3
1. Marco de Referencia.....	3
1.1 Marco teórico.....	3
1.2 Marco legal.....	13
2. Metodología.....	16
2.1. Método cualitativo.....	17
2.2 Método cuantitativo.....	18
3. Selección de la muestra.....	21
Capítulo 2. Caracterización del segundo mercado y del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá.....	22
1. El segundo mercado en Colombia.....	22
1.1 Composición actual del segundo mercado.....	22
1.2 Condiciones de acceso al segundo mercado en comparación con el Mercado principal.....	23
2. Segundos mercados y mercados alternativos en otros países: el caso del ChiNext y del SME Board de China.....	26
2.1 Evolución histórica de los mercados de valores dirigidos a las Pymes.....	27
2.2 El mercado ChiNext.....	29
2.3 El mercado SME.....	30
2.4 Principales diferencias entre el mercado SME y el ChiNext de Shenzhen.....	30
3. Caracterización del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá para el periodo comprendido entre 2009-2013.....	31
3.1 Descripción y composición.....	31
3.2 Producción.....	32
3.3 Agremiaciones.....	34
3.4 Evolución del subsector en relación al comercio internacional.....	34
3.5 Análisis de indicadores financieros.....	35
Capítulo 3. Resultados.....	37
1. Estimaciones y resultados del enfoque cualitativo.....	37
2. Estimaciones y resultados del enfoque cuantitativo.....	45
Conclusiones.....	48
Referencias Bibliográficas.....	50

## Lista de tablas

Tabla 1	Proposiciones de Modigliani y Miller en ausencia de impuestos.....	10
Tabla 2	Consideraciones más relevantes de la resolución 400 de 1995 en relación al segundo mercado.....	19
Tabla 3	Modificaciones más relevantes de la resolución 400 de 1995.....	20
Tabla 4	Principales modificaciones del Decreto 1019 de 2014 al Decreto 2555 de 2010.....	22
Tabla 5	Variables explicativas del modelo de regresión.....	25
Tabla 6	Selección de la muestra.....	28
Tabla 7	Cuadro comparativo entre mercado principal y segundo mercado.....	31
Tabla 8	Principales diferencias entre el mercado SME y el ChiNext de Shenzhen.....	37
Tabla 9	Determinantes cualitativos de acceso al segundo mercado en Colombia.....	44
Tabla 10	¿El acceso a información influye para que las empresas se financien a través del segundo mercado?.....	46
Tabla 11	Nivel de aceptación en relación a la influencia del acceso a información sobre la lista de atributos.....	46
Tabla 12	¿El desarrollo del mercado de valores influye para que las empresas se financien a través del segundo mercado?.....	47
Tabla 13	Nivel de aceptación en relación a la influencia del desarrollo del mercado de valores sobre la lista de atributos.....	48
Tabla 14	¿El conocimiento o educación del mercado de valores influye para que las empresas se financien a través del segundo mercado?.....	48
Tabla 15	Nivel de aceptación en relación a la influencia del conocimiento o educación del mercado de valores sobre la lista de atributos.....	49
Tabla 16	¿El gobierno corporativo influye para que las empresas se financien a través del segundo mercado?.....	50
Tabla 17	Nivel de aceptación en relación a la influencia del gobierno corporativo sobre la lista de atributos.....	50
Tabla 18	¿La coyuntura del subsector influye para que las empresas se financien a través del segundo mercado?.....	51
Tabla 19	Nivel de aceptación en relación a la influencia de la coyuntura del subsector sobre la lista de atributos.....	52
Tabla 20	Modelos de regresión con datos panel, modelo de efectos fijo (MEF).....	53
Tabla 21	Nivel de aceptación en relación a la influencia de la coyuntura del subsector sobre la lista de atributos.....	54

## Lista de Figuras

Figura 1.	Proposición II de Modigliani y Miller.....	11
Figura 2.	Distribución de inversionistas profesionales en el segundo mercado.....	29
Figura 3.	Proceso para realizar ofertas públicas.....	31
Figura 4.	PIB por rama de actividad a precios corrientes – series sin desestacionalizar, 2014.....	40
Figura 5.	Balanza comercial del subsector de Prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá, 2015.....	40
Figura 6.	Balanza comercial del subsector de Prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá, 2015.....	42
Figura 7.	Prueba de normalidad de Jarque Vera.....	53

## Introducción

La mayor parte de las Pymes colombianas no se financian por medio del sistema financiero, y las que lo hacen, recurren exclusivamente al mercado intermediado o mercado bancario (ANIF, 2014), este hecho refleja la importancia del desarrollo del mercado no intermediado o mercado de valores para las Pymes, quienes pueden incursionar en dicho mercado, a través del denominado segundo mercado.

En Colombia, Santana (1992) inicia la discusión sobre el segundo mercado, mediante la realización de un cuadro comparativo entre el mercado principal y el segundo mercado, encontrando que existen mayores beneficios para las Pymes, en relación a menores costos y exigencias en la presentación de informes financieros; posteriormente, García y Jiménez (1995) emplean una comparación entre instrumentos del segundo mercado y un crédito bancario, así como la aplicación de encuestas a representantes de la Bolsa de valores de Bogotá y la Superintendencia de valores, evidenciando que a pesar de que es más económico fondearse a través del segundo mercado, la inserción de las Pymes se ve afectada por la baja profundidad del mercado principal y el desconocimiento de los empresarios; Remolina y Alba (2010) y Carvajal y Monroy (2011), presentan los requerimientos para el ingreso al segundo mercado, por medio de un análisis jurídico del Decreto 2555 de 2010, concluyendo que a pesar de los esfuerzos del gobierno, por medio de programas como Colombia capital o el artículo 152 del plan nacional de desarrollo, debe existir una reformulación del Decreto 2555 de 2010. Finalmente, en el año 2014 se expidió el Decreto 1019, en donde se modifica el Decreto 2555 de 2010, con el fin de aumentar el tamaño del mercado de valores e incentivar el acceso de las Pymes al segundo mercado.

De acuerdo a lo expuesto anteriormente, se resalta un vacío de conocimiento en cuanto a la determinación de los factores cualitativos y financieros por los cuales las Pymes acceden o no, a dicho mercado, con motivo de reconocer los puntos en los que las organizaciones involucradas con el segundo mercado, deben trabajar para lograr una profundización del mercado de valores en Colombia. A partir de lo señalado anteriormente, este trabajo pretende identificar cuáles son los determinantes de acceso al segundo mercado para las Pymes del Subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas piel en la ciudad de Bogotá.

La presente investigación se realizará a partir de una metodología basada en un enfoque mixto puro, en donde tanto el método cuantitativo como cualitativo cuentan con el mismo peso y se desarrollan de manera simultánea (Hernández, Fernández y Baptista, 2010). El enfoque cualitativo busca identificar los determinantes cualitativos de acceso al segundo mercado, a partir de revisión documental de fuentes secundarias y la aplicación de una encuesta de opinión que contraste los resultados encontrados, mientras que el enfoque cuantitativo se desarrolla a partir de un modelo de regresión con datos panel con el fin de establecer los determinantes financieros de acceso.

En definitiva, el documento consta de tres (3) capítulos: el primero de ellos, compuesto por el marco teórico y la metodología, evidenciando en primera instancia, las teorías concernientes a la estructura de capital de las empresas y posteriormente presentando la metodología, en la cual se muestra la manera cómo se piensa llevar a cabo la investigación con base el marco teórico (Isaza y Rendón, 2007); el segundo capítulo, hace referencia al reconocimiento del estado actual del segundo mercado en Colombia y en otros países, así como la caracterización de las Pymes del sub sector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá para el periodo comprendido entre 2009-2013; y el capítulo tres, es destinado a la presentación y análisis de los resultados del enfoque cuantitativo y cualitativo.

## Capítulo 1. Marco de referencia y metodología

### 1. Marco de Referencia

#### 1.1 Marco teórico

Con este apartado se pretende exponer las bases teóricas con las cuales se desarrollará el presente trabajo de investigación, exponiendo dentro de este apartado las diferentes teorías alusivas a la estructura de capital de las empresas, centrando su estudio en la teoría de agencia.

##### 1.1.1 Teorías de estructura de capital

La estructura de capital se refiere a la forma en que las empresas financian sus activos a través de deuda o capital (Ross, Westerfield y Jaffe, 2012). Según Rivera (2007) la estructura de capital centra su estudio en los recursos permanentes o de largo plazo en comparación con la estructura financiera que comprende el corto plazo.

Por otro lado la estructura óptima de capital, se entiende como aquella que maximiza el valor de la empresa, minimizando el costo de capital (WACC por sus siglas en ingles). En el siguiente epígrafe se presentará la estructura de capital óptima desde una perspectiva de mercados perfectos y eficientes, lo cual permitirá realizar más adelante una comparación con otras teorías derivadas de esta visión.

##### *1.1.1.1 Teorías de estructura óptima de capital desde la perspectiva de mercados perfectos*

El primero en tratar este asunto, fue Duran (1952) quien propuso que el valor de la empresa era independiente de su estructura de capital, concluyendo que la estructura de capital óptima, será aquella que maximice el uso de la deuda. Posteriormente Modigliani y Miller (1958) contribuyeron a esta discusión a través de la tesis de irrelevancia en la cual crearon en primera instancia un escenario que suponía ausencia de impuestos.

##### *Proposiciones de Modigliani y Miller sin impuestos:*

Modigliani y Miller argumentan, que la elección entre deuda o capital no tiene efecto sobre el valor de empresa, planteando alrededor de este argumento una serie de supuestos e intuiciones presentadas a continuación:

Tabla 1<sup>1</sup>*Proposiciones de Modigliani y Miller en ausencia de impuestos*

Supuestos	Resultados	Intuición
Ausencia de impuestos y de costos de transacción.	* Proposición I: $Vl = Vu$ El valor de la empresa apalancada es igual al valor de la empresa no apalancada.	*Proposición I: por medio del apalancamiento “casero” <sup>2</sup> , los particulares pueden replicar o deshacer los efectos del apalancamiento corporativo
Particulares y corporaciones se endeudan a la misma tasa	* Proposición II (1) $R_s = R_o + \left[ \left( \frac{B}{S} \right) * (R_o - R_b) \right]$	*Proposición II: el costo del capital aumenta con el apalancamiento porque este incrementa el riesgo del capital.

Fuente: Elaboración propia con base en datos tomados de Ross et al. (2012).

La proposición I se refiere a que el valor de la empresa es el mismo en diferentes estructuras de capital (el valor es irrelevante a la estructura que se escoja), donde Modigliani y Miller (1958) argumentan: “*That is, the market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate  $P_k$  appropriate to its class*” (p.268). En otras palabras Mascareñas (2001) afirma que la proposición número I, se basa en que el valor de la empresa sólo dependerá de la capacidad generadora de rendimiento de activos sin importar la fuente de los recursos financieros.

La proposición II se basa en que el riesgo para los accionistas aumenta con el apalancamiento, teniendo en cuenta que una empresa apalancada genera mayor rendimiento en periodos de auge, y menores en periodos de crisis, y es por esto que se habla de una compensación del riesgo a partir de un mayor rendimiento, M&M basan dicha afirmación a partir de la siguiente ecuación:

$$(2) R_o = wacc.$$

Siendo:

$R_o$  = costo de capital sin apalancamiento

Debido a que los rendimientos esperados de una empresa apalancada son iguales a los de una no apalancada, y despejando la ecuación del WACC, se llega a la siguiente formula:

<sup>1</sup> Las tablas y figuras mostradas en este trabajo, son presentadas con base en normas APA sexta ed.

<sup>2</sup> El apalancamiento casero por su parte, se refiere a solicitar un préstamo para comprar acciones no apalancadas en el caso que dichas empresas estén subvaloradas, demostrando que ninguna estructura de capital genera mayor o peor beneficio para los accionistas. De igual forma M&M argumentan que los particulares y las empresas se financian a la misma tasa, debido a que los dos, deben presentar garantías a su intermediario cuando solicitan fondos en préstamos.

$$(3) R_s = R_o + \left[ \left( \frac{B}{S} \right) * (R_o - R_b) \right]$$

Encontrando así, una ecuación lineal representada a continuación en la figura 1.

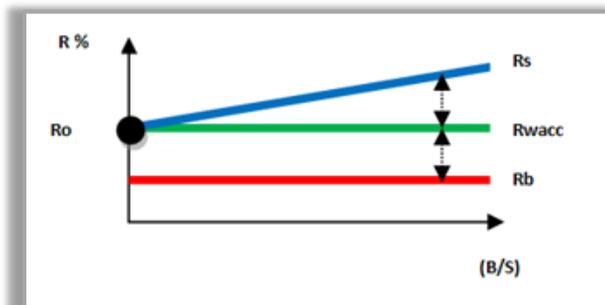


Figura 1. Proposición II de Modigliani y Miller

Fuente: Elaboración propia con base en datos tomados de Ross et al. (2012)

La gráfica anterior indica que a medida que la empresa aumenta su grado de endeudamiento, cada dólar adicional se apalanca con deuda adicional, aumentando el riesgo de capital (así como el  $R_s$ ), para concluir que el costo promedio de capital no se ve finalmente afectado por el apalancamiento.

#### *Proposiciones de Modigliani y Miller con impuestos:*

Modigliani y Miller (1963) modifican sus proposiciones iniciales, incluyendo dentro su modelo, los impuestos, los cuales son gravados luego de las utilidades después de intereses, lo cual significa que el apalancamiento disminuye el pago de tasas impositivas, generando mayores utilidades netas en comparación a la financiación con capital, demostrando que en un mundo con presencia de impuestos, el costo de capital ( $R_s$ ) aumenta.

#### *1.1.1.2 Estructura de capital óptima desde la perspectiva de mercados imperfectos*

Luego de las investigaciones presentadas por M&M, surgieron otros modelos que refutaban los resultados presentados, en relación a los beneficios de la deuda y el hecho que las empresas deban escoger niveles máximos de esta, sin tener en cuenta otras implicaciones. Los modelos más representativos se presentan a continuación:

#### *Modelo del equilibrio estático o trade off*

Dicho modelo se basa en el hallazgo del punto de endeudamiento óptimo en donde se maximiza el valor de mercado de la empresa, a través de la identificación de costos de quiebra o de

insolvencia financiera (desventaja de la deuda), en donde Altman (1984) identifica los costos de quiebra directos e indirectos, los primeros se refieren principalmente a los legales y administrativos, mientras que los indirectos son perspectivas negativas del mercado hacia la empresa (pérdida de confianza que afecta las ventas). En otras palabras, Briozzo y Vigier (2005) argumentan que la estructura de capital óptima bajo el modelo del *trade off*, es aquella en la que el incremento marginal del ahorro fiscal por deuda adicional es compensado por el incremento marginal de los costos de quiebra.

### *Teoría de Agencia*

La Teoría de agencia es el análisis de los problemas producidos por la información asimétrica, la cual surge gracias a insuficiencia de información de una parte con respecto a otra, involucradas en una transacción, dicha insuficiencia genera la toma de decisiones imprecisas en el momento de realizar dicha operación (Mishkin, 2014). Por otro lado Gómez (2008) define la Teoría de agencia como los conflictos que son causados, porque una parte involucrada en una transacción, posee algún tipo de información que la otra parte no dispone, provocando comportamientos oportunistas con respecto a la toma de decisiones.

Los problemas generados por la información asimétrica en la Teoría de agencia se refieren a la selección adversa y el riesgo moral.

### *Riesgo Moral*

El problema del riesgo moral se presenta posterior al contrato o transacción, dado por el riesgo que significa para el prestamista la utilización indebida del monto de dinero asignado al deudor, lo que conlleva a que el prestamista se abstenga de asignar los recursos a la otra parte. Stiglitz (1986) lo explica por medio del sector asegurador, en el cual expone el caso de los seguros médicos, o de asistencia médica, los cuales en repetidas ocasiones, los pacientes solo pagan el 20% de los verdaderos costos marginales, lo que conlleva a que estos pacientes escojan siempre un medicamento caro, así el barato les produzca igual o un tanto menos de beneficio en relación al más costoso. La curva de demanda de los servicios médicos cuenta con pendiente negativa, por lo cual una disminución en el costo marginal, aumenta el uso de los servicios, y genera en el nuevo escenario, que los costos marginales sean superiores al beneficio marginal que obtiene la persona.

Según Jensen y Meckling (1976) el riesgo moral puede ser representado en el caso de las acciones, por disyuntivas entre los accionistas (principal) y administradores (agente), en donde los administradores se ven tentados a actuar bajo su propio interés, debido a que estos tienen menos incentivos para generar utilidades. En el caso de la deuda, Fama y Miller (1972) exponen los conflictos de intereses entre accionistas y tenedores de bonos, en donde los primeros se ven tentados a entablar estrategias egoístas, asumiendo mayores riesgos, y pagando dividendos adicionales u otras distribuciones en periodos de dificultades financieras.

### *El problema de la selección adversa*

Este problema se produce entre dos partes al inicio de una relación o contrato, en donde los agentes con mayor riesgo de incumplimiento cuentan con una mayor probabilidad de asignación de crédito, y por ende al conocer este evento, los prestamistas se abstienen de otorgarlo. Arkelof (1970) denomina este problema, como el efecto de selección adversa, a través de su trabajo *The Market for lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, en donde utiliza la palabra “limón” como una metáfora para argumentar el dilema producido en el mercado de automóviles usados, en el cual los posibles compradores de autos no pueden diferenciar entre un auto “limón” (provocará un sabor amargo, por encontrarse en malas condiciones), y un auto en buen estado. Este hecho genera que el comprador establezca un precio promedio entre los dos tipos de autos, por lo que los dueños de los autos limón se verán beneficiados por tal decisión, y los propietarios de los buenos autos no tendrán incentivos para ofrecer sus vehículos dentro de dicho mercado (precio por debajo de su valor según su buena condición). En consecuencia pocos autos en buen estado entrarán al mercado, y pocos compradores querrán obtener vehículos en un mercado lleno de autos limón.

El problema de la selección adversa sustenta las distintas realidades identificadas por Mishkin (2014) en relación a la estructura de financiamiento de las empresas.

1. Los intermediarios financieros, en particular los bancos, son la fuente más importante de fondos externos utilizados por las empresas. En países en desarrollo los bancos cuentan con una mayor influencia en comparación con los países más industrializados.

2. El financiamiento indirecto, es muchas veces más importante que el financiamiento directo<sup>3</sup>.

3. Solo las empresas grandes y bien establecidas cuentan con fácil acceso a mercados de valores para financiar sus actividades. Las empresas de menor tamaño que no están bien establecidas tienen menor posibilidad de recaudar fondos al emitir títulos valores. En vez de esto obtienen financiación a través de entidades bancarias.

La selección adversa conduce a que los mercados de valores cuenten con poca profundidad en comparación con el mercado no intermediado o bancario, ya que dentro del mercado de valores o mercado no intermediado, sucedería un hecho muy similar al del mercado de autos usados. Para en el caso de títulos de renta variable (como las acciones), los inversionistas no serían capaces de diferenciar entre títulos buenos o malos<sup>4</sup>, por lo tanto muy pocas empresas buenas harían parte del mercado de valores y los inversionistas no estarían dispuestos a comprar títulos dentro de este sistema de negociación. En relación a los bonos, los inversionistas esperarían recibir una tasa más alta por la falta de información en relación a las empresas buenas y malas, y en este caso las empresas buenas no estarían dispuestas a emitir sus títulos a tales tasas y el mercado sería igualmente poco profundo. Los bancos por su parte no poseen tal problema, debido a que estos ofrecen préstamos no negociados, evitando la manipulación de precios, lo cual argumenta las realidades 1 y 2 presentadas anteriormente. Al igual que las demás realidades, la número 3 se sostiene en la selección adversa, gracias a que es más fácil para los inversionistas acceder a información de empresas establecidas, las cuales publican en mayor medida su información financiera y relevante, en comparación con las empresas de menor tamaño (Mishkin, 2014).

A partir de las realidades presentadas por Mishkin, sería posible afirmar que las Pymes en Colombia (Dado el tamaño de las empresas y el grado de desarrollo de país) se financian en su mayoría a través de las entidades bancarias. Pachón y Rivera (2009) afirman esta realidad, determinando que la incursión de las Pymes en Colombia, sigue una ley de potencia, dando como resultado la concentración, en un solo medio de financiación, los bancos comerciales. Pachón y Rivera (2009) concluyeron además, que la distribución de su financiamiento seguía una condición paretiana (cualquier empresa sea una muestra representativa para la entrevista), lo que

---

<sup>3</sup> El financiamiento directo se refiere a la emisión de instrumentos financieros a través del mercado de valores, en donde la empresa accede “directamente” a financiación sin la necesidad de intermediación de una entidad bancaria.

<sup>4</sup> Los títulos “buenos” son los que poseen un mayor nivel rendimiento a un menor nivel riesgo, a partir de la Teoría de selección de carteras de Harry Markowitz (1959) con la identificación de la frontera eficiente.

produce un acercamiento mucho más fiable, al determinar que las Pymes, se fondean, en su gran mayoría por medio del mercado intermediado.

Caballero, Quessep y Silva (2012) aportan a esta discusión, analizando las pequeñas y medianas empresas exportadoras del sector textil en Bogotá, entre los años 2009-2011, comparando dichos instrumentos, en términos de: facilidades, tasas de interés y garantías exigidas. Encontrando que un 47% de las Pymes relacionadas a dicha actividad, utilizan como mecanismo de financiación los bancos, seguido de los socios con 38%, “otros” (proveedores y clientes) el 28% y finalmente los de triangulación con el estado (Bancóldex, Findeter y FNG) con un 3%.

Adicionalmente, según la ANIF (2014) mediante la Gran Encuesta Pyme 2014, se encontró que el porcentaje de Pymes que solicitaron crédito bancario para el segundo semestre de 2013 fue aproximadamente del 35% (destinados en su mayoría a capital de trabajo), de ese 35%, el 51% no accedió a otras fuentes de financiación diferentes al crédito bancario y tan solo el 2,3% acudió al mercado extra bancario. A partir de estos resultados es evidente que las Pymes colombianas requieren acceder a distintos medios de financiación diferentes a los del mercado intermediado, con el fin de contar con mayores posibilidades que les permitirían realizar una mejor evaluación de la estructura de capital.

Cabe mencionar que las grandes empresas cuentan con la oportunidad de acceder al mercado no intermediado o mercado de valores mediante el mercado principal, y las Pymes por su parte, con la posibilidad de incursionar a través del segundo mercado, en este orden de ideas el presente trabajo se centrará en estudiar el segundo mercado como fuente alternativa de financiación para las pequeñas y medianas empresas.

Según Colombia capital (2008) el segundo mercado se refiere a: “las transacciones en las cuales únicamente pueden comprar y vender valores los inversionistas calificados” (p.28). Bernal (2014) por su parte, define el segundo mercado, como un mercado paralelo al principal, concebido en distintos países como una plaza para la consecución de recursos por parte de empresas que no cuentan con el tamaño o requisitos exigidos a los emisores que acuden al mercado principal. El segundo mercado es entonces, un espacio en el cual se transforma el ahorro en inversión de profesionales o inversionistas autorizados bajo condiciones adaptadas a emisores que no cumplen con los requisitos establecidos para hacer parte del mercado principal,

en consecuencia es un mercado para que las pequeñas y medianas empresas logren fondearse a través de un mayor número de instrumentos financieros, hecho que les permite realizar una mejor evaluación de la estructura de capital requerida.

En Colombia, Santana (1992), inicia con la discusión del segundo mercado, realizando un cuadro comparativo entre el mercado principal y el segundo mercado, encontrando que las mayores diferencias entre dichos mercados se centraban en: la información requerida, frecuencia de cotización, difusión de la información, derechos de inscripción, emisión de títulos y negociación, concluyendo que para ese entonces, existían mayores beneficios bajo la incursión en el segundo mercado, en relación a tiempo, costos y presentación de informes financieros.

Posteriormente, García y Jiménez (1995), argumentan que el segundo mercado en Colombia es una alternativa de financiación importante para el pequeño y mediano empresario, en donde los actores de dicho mercado son los inversionistas especializados, quienes son descritos en la resolución 707 del 3 de Agosto de 1994. Por otra parte los autores realizan entrevistas a la Bolsa de Bogotá y la Superintendencia de valores, con el fin de definir el estado del segundo mercado, hallando que la inserción de las Pymes no era viable, debido a que no se contaba con un mercado principal profundo, así como un desconocimiento generalizado acerca del segundo mercado. Finalmente García y Jiménez terminan su investigación con una comparación entre la financiación por medio del segundo mercado y un crédito bancario, evidenciando que era más económico fondearse a través del segundo mercado, gracias a la disminución del 50% en los costos del derecho de inscripción establecida a partir de la resolución 708 de 1994 expedida por la Superintendencia de valores.

Remolina y Alba (2010) con su investigación ganadora del concurso arquitectos del mercado de valores (posgrado) realizada por la Bolsa de Valores de Colombia, aportan en gran medida al tema en discusión, debido a que presentan en su investigación, los requerimientos para el ingreso al segundo mercado, por medio de un análisis jurídico de la resolución 400 de 1995. Por otra parte evidencian que a pesar de los esfuerzos del gobierno, por medio de programas como Colombia capital o el artículo 152 del plan nacional de desarrollo (en términos de promoción), no se han materializado las expectativas del regulador del mercado de valores (AMV). Remolina y Alba concluyen su investigación planteando, tres alternativas a partir de distintos puntos de vista: desde el emisor, el estado y el inversionista, las cuales incluyen: la capacitación de los

potenciales emisores, por medio de una reformulación del plan Colombia capital, publicidad en medios masivos, foros y guías que permitan obtener dicho conocimiento, exenciones tributarias para los inversionistas, reformulación de la resolución 400 (contenida en el Decreto 2555 de 2010), actualización de la información sobre segundo mercado en la página de la superintendencia financiera, así como la creación de fondos de capital de riesgo para las Pymes.

Un año más tarde, Carvajal y Monroy (2011) quienes también fueron acreedores del primer lugar en el concurso arquitectos del mercado de valores, determinaron que para el 31 de Marzo de 2011, existían cuarenta (40) ofertas públicas (bonos y titularizaciones) activas de empresas no consideradas dentro de la categoría Pyme, las cuales estaban conformadas por fideicomisos con un total de veintiséis (26) ofertas, seguidas de patrimonios autónomos constituidos para diferentes actividades con un total de siete (7) ofertas, y el resto, por ofertas de la Universidad Piloto de Colombia, la empresa Chivor S.A, Comcel S.A., el Banco Davivienda y el Municipio de Medellín. Los autores argumentaron que la razón principal, por la cual no existen títulos valor por parte de las Pymes en el segundo mercado, se debía en gran parte, al requerimiento de patrimonio (7000 millones de pesos) necesario para emitir dichos títulos.

#### *Teoría de Señales*

Ross (1977) propone la teoría de emisión de señales, en donde argumenta que las decisiones de apalancamiento implican un equilibrio entre los subsidios fiscales y los costos de las dificultades financieras, por lo que la estructura de capital se optimiza cuando el subsidio marginal de la deuda es igual al costo marginal por problemas financieros, este hecho significa que las empresas aumenten sus niveles de deuda cuando los beneficios netos o utilidades netos aumenten, en consecuencia los inversionistas ven la deuda como una señal de valor de la empresa. Navarrete (2011) sostiene que los aumentos de endeudamiento se interpretan en los mercados como una señal positiva de inversión, debido a que suponen que los directivos no estarían dispuestos a elevar su nivel de deuda si se presentase una alta probabilidad de quiebra.

#### *Teoría de la selección jerárquica o pecking order*

Esta teoría fue propuesta por Myers y Majluf (1984) y Myers (1984) quienes argumentaron que no existe un monto de apalancamiento fijado como meta, sino que cada empresa determina su razón de endeudamiento a partir de sus necesidades de financiación, por medio del

establecimiento de un orden de preferencias, a partir del riesgo y la información asimétrica de cada posibilidad de financiación.

La teoría de la selección jerárquica, establece el orden de preferencias centrándose principalmente en los siguientes parámetros:

1. Usar en primer medida el financiamiento interno
2. Emitir inicialmente títulos con menor riesgo, esto significa escoger primero deuda que capital.

Después de analizar las distintas teorías concernientes a la estructura de capital de las empresas, cabe resaltar que existen diversas investigaciones enfocadas en hallar empírica y teóricamente los determinantes de la estructura de capital en las pequeñas y medianas empresas. Es por esto, que Palacín y Ramírez (2010) identificaron ciertos factores empresariales que influyen en la formación de la estructura financiera de las Pymes<sup>5</sup>, utilizando una regresión con datos de panel, para una muestra de 1.204 empresas de la región de Andalucía y un periodo de tiempo comprendido desde 2004 a 2007. Los resultados evidenciaron que el tamaño, la estructura de los activos, la capacidad para generar recursos, la rentabilidad y el crecimiento, influyen de manera significativa en el nivel de endeudamiento de las Pymes.

Para el caso colombiano Tenjo, López y Zamudio (2006) mostraron los determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas, mediante el desarrollo de una regresión por cuantiles, dada la heterogeneidad de la muestra, encontrando que la rentabilidad, las ventas, los activos tangibles, los efectos sectoriales y la características idiosincráticas, son significativas en la mayoría de cuantiles y años estudiados.

Finalmente, Rivera (2007) identifica la estructura de capital y los factores determinantes para las Pymes del subsector de confecciones localizadas en Valle del Cauca, mediante el análisis económico-financiero de las empresas y el empleo de un modelo econométrico con datos panel para el período entre 2000-2004. Concluyendo que se encuentra una alta y creciente concentración de endeudamiento a corto plazo, especialmente con entidades financieras y proveedores. Así mismo se aprecia que la oportunidad de crecimiento, la retención de utilidades,

---

<sup>5</sup> Como se mencionó anteriormente la estructura financiera centra su estudio en el corto y largo plazo.

el costo de la deuda, la rentabilidad, la edad y la protección fiscal diferente a la deuda son los factores más influyentes al momento de tomar la decisión de endeudarse a largo plazo.

## 1.2 Marco legal

### 1.2.1 Evolución del ordenamiento jurídico colombiano respecto al segundo mercado

Según las evidencias encontradas, el segundo mercado en Colombia, es reconocido a partir de la resolución 400 de 1995 expedida por la Superintendencia de valores (de ahora en adelante mencionada como Supervalores), la cual regulaba los requisitos para acceder al Registro Nacional de Valores e Intermediarios, fijaba las condiciones de la oferta pública de valores, además de reglamentar el funcionamiento de las entidades sujetas a vigilancia y control de la misma entidad.

En dicha resolución se crea la figura de segundo mercado, a partir del artículo 1.4.0.1, en donde es definido como: “las negociaciones de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúe conforme a los requisitos establecidos en el presente título y cuya adquisición sólo puede ser realizada por los inversionistas autorizados”. (Decreto 2555, 1995).

Con el fin de presentar las consideraciones más importantes contenidas en la resolución 400 de 1995 en relación al segundo mercado, se muestra la siguiente tabla resumen.

Tabla 2

*Consideraciones más relevantes de la resolución 400 de 1995 en relación al segundo mercado*

Hecho	Descripción
1. Los títulos valor pertenecientes al segundo mercado podrán ser parte del Mercado principal	A partir de los artículos 1.4.0.2 y 1.4.0.3, este hecho será posible con previa autorización de la Supervalores, cumpliendo los requisitos establecidos para tal proceso. En el caso que el traslado sea del Mercado principal al segundo mercado únicamente podrá ser efectuado a través de una oferta de compra o adquisición por parte del emisor.
2. Los valores negociados en el segundo mercado solo tendrán la posibilidad de ser adquiridos mediante inversionistas autorizados	Conforme a los artículos 1.4.0.4 y 1.4.0.5 los valores negociados en el segundo mercado solo tendrán la posibilidad de ser adquiridos mediante inversionistas autorizados por la Supervalores a excepción de los tres (3) casos mencionados en el artículo 1.4.0.4. Estos inversionistas serán personas quienes cuenten con un portafolio superior a 8500 s.m.l.v.m o sociedades comisionistas que actúen por cuenta propia.
3. Los instrumentos financieros deben ser	Para lo cual deben enviar previamente a la Supervalores los siguientes documentos: constancia hecha por el revisor o representante legal,

valores de contenido crediticio, participativo o mixto y estar inscritos en el Registro nacional de valores e intermediarios.

formulario de inscripción al segundo mercado, certificado de existencia y representación legal, facsímil del título valor y copia de documentos de régimen cambiario (en caso de estar representado en moneda).

Cabe resaltar que este registro no podrá ser cancelado mientras los títulos se encuentren en circulación y para todos los casos de envío de documentos, la Supervalores tendrá un plazo máximo de diez (10) días para realizar sus observaciones.

**4** El Registro nacional de valores e intermediarios, deberá ser actualizado periódicamente.

Acorde con el título uno, capítulo uno de la primera parte de la presente resolución, deberá ser remitido periódicamente a la Supervalores y a las respectivas bolsas, contenido en relación a: fin del ejercicio<sup>6</sup>, remisión del formulario especial del segundo mercado, copia del acta de la asamblea y certificado de existencia (con vigencia menor a tres (3) meses). Además de lo mencionado anteriormente, se deberá remitir a la Supervalores información financiera consolidada anual, información financiera del garante e información eventual, reportando en ella hechos relevantes como decisiones de junta directiva o actos extraordinarios como celebración de contratos de colaboración.

**5** Autorización de la oferta pública

El emisor deberá enviar a la Supervalores: una comunicación de intención de oferta, dos ejemplares del prospecto de colocación (diligenciado según el artículo 1.4.0.14), un proyecto de aviso conforme con las especificidades del artículo 1.4.0.12, así como hacer llegar a los inversionistas autorizados toda la información necesaria, a través de medios masivos, el boletín diario de las bolsa valores (especificando que son emisiones del segundo mercado) u otro medio idóneo para tal actividad.

**6. Excepciones**

La resolución hace referencia a los bonos, papeles comerciales, acciones, y garantías. Para el primer instrumento se expresa que los tenedores de bonos no requieren de representante legal ni se sujetan a lo contemplado en el artículo 1.2.4.2 con respecto a la obligación de emitir un monto de emisión superior a dos mil (2000) s.m.l.v.m (la misma situación para papeles comerciales). Por otro lado los inversionistas autorizados de acciones quedan exceptuados de hacer una oferta de adquisición por adquirir el 5% o más de títulos en circulación, en ese caso solo deben informar el hecho a la Supervalores con cinco (5) días de antelación. Finalmente las emisiones de segundo mercado, pueden incorporar garantías otorgadas por entidades extranjeras según lo establecido para el Mercado principal.

Fuente: Elaboración propia con base en la resolución 400 de 1995.

## 1.2.2 Modificaciones de la resolución 400 de 1995

Tabla 3

*Modificaciones más relevantes de la resolución 400 de 1995*

<sup>6</sup> Con respecto a información previa y posterior a la asamblea dentro de los quince (15) días antes y posteriores a dicha reunión.

Norma	Modificación
Resolución 352 de 2002	Adiciona al artículo 1.4.0.13, la opción de adherirse al mecanismo de inscripción anticipada.
Decreto 3139 de 2006	<p>Cambia el artículo 1.4.0.9, presentando un análisis menos detallado de la actualización del RNVE con respecto al envío periódico a la Superintendencia financiera (desde ahora mencionada como Superfinanciera<sup>7</sup>) de: información de fin del ejercicio<sup>8</sup>, información financiera del garante<sup>9</sup>, así como remisión de información eventual o relevante.</p> <p>Adicionalmente la divulgación de la información deberá hacerse inmediatamente suceda el hecho o el emisor se entere, a través de la página web de la Superfinanciera, y en ningún caso podrá ser divulgado mediante medios masivos de información.</p> <p>Por otro lado modifica el artículo 1.4.0.13, cambiando el mecanismo de inscripción anticipada por el de estructuración de programas de emisión y colocación<sup>10</sup>.</p>
Decreto 1121 de 2008	<p>Modifica el Art 1.4.0.5, cambiando el nombre de inversionista autorizado por el de inversionista profesional definido en el artículo 1.5.2.2 como: “todo cliente que cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión” (Decreto 1121, 2008, p.). Acreditando un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) s.m.l.v.m, y al menos una de las siguientes condiciones: ser titular de un portafolio superior o igual a cinco mil (5.000) s.m.l.v.m<sup>11</sup>, o haber realizado quince (15) operaciones de compra o venta por un valor de treinta y cinco mil (35.000) s.m.l.v.m durante un periodo de sesenta (60) días, en un tiempo no mayor a dos años.</p> <p>Por otra parte deben ser personas naturales que posean certificación vigente como operador por parte del Autorregulador del Mercado de Valores (A.M.V), ser un organismo financiero nacional o extranjero, o ser entidades vigiladas por la Superfinanciera (que acrediten el patrimonio, portafolio u operaciones anteriormente mencionadas).</p>
Decreto 2555 de 2010	<p>Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores, dicho decreto recoge la resolución 400 de 1995, con las modificaciones contenidas en los Decretos 352 de 2002, 4327 de 2005, 3139 de 2006 y 1121 de 2008 con respecto al segundo mercado en Colombia. Actualmente el Decreto 2555 ha sido modificado por el Decreto 1019 de 2014 con motivo de incentivar el acceso al segundo mercado en Colombia, este decreto será presentado en el siguiente apartado dado su importancia y vigencia.</p>

Fuente: Elaboración propia con base en Resolución 352 del 2000; Decreto 3139 de 2006; Decreto 1121 de 2008; y Decreto 2555 de 2010.

<sup>7</sup> A partir del Decreto 4327 de 2005 se fusiona la Superintendencia Bancaria de Colombia y la Superintendencia de Valores, la cual en adelante se denominará Superintendencia Financiera de Colombia y el Registro nacional de valores e intermediarios pasa a ser Registro nacional de valores y emisor (RNVE).

<sup>8</sup> En donde no menciona el plazo ni los documentos que deben ser entregados cuando haya asamblea.

<sup>9</sup> Mencionando únicamente que la Superfinanciera establecerá dichos requerimientos, además de aclarar que las entidades vigiladas por la Superintendencia no requerirán presentar información al final del ejercicio.

<sup>10</sup> En el cual todos los valores contemplados en dicho programa deben dirigirse al mismo.

<sup>11</sup> Para determinar dicho valor, los títulos deben estar a nombre del inversionista y en un depósito de valores autorizado por la Superfinanciera.

### 1.2.3 Decreto 1019 del 28 de Mayo de 2014

Por medio de este decreto se modifica el Título 3 del Libro 2 de la Parte 5 del Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con el segundo mercado, considerando que hasta la fecha no se han cumplido las expectativas, en relación a la profundidad del mercado de valores, en otras palabras el decreto busca dar un impulso a la participación de nuevos emisores, generando mayores opciones de financiamiento para las empresas y un incremento en el número de alternativas de inversión para los inversionistas profesionales.

Tabla 4

*Principales modificaciones del Decreto 1019 de 2014 al Decreto 2555 de 2010*

Modificación	Descripción
1. Inscripción en el RNVE	Enfatiza que luego de los 10 días asignados a la Superintendencia y de haberse remitido los documentos para obtener la autorización de oferta pública, los valores quedarán inscritos de <u>manera automática</u> en el RNVE
3. Actualización del RNVE	En el artículo 5, se simplifican los requisitos de envío para la actualización del RNVE, debiendo hacer llegar a la Superfinanciera la siguiente información: estados financieros del fin del ejercicio, certificación expedida por el representante legal, e información relevante conforme al artículo 5.2.4.1.5, manteniendo la modificación hecha por el Decreto 3139 de 2006.
4. Autorización de la oferta pública	El emisor deberá enviar a la Superfinanciera el prospecto de información en lugar del prospecto de colocación <sup>12</sup> . Contando con cinco (5) días para reenviar la información faltante.
5. Creación del capítulo 2, dentro Título 3 del Libro 2 de la Parte 5	Se señala que los emisores del segundo mercado: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Pueden optar por solicitar autorización de inscripción de valores en una bolsa o sistema de negociación <u>de manera voluntaria</u><sup>13</sup>.</li> <li>• De igual modo el emisor podrá optar por una calificación de riesgo voluntaria, gracias a la adición del Decreto 2.22.1.1.4, donde expresa claramente que los valores que hacen parte del segundo mercado no requerirán de calificación para la inscripción en el RNVE.</li> </ul> Así mismo expresa que los valores de segundo mercado podrán ser colocados y negociados en el extranjero mediante acuerdos y convenios de integración de bolsa de valores, siempre y cuando sus inversionistas sean profesionales.

Fuente: Elaboración propia con base en el Decreto 1019 de 2014.

<sup>12</sup> Con base en esto los artículos 8 y 9 que modifican el artículo 5.2.3.1.14 y adicionan el 5.2.3.1.22, expresan que el prospecto de información hace parte del prospecto de colocación excluyendo la obligación de enviar: estados financieros, información de títulos de contenido crediticio y la posibilidad de cambiar de medios de publicación para la información de bonos. Por el contrario adiciona al prospecto de colocación: las garantías otorgadas, advertencia en caso de optar por inscripción voluntaria de una bolsa de valores o sistema de negociación (la cual será explicada más adelante), aclaración con respecto a que el deber de información no implica en ningún caso deber de acuerdo, y la obligación de publicar la información en la página web oficial del emisor con estándares de homogeneidad de la información.

<sup>13</sup> Simplemente presentando los mismos documentos contenidos en el prospecto de información, con el deber de tenerlos igualmente actualizados

## 2. Metodología

Con el fin de especificar los determinantes o factores de acceso al segundo mercado para las Pymes del subsector de confección de prendas de vestir en Bogotá, se empleó una metodología basada en un enfoque mixto puro, en donde tanto el método cuantitativo como cualitativo contaron con el mismo peso y se desarrollaron de manera concurrente (simultáneamente) (Hernández et al., 2010).

### 2.1. Método Cualitativo:

El método cualitativo se desarrolló en dos etapas; en primer lugar se llevó a cabo una revisión documental de fuentes secundarias, en la cual se identificaron los determinantes cualitativos de acceso al segundo mercado, mediante el reconocimiento del estado actual de dicho mercado en Colombia y en otros países, así como la caracterización de las Pymes del sub sector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá para el periodo comprendido entre 2009-2013. Dichas fuentes fueron consultadas a través de medios institucionales, como la página oficial de la Superintendencia financiera, Superintendencia de Sociedades, Bolsa de valores de Colombia, DANE, Ministerio de comercio industria y turismo, así como bases de datos especializadas, y demás documentos nacionales e internacionales que abordan el tema de estudio, empleando el uso de fichas bibliográficas para su recolección.

En segundo lugar y una vez identificados los determinantes o factores de acceso, se implementó una encuesta de opinión a las Pymes del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá, con el fin de confrontar los determinantes de acceso identificados en la primera etapa contra las opiniones de las empresas estudiadas. La encuesta fue aplicada vía telefónica (a partir de la base de datos del Anexo 9) con base en el cuestionario realizado en la investigación de Mwarari y Ngugi (2013) quienes establecieron los factores que influyen para que las Pymes de Kenia listen en el mercado de valores (*Nairobi Securities Exchange*).<sup>14</sup> Este cuestionario se adaptó a los determinantes de acceso en Colombia (identificados en la primera etapa) y se dividió en dos (2) preguntas para cada determinante, mediante escala de Likert; la primera referida a la influencia del determinante para el ingreso de las Pymes del subsector estudiado, y la segunda pregunta un análisis del nivel de aceptación sobre una lista de atributos.

---

<sup>14</sup> Para esta investigación se realizaron encuestas a una muestra de 20 Pymes las cuales pertenecen al *Kenya TOP100 medium sized companies*, identificando cuatro determinantes de acceso.

A diferencia del estudio de Mwarari y Ngugi (2013), los datos fueron analizados separadamente (distinguiendo entre pequeñas y medianas empresas), a partir de la identificación de la moda (medida de tendencia central), distribución de las respuestas y la aplicación de una prueba no paramétrica, correspondiente al test de Mann Whitney.

## **2.2 Método Cuantitativo:**

Con el método cuantitativo se pretendió realizar una estimación de los determinantes financieros de acceso al segundo mercado para las Pymes del Subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel, a través de la evaluación de los factores que condicionan la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas pertenecientes al subsector estudiado en la ciudad de Bogotá. Esta evaluación fue elaborada a través de una regresión con datos de panel (Panel corto y balanceado<sup>15</sup>) para el periodo comprendido entre 2009-2013 y un total de 42 empresas. Dicha regresión, siguió un modelo de efectos fijos (MEF), gracias a las afirmaciones expuestas por Gujarati y Porter (2010) y Baronio y Vianco (2014). La elección de la regresión con datos panel se debe a que enriquece el trabajo empírico y permite la presencia de: heterogeneidad en las unidades, mayor cantidad de observaciones, más grados de libertad y menor presencia de colinealidad en comparación con los modelos de corte transversal y de series de tiempo (Gujarati y Porter, 2010).

Los datos de la regresión, fueron recolectados mediante fuentes secundarias, extraídos de la página de la Superintendencia de sociedades (a través del SIREM). Codificando dicha regresión por medio del programa estadístico Eviews, gracias al fácil manejo y claridad en la presentación de resultados.

### **2.2.1 Variables del modelo de regresión**

Para la realización del modelo de regresión con datos panel, se ha considerado incluir los factores determinantes que desde el punto de vista financiero, han demostrado guardar relación con la variable dependiente o endógena correspondiente al endeudamiento a largo plazo en diversas investigaciones teóricas y empíricas. Como se mencionó anteriormente, el enfoque cuantitativo busca estimar los determinantes financieros de acceso al segundo mercado, a partir de la evaluación de los factores que condicionan el endeudamiento de las empresas a largo plazo

---

<sup>15</sup> Panel balanceado: Si cada sujeto cuenta con el mismo número de observaciones

Panel corto: Si el número de sujetos de corte transversal, es mayor al número de periodos.

(su estructura de capital), debido a que ante variaciones positivas del nivel de endeudamiento, se presentará un aumento en la probabilidad de tomar la decisión de financiarse a través de los instrumentos del segundo mercado, siempre y cuando se cumplan las condiciones o determinantes identificados en el enfoque cualitativo del presente trabajo de investigación.

### 2.2.2 Variables explicativas

El objetivo del presente apartado es detallar y argumentar las variables que explican el endeudamiento a largo plazo para las Pymes del subsector de prendas de vestir excepto prendas de piel en la ciudad de Bogotá.

Tabla 5

*Variables explicativas del modelo de regresión*

Factores	Medida	Fuente
1. Tamaño de la empresa	TAM= Ln (AT)	Supersociedades
2. Rentabilidad : ROA	ROA= UN/AT	Supersociedades
3. Nivel de activos tangibles:	SOL= AF/AT	Supersociedades
4. Endeudamiento a corto plazo.	PCP/AT	Supersociedades
5. Rotación de Activos	VTAS/AT	Supersociedades
6. Costo de la deuda	GTOS FIN/PT	Supersociedades
7. Crecimiento	(ATt-ATt-1)/ATt-1	Supersociedades
8. Antigüedad	Años de experiencia	Páginas oficiales de las empresas del subsector

Fuente: Elaboración propia

#### *Hipótesis de las variables explicativas:*

**H1:** Tamaño de la empresa: esta variable ha sido incluida en la mayoría de investigaciones alusivas al estudio de los determinantes de la estructura de capital de las empresas. A nivel internacional Boedo e Iglesias (2004); Otero y Fernández (2007); Palacín y Ramírez (2010); entre otros, han contrastado el tamaño de la empresa con el nivel de endeudamiento, encontrando una relación positiva. En Colombia Rivera (2007) incluye dentro de su modelo el tamaño de las empresas y realiza una síntesis en donde observa que Tenjo, López y Samudio (2006); Sarmiento

y Salazar (2005); Tenjo (1996) y Tenjo y García (1996) encuentran que el tamaño de la empresa, mantiene igualmente una relación positiva con el nivel de endeudamiento.

Por otra parte a partir de la teoría de agencia y el problema de la selección adversa propuesto por Akerlof (1970) se determina que entre mayor sea el tamaño de la empresa mayor será el acceso a financiación.

A partir de lo mencionado anteriormente, se espera que el tamaño de la empresa este positivamente relacionado con el nivel de endeudamiento a largo plazo.

**H2:** Rentabilidad: esta variable ha sido contrastada en investigaciones como la de Otero y Fernández (2007); Rivera (2007); Palacín y Ramírez (2010); Ortiz y Rivera (2012); entre otros, evidenciándose en todos los casos una relación negativa.

Igualmente, el comportamiento negativo es sustentado por la teoría del *Pecking order*, debido a que las empresas prefieren en primera instancia financiarse a través de recursos propios.

Por lo cual se espera que la rentabilidad este negativamente relacionada con el nivel de endeudamiento.

**H3:** Activos tangibles: los activos tangibles son considerados como una medida o solución a los problemas de información asimétrica, por lo cual se espera que esta variable guarde una relación positiva con el endeudamiento a largo plazo, argumentando este comportamiento mediante la teoría de agencia y de *trade off* al disminuir los costos de quiebra o endeudamiento financiero.

Así mismo investigaciones como la de Tenjo, López y Samudio (2006); Rivera (2007); Palacín y Ramírez (2010) y Ortiz y Rivera (2012); entre otros, reafirman la relación positiva existente.

**H4:** Endeudamiento a corto plazo: esta variable explicativa fue incluida en las investigaciones de Rivera (2007) con el fin de determinar el efecto del endeudamiento a corto plazo, en el endeudamiento a largo plazo, hallando una relación positiva. Lo cual quiere decir que la estructura financiera se relaciona positivamente con la estructura de capital.

**H5:** Rotación de activos: la inclusión de rotación de activos, se debió a que se pretendía tomar en cuenta los efectos de la teoría de agencia con el problema de riesgo moral, esperando una relación positiva de las variables, debido a que resultados positivos en la rotación de activos,

representa la gestión eficiente de los directores, solucionando el dilema entre principal y agente presentado por Jensen y Meckling (1976).

**H6:** Costo de la deuda: el costo de la deuda como variable explicativa fue utilizada por Rivera (2007) y Ortiz y Rivera (2012), esperando que a mayor costo de la deuda, menor nivel de endeudamiento.

**H7:** Crecimiento: contrastado por Palacín y Ramírez (2010) quienes muestran una relación negativa, y realizan una síntesis en donde observan que Jordan (1998); Michaelas (1999) y Cassar y Holmes (2001) presentan los mismos resultados.

Al igual que la variable tamaño, la relación positiva del crecimiento se sustenta en la teoría de agencia y el problema de la selección adversa, donde se indica que entre mayor consolidada este la empresa, mayor será el acceso a financiación.

**H8:** Antigüedad: Ortiz y Rivera (2012) argumentan que esta variable cuenta con una relación negativa en relación al endeudamiento a largo plazo, dado que las empresas cuentan con mayor grado madurez y por tanto emplean en primera medida el financiamiento mediante recursos propios, siguiendo la teoría del *Pecking order*.

### 3. Selección de la muestra

La muestra que será objeto de estudio fue escogida a través de un proceso de selección dividido en cuatro etapas. En la primera etapa se eligieron las empresas pertenecientes al subsector de prendas de vestir excepto prendas de piel (CIIU 1810) ubicadas en la ciudad de Bogotá, cuyos estados financieros fueron presentados ante la Superintendencia financiera en el año 2013. La segunda etapa consistió en escoger las pequeñas y medianas empresas<sup>16</sup> dentro del primer grupo seleccionado. La tercera etapa fue filtrada a partir de las pequeñas y medianas empresas que cuentan con una razón de endeudamiento financiero a largo plazo positivo, hecho sustentado en los resultados evidenciados en la Gran encuesta Pyme 2014, en donde tan solo el 29% de las empresas pertenecientes al sector industrial en Bogotá, se financiaron a través de instrumentos del sistema financiero, lo que quiere decir que empresas con una razón de endeudamiento financiero diferente a cero contarán con una mayor probabilidad de acceso al segundo mercado en Colombia. La tabla 6 muestra el proceso de delimitación anteriormente expuesto.

---

<sup>16</sup> Según la división establecida en la ley 905 de 2004.

Tabla 6  
*Selección de la muestra*

Etapa	Número de empresas
1. Empresas del CIU 1810 en Bogotá	140
2. Pequeñas y Medianas E.	131
3. Pymes con ratio de endeudamiento financiero diferente a cero (0).	42 <sup>17</sup>

Fuente: Elaboración propia basado en datos tomados de la Superintendencia de sociedades (2015).

## **Capítulo 2. Caracterización del segundo mercado y del Subsector de Prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá**

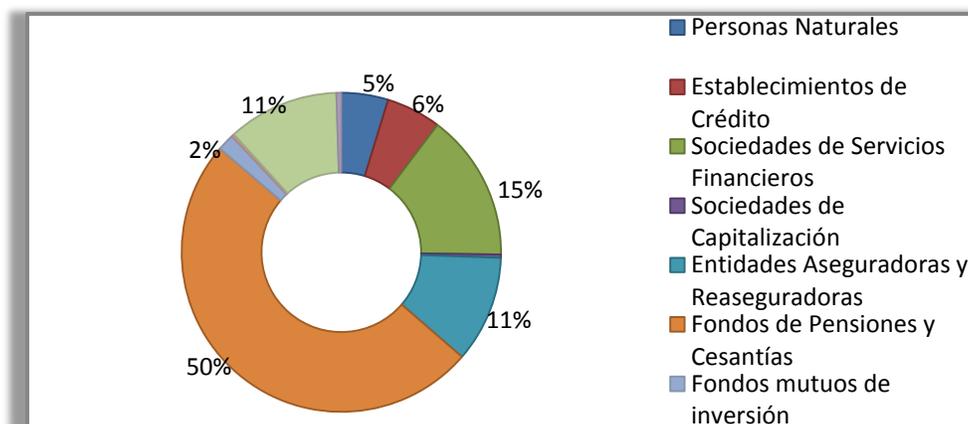
### **1. El segundo mercado en Colombia.**

#### **1.1 Composición actual del segundo mercado.**

A partir del informe de ofertas públicas autorizadas en el mercado primario, emitido por la Superintendencia financiera de Colombia (2013) es posible establecer que el segundo mercado representa el 3,67% del monto total de emisiones autorizadas en el mercado de valores durante el periodo comprendido entre 2007-2013, que equivale a 4.548.738 millones de pesos, en donde se evidencian un total de trece (13) ofertas autorizadas dirigidas al segundo mercado, de las cuales según el RNVE al mes de Marzo 2015, once (11) se encuentran vigentes, de éstas, seis (6) corresponden a titularizaciones, tres (3) a bonos ordinarios y el resto son acciones.

En cuanto a los emisores, el 40% del total de ofertas corresponden a fideicomisos, el 30% a patrimonios autónomos y el porcentaje restante a sociedades anónimas, por otra parte, como puede apreciarse en la figura 2 los mayores inversionistas profesionales del segundo mercado son los fondos de pensiones y cesantías con 49,9%, seguido de las sociedades de servicios financieros con un 14,93% del total de compras en el mercado.

<sup>17</sup> Inicialmente se presentaban 43, pero la empresa YIBRAHN LTDA fue liquidada a finales del año 2014.



*Figura 2.* Distribución de inversionistas profesionales en el segundo mercado.

Fuente: Elaboración propia con base en datos tomados de BVC (2013).

Como puede apreciarse en el anexo 10, dentro los títulos vigentes, la Superfinanciera ha autorizado un monto mínimo de emisión de 15.000 millones de pesos y un máximo de 1.694.995 millones de pesos. Así mismo de las once (11) emisiones, ocho (8) han sido adjudicadas a través de subasta holandesa, una por medio de demanda en firme y las dos restantes, mediante el procedimiento de oferta tradicional de acciones que incluye el derecho de suscripción preferente. Finalmente cabe resaltar que ninguno de los emisores mencionados, hace parte de la categoría Pyme<sup>18</sup>, lo cual refleja que a pesar de los esfuerzos realizados por el gobierno con la modificación del Decreto 2555 de 2010, aún no se han materializado uno de los objetivos principales del segundo mercado, referido a la incursión de pequeñas y medianas empresas.

## **1.2 Condiciones de acceso al segundo mercado en comparación con el Mercado principal**

### **1.2.1 Proceso general para realizar ofertas públicas**

Según la Bolsa de Valores de Colombia (2013), es posible identificar los diferentes pasos a seguir para convertirse en emisor dentro del mercado de valores (segundo mercado y principal), los cuales son divididos en cinco grupos, finalizando con el inicio de negociaciones en el mercado secundario, como se puede evidenciar en la figura 3.

<sup>18</sup> Por medio de la ley 905 de 2004 (por la cual se modifica la ley 590 del 2000), se definen las condiciones por las cuales es posible clasificar las micro, pequeñas y medianas empresas, de acuerdo a los activos totales y al personal con el que cuenta cada organismo.

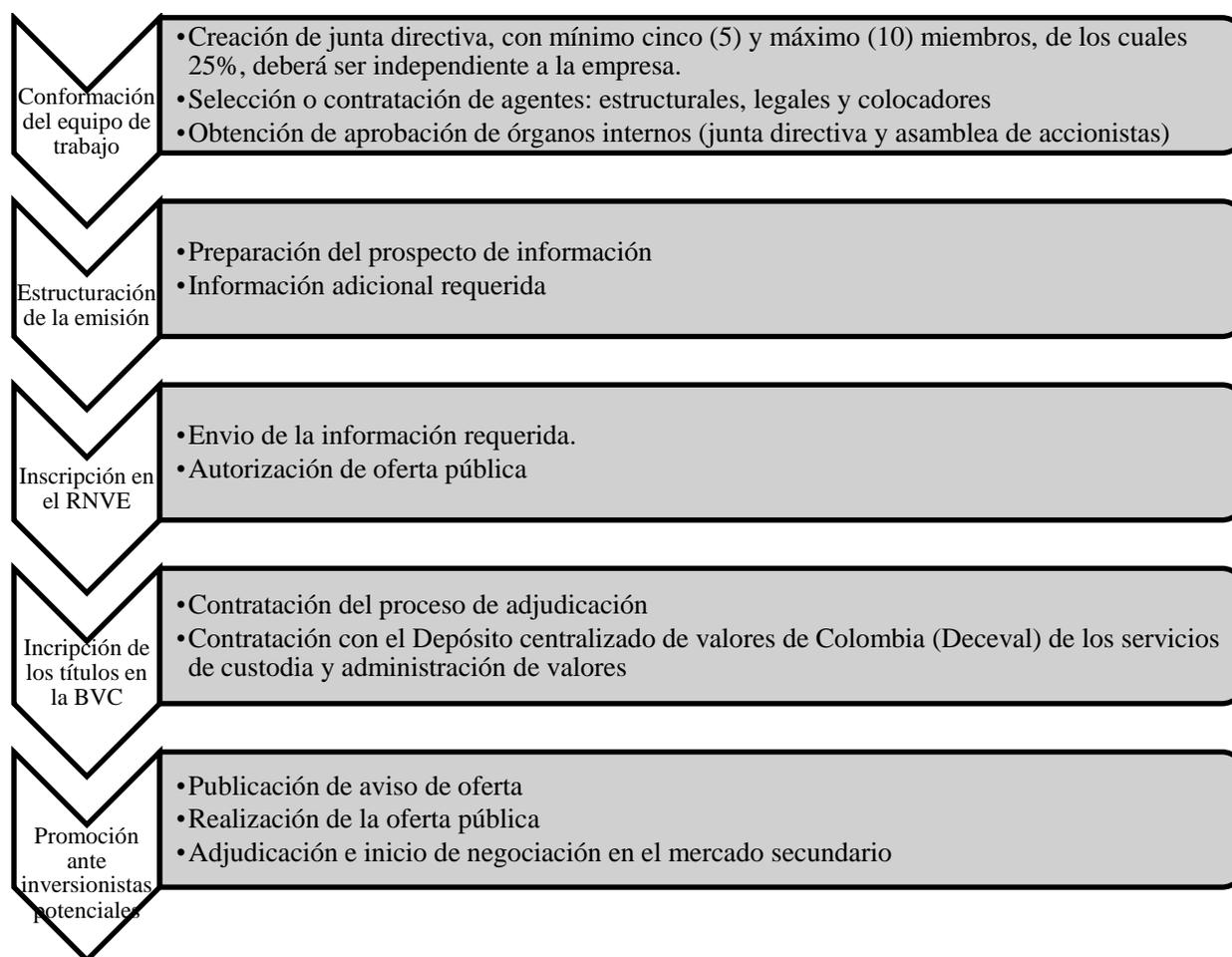


Figura 3. Proceso para realizar ofertas públicas

Fuente: Elaboración propia con base en datos tomados de BVC (2013).

### 1.2.2 Cuadro comparativo

En el siguiente apartado se presentará una tabla que contiene las características y condiciones de acceso más importantes del mercado principal y el segundo mercado, evidenciadas en el Decreto 2555 de 2010, luego de las modificaciones y adiciones expuestas en el Decreto 1019 del 2014, así como otras medidas que deben ser adoptadas para ser emisor en cada uno de los mercados, con el fin de comparar los beneficios o limitaciones que estos ofrecen.

Tabla 7

*Cuadro comparativo entre Mercado principal y segundo mercado*

Variable	Mercado Principal	Segundo mercado
Creación de junta directiva	Sí	Sí

<b>Contratación de agentes estructurales, legales y colocadores</b>	Sí	Sí
<b>Obtención de aprobación de órganos internos</b>	Sí	Sí
<b>Inscripción en el RNVE</b>	Previa aprobación de documentos por parte de la Superfinanciera, excepto si son entidades con inscripción automática (hacen parte del artículo 5.2.2.1.1 del Decreto 2555)	Automática, después de haber entregado los documentos de inscripción y autorización de oferta pública y cumplido el plazo de los 10 días de la Superfinanciera
<b>Calificación de Riesgo para inscripción en el RNVE</b>	Obligatoria	Voluntaria
<b>Actualización del RNVE</b>	Debiendo presentar: 1. Documentación de fin del ejercicio, 2. Información del garante (caso especial), 3. Información de periodos intermedios, 4. Informe sobre la evolución del acuerdo de reestructuración (para el caso de los bonos de riesgo), 5. Información periódica de las entidades vigiladas por la Superfinanciera.	Simplificada, únicamente presentar: 1. estados financieros de fin del ejercicio, 2. certificación expedida por el representante legal y 3. información relevante según el artículo 5.3.4.1.5
<b>Costo de Inscripción en el RNVE</b>	0.08x1.000 del patrimonio del respectivo emisor	0.04x1.000 del patrimonio del respectivo emisor
<b>Solicitud de autorización de inscripción de valores en bolsa de valores</b>	Obligatoria	Voluntaria, presentando los mismos documentos del prospecto de información
<b>Derechos de oferta pública</b>	0.35x1.000 sobre el monto total de emisión	No
<b>Contratación del Deceval</b>	Sí	Sí
<b>Representante Legal para tenedores de Bonos</b>	Sí	No
<b>Clase de títulos que pueden ser emitidos</b>	De contenido crediticio, participación o mixtos	De contenido crediticio, participación o mixtos
<b>Traslado de títulos de mercado a mercado</b>	No, a menos que el emisor realice una oferta de compra	Sí, con previa solicitud a la Superfinanciera y cumpliendo los requisitos para ser emisor del Mercado principal.
<b>Inversionistas</b>	Clientes inversionistas	Únicamente inversionistas profesionales
<b>Tiempo máximo establecido de respuesta por parte de la Superfinanciera</b>	30 días	10 días
<b>Los emisores de bonos requieren de un monto mínimo de emisión</b>	Sí, superior a 2.000 s.m.l.v.m	No
<b>Los emisores de papeles</b>	Sí, superior a 2.000 s.m.l.v.m	No

<b>comerciales requieren de un monto de emisión</b>		
<b>Oferta de adquisición en caso de que el inversionista adquiriera el 5% o más del total de títulos en circulación</b>	Sí	No
<b>Mecanismos de cobertura y apoyo crediticio en titularización de activos</b>	Sí	No
<b>Operaciones de compraventa de acciones deben realizarse a través de los sistemas de bolsa por superar 66.000 unidades de UVR.</b>	Sí	No
<b>Contar con 7.000 millones de patrimonio para calificar en el mercado de valores</b>	Sí	No

Fuente: Elaboración propia con base en datos tomados del Decreto 2555 de 2010; Decreto 1019 de 2014; Colombia capital (2008) y Clavijo (2014).

## **2. Segundos mercados y mercados alternativos en otros países: el caso del ChiNext y del SME Board de China.**

Conforme al reporte anual de la Federación Mundial de Bolsas (2013) (WFE por sus siglas en inglés), existen actualmente un gran número de mercados de valores destinados a las pequeñas y medianas empresas a nivel mundial, en América hay un total de tres (3) mercados dirigidos a las Pymes, como es el caso del Novo Mercado en Brasil, el Pyme Board de Argentina o el TSX Venture de Canadá. Así mismo en el continente Africano se destacan el Alternative Exchange de Johannesburgo y el D&E Market de Mauritania. Por su parte en Asia existen gran cantidad de mercados importantes como el ChiNext de China, el Jasdaq NEO de Japón y el Kosdaq de Corea del Sur. Finalmente en Europa se encuentran los mercados más tradicionales y emblemáticos, el más importante de ellos el AIM del Reino Unido, seguido del ESM de Irlanda, y el Entry Standar perteneciente a la Bolsa de Alemania.

Dentro de este grupo de mercados, se destacan el ChiNext de la Shezhen SE de China y el TSX Venture del TSX Group de Canadá por encima del tradicional *Alternative Investment Market* (AIM) del London SE Group, debido a que el primero, es el sistema de negociación para Pymes con mayor nivel de capitalización, con 47,52% del total de mercados asiáticos y 35,14% a nivel mundial. El TSX Venture, es igualmente relevante gracias a que sostiene el mayor nivel de empresas listadas en los mercados con un total de 2.450, además de contar el mayor número de emisores nuevos por año con 76 empresas.

Dentro del reporte anual no se incluyen otros mercados dirigidos a las Pymes igualmente importantes dentro del escenario mundial, como es el caso del SME Board de China, el cual cuenta con un monto superior de capitalización, en comparación con el ChiNext, así como un mayor número de instrumentos y empresas listadas.

Gran parte de los mercados anteriormente nombrados son considerados como mercados alternativos, los cuales según Blanco (2008) son fruto de la evolución del denominado segundo mercado, destinados a pequeñas empresas con gran potencial de crecimiento, innovación y relacionados en su mayoría con los sectores de ciencia y tecnología (en inglés denominadas *startups*). A pesar que Blanco (2008), dimensiona los mercados alternativos como sistemas de negociación creados a partir de los fracasos de los segundos mercados, el SME Board es concebido como un segundo mercado que cuenta actualmente con 744 empresas listadas y un total de capitalización de mercado por 438,6 billones de dólares (SZSE, 2015).

Por tal razón el siguiente apartado se centrará en el desarrollo histórico y diferenciación de los denominados segundos mercados y mercados alternativos, así como el análisis del caso SME Board y del mercado ChiNext de China, escogidos gracias a que representan un claro ejemplo de éxito en cuanto al acceso de las Pymes al mercado de valores.

### **2.1 Evolución histórica de los mercados de valores dirigidos a las Pymes**

El primer mercado dirigido a pequeñas y medianas empresas en el mundo, data del año 1971, con el inicio del mercado estadounidense NASDAQ, convertido en una plataforma paralela al mercado principal, en donde las nacientes empresas de tecnología que no cumplían con los requisitos para listar en el NYSE tendrían la posibilidad de acceder al mercado de valores, grandes empresas ahora reconocidas a nivel mundial, accedieron a dicho sistema de negociación como es el caso de: Microsoft, Apple o IBM. Siguiendo el éxito del mercado estadounidense, en 1980 se crea el primer segundo mercado, el *Unlisted Securities Market* (USM) del Reino Unido, el cual difería del mercado principal, por disminuir requerimientos a los emisores en términos de años de experiencia y flujo de caja. Posteriormente en el año de 1995 fue lanzado el *Alternative Investment Market* (AIM) el cual fue concebido como un mercado alternativo reemplazando el USM, esta vez creando una plataforma con mayor similitud al mercado NASDAQ: dirigido a Pymes con gran potencial de crecimiento, alto grado de innovación y mayor nivel de riesgo (Durandez y García, 2012).

España e Italia, al igual que otros países europeos, vivieron un hecho similar al del Reino Unido; en donde en 1986 a través del Real Decreto 710 se crea el segundo mercado de valores español, el cual no tuvo éxito debido a la poca liquidez del mercado y la falta de incentivos de ingreso, por lo cual solo hasta el año 2009 se da inicio al actual Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Por otro lado, Italia con un desarrollo tardío del mercado de valores, incluyó en el año 2001, el segmento STAR en el MTA (Mercato telemático Azionario) a cargo de la Borsa Italiana Spa, dirigido a las medianas empresas con una capitalización menor a 40 millones de Euros, posteriormente en el año 2003 se crea el segundo mercado EXPANDI, para facilitar el acceso de empresas pequeñas con menores requerimientos y costos. Al no cumplirse las expectativas en términos de incursión, en Junio de 2007 se crea una nueva iniciativa que impulsaba el acceso de las Pymes al mercado no intermediado, con la iniciación del mercado MAC (Mercato alternativo del Capitale), en el cual solo los inversionistas institucionales podrían acceder a los títulos tranzados en dicho sistema de negociación. Una vez más no se cumplían los objetivos trazados y para 2012 tan solo 11 empresas hacían parte de este mercado. En Octubre de 2007 la Borsa Italiana Spa, aceptó una oferta de compra por parte del LSE Group de Gran Bretaña, manteniendo su personalidad legal, pero integrándose a las políticas del grupo, por esta razón se crea paralelamente al MAC, el AIM Italy gracias a los buenos resultados de AIM de Gran Bretaña. Finalmente a finales de 2012 se fusiona el AIM Italy con el MAC, dando inicio al AIM Italy-Mercato Alternativo del Capitale (Biasion, 2013).

En América Latina, Brasil también hace parte en 1996, del grupo de países interesados en la creación de mercados para Pymes, por lo cual inicia en este año un segundo mercado operado por la entidad SOMA. Actualmente en Brasil operan dos mercados dirigidos a las Pymes; el Novo mercado un mercado alternativo y el Bovespa Mais un mercado vitrina, establecido con menores requisitos de capitalización en comparación al Novo mercado, para la preparación o “aclimatización” de las Pymes, con el fin de acceder al Novo mercado y posteriormente al mercado principal (BM&f Bovespa, 2014). China, también han desarrollado modelos alternos como en el caso brasilero, al contar paralelamente con un segundo mercado, un mercado alternativo y un mercado principal, estos mercados serán analizados separadamente en los siguientes subtítulos, dada su relevancia a nivel mundial (SZSE, 2015).

Como se evidencio en el capítulo 1, para el caso Colombiano, el segundo mercado se crea a partir de la resolución 400 de 1995, la cual es modificada por última vez en el año 2014 y contenida en el Decreto 2555 de 2010 en donde se define como: “las negociaciones de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúe conforme a los requisitos establecidos en el presente título y cuya adquisición sólo puede ser realizada por los inversionistas autorizados” (Decreto 2555, 2010, p.54), por otra parte se considera en el Decreto 1019 de 2014 (última modificación) que:

“el Gobierno nacional introdujo el esquema de segundo mercado con el propósito de facilitar el acceso al mercado de valores para un número más amplio y diversificado de emisores (...) con el fin de dar impulso a la participación de nuevos emisores dentro del mercado de valores y generar un aumento en la oferta de nuevas alternativas de inversión para los inversionistas profesionales” (Decreto 1019, 2014, p.1)

De acuerdo a lo expuesto anteriormente, el segundo mercado en Colombia a diferencia de los demás países referenciados, se ha mantenido desde su creación con la figura del segundo mercado, a pesar que dentro de dicho sistema, nunca ha existido presencia de empresas catalogadas como Pymes.

## **2.2 El mercado ChiNext**

El *China's second board market* (ChiNext), es un sistema de negociación perteneciente al mercado de valores de Shenzhen, (una de las tres bolsas independientes de China, junto con la Bolsa de Hong Kong y la Bolsa de Shanghái), el cual actúa como un mercado independiente, difiriendo del Mercado principal, en términos de financiación, inversión y administración del riesgo. A diferencia de los segundos mercados tradicionales no enfoca sus esfuerzos en abarcar toda la categoría Pyme, sino que se dirige específicamente a empresas Chinas con alto grado de innovación y tecnología, potencial de crecimiento y riesgo. El mercado ChiNext fue creado el 23 de Octubre de 2009 en la ciudad-provincia de Shenzhen, con el objetivo de implementar la “estrategia nacional de innovación”, contenida en el Plan Nacional de Ciencia y Desarrollo Tecnológico a mediano y largo plazo 2007-2020 (MLNP por sus siglas en ingles<sup>19</sup>). Este hecho permite determinar que el mercado ChiNext, fue ajustado a las necesidades de las Pymes chinas

---

y este hecho juega un papel importante, para que actualmente cuente con 429 empresas listadas, 93% de ellas, consideradas como empresas de alta tecnología<sup>20</sup>, capitalización de mercado por 118 billones de dólares, y un total de valor negociado en 2011 de 301,6 billones de dólares (SZSE, 2015).

### 2.3 El mercado SME

El mercado SME al igual que el ChiNext, pertenece al mercado de valores de Shenzhen, y está dirigido a pequeñas y medianas empresas con un nivel de desarrollo y rentabilidad estable. El Small and Medium Enterprises Board (Mercado de pequeñas y medianas empresas) fue establecido en Mayo de 2004 bajo la figura de segundo mercado, con motivo de expandir las posibilidades de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas, difiriendo del principal en términos de menores requisitos en costos, documentos y condiciones de acceso. Actualmente se mantiene bajo la figura de segundo mercado, y cuenta con 744 empresas listadas, de las cuales el 75% son empresas pertenecientes al sector de manufactura, por lo cual, su índice de mercado, el SZSE SME Price Index, es considerado como un barómetro del sector manufacturero. El SME Board posee una capitalización de mercado de 428,6 billones de dólares, además de un valor total de negociación de 1.1 trillones de dólares (SZSE, 2015).

### 2.4 Principales diferencias entre el mercado SME y el ChiNext de Shenzhen

Tabla 8

*Principales diferencias entre el mercado SME y el ChiNext de Shenzhen*

Variable	SME Board	ChiNext
<b>Bases legales</b>	Las ofertas públicas iniciales y demás ofertas públicas son reguladas a partir del 18 de Mayo del 2006	Las ofertas públicas iniciales y demás ofertas públicas son reguladas a partir del 1 de Mayo del 2009
<b>Propósito</b>	Proveer una plataforma directa de financiamiento para pequeñas y medianas empresas, que cuenten con su actividad principal definida, gran potencial de crecimiento y alto grado de tecnología en sus procesos.	Promover el desarrollo de empresas con alto grado de innovación y otras empresas <i>startups</i> .
<b>Rentabilidad</b>	En los últimos tres años, contar con beneficios netos superiores a 4,8 millones de dólares, flujo de caja libre por un	En los últimos dos años, contar con utilidades netas superiores a 1,6 millones o,

<sup>20</sup> Término empleado para referirse a empresas que dentro de su proceso productivo cuentan con tecnología de última generación, en comparación a las empresas de baja tecnología, que siguen con equipos o sistemas de tecnología tradicionales.

	monto superior a 8 millones de dólares y utilidad operativa que exceda los 48 millones de dólares.	En el último año utilidades netas no menores a 800 mil dólares con ingresos superiores a 8 millones y un indicador de crecimiento de ingresos superior a 30% en los últimos dos años.
<b>Capital accionario</b>	Capital pre-IPO mayor a 4,8 millones de dólares, y capital post-IPO mayor 8 millones de dólares.	Capital post-IPO superior a 4,8 millones de dólares.
<b>Años de revisión de operación</b>	En los últimos tres años, no haber cambiado su negocio principal o cargos de dirección.	En los últimos dos años, no haber cambiado su negocio principal o cargos de dirección.
<b>Activos intangibles al final del último periodo reportado como porcentaje de activos netos.</b>	No más del 20%.	No especifica.
<b>Revisión</b>	Los documentos de aplicación de oferta son revisados por un comité de 25 miembros.	Los documentos de aplicación de oferta son revisados por un comité de 35 miembros.

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SZSE (2015)

### **3. Caracterización del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá para el periodo comprendido entre 2009-2013.**

#### **3.1 Descripción y composición**

Según el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2015), el subsector de prendas de vestir excepto prendas de piel está identificado a través del código de Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU) número 181 sección D (revisión 3.1). Cuyos bienes son elaborados con materiales como telas, telas no tejidas, cuero natural o artificial, encajes o materiales transables (estos materiales pueden estar bañados, impregnados o encauchados); así mismo la clase 181 incluye dentro de su grupo, la confección de prendas de vestir sobre medidas, prendas de cuero, confección de ropa de trabajo, de punto y ganchillo, confección de ropa de bebé, sudaderas, trajes de esquiar, vestidos de baño, trajes para practicar deporte, sombreros, gorros, guantes, cinturones, chales, corbatas, corbatines, redecillas para el cabello, artículos de tocado, chalecos antibalas, tapabocas, fajas, fabricación de calzado de material textil sin aplicación de suelas, así como la fabricación de partes de los productos mencionados.

Por otra parte, según la Superintendencia de sociedades (2015), a través del sistema de información y reporte empresarial (SIREM), se evidencia que el subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en el año 2013, representa el 0,53% del agregado empresarial en Colombia, en donde las empresas bogotanas pertenecientes al subsector ocupan un 41,79%, seguido de las empresas del departamento de Antioquia con un 32,95% y Valle con 10,69% respectivamente. Según los ingresos operacionales nuevamente la ciudad de Bogotá comprende la mayor participación con un 42,35% y se convierte en el nuevo epicentro del subsector (Superintendencia de sociedades, 2013).

Cabe aclarar que dentro del Subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá, existen un total de 81 pequeñas empresas que representan un 55,86%, 53 empresas medianas que sostienen un 36,55%, 9 empresas grandes con 6,21% y tan solo 2 microempresas, lo que permite establecer que la distribución de las Pymes en este subsector refleja una composición similar al total de las empresas en Colombia.

### **3.2 Producción**

El producto interno bruto (PIB) en Colombia a precios corrientes con base en el año 2005, ha mantenido un crecimiento acumulado del 40,47% desde el año 2009 al 2013, en donde el sector de establecimientos financieros cuenta con la mayor participación dentro del PIB con un 18,78%, en el segundo lugar lo ocupa el sector de actividades de servicios presentando un 15,95%, seguido del sector de comercio con 11,38% y finalmente el sector de industrias manufactureras que sostiene un 11,25% (DANE, 2014).

Como puede evidenciarse en la figura 4, en términos de variación anual, se presenta una desaceleración en los cuatro (4) principales sectores que componen el PIB para el año 2013, este hecho sustentado principalmente en los resultados presentados en el primer trimestre de 2013, destacando para este periodo, el decrecimiento de 2,4% por parte del subsector industria manufacturera y la desaceleración del sector comercio, el cual paso de 9,8% a 4,5%.

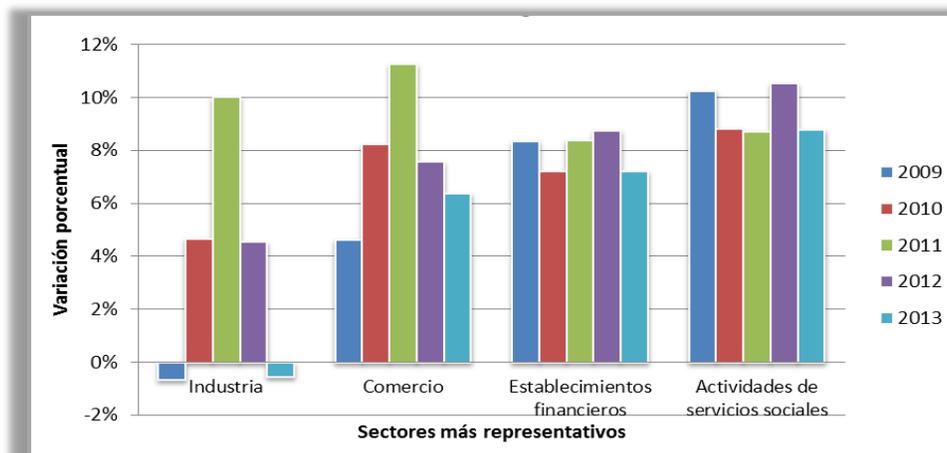
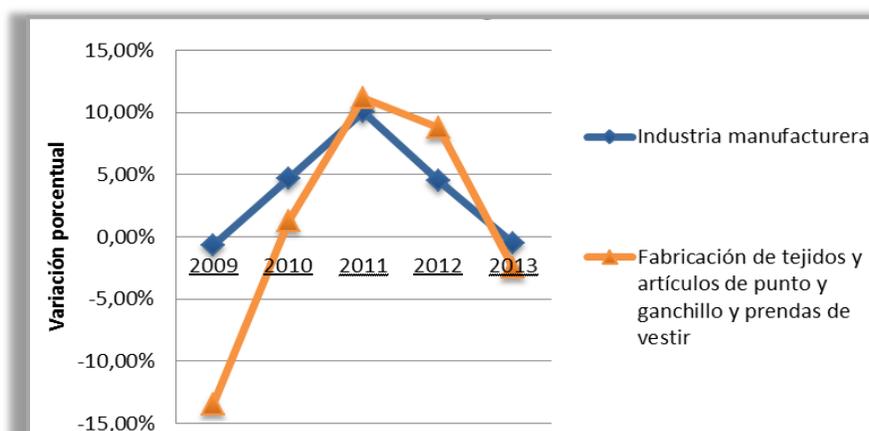


Figura 4. PIB por rama de actividad a precios corrientes – series sin desestacionalizar, 2014

Fuente: Elaboración propia con base en datos tomados de (DANE, 2014)

Para el año 2013, el subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel representó el 5,83% del total del sector industria manufacturera, siendo el séptimo subsector que más aporta a dicho grupo, en donde el subsector de fabricación de productos de la refinación del petróleo y combustible nuclear es el de mayor peso, con una participación del 18,67%. En términos absolutos el subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel produce cuatro billones seiscientos treinta y seis mil millones de pesos (4.636 expresado en miles de millones) con una variación negativa de 2,46% con respecto al año inmediatamente anterior, y mantiene una correlación directa fuerte de 0,75 con el sector industria manufacturera, como puede evidenciarse en la figura 5, indicando que los cambios del subsector de prendas de vestir influyen en el sector.



*Figura 5. Variación del PIB del Subsector de Prendas de vestir, en relación al Sector Industria manufacturera. 2014*

Fuente: Elaboración propia con base en datos tomados de DANE(2014).

### **3.3 Agremiaciones**

- **Cámara colombiana de confección y afines (CCCyA):** La CCCyA es una agremiación autónoma, con patrimonio propio y personalidad jurídica que defiende los intereses del subsector de confección en Colombia, promueve la industria a nivel nacional, representa al sector frente al estado y colabora con el desarrollo de políticas, programas e instrumentos que favorecen al desarrollo del subsector de confección en el país (CCCyA, 2013).
- **Asconfecciones:** Es la asociación colombiana de confecciones, la cual viene trabajando, apoyando y asesorando a varios empresarios de la cadena, con una experiencia de más de 9 años. Cabe destacar que Asconfecciones fue la única agremiación en el año 2005, en instaurar una salva guarda por productos terminados, procedentes de China en Triangulación con Antillanas, México y Panamá (Asconfecciones, 2015).
- **Asotextil:** es la Asociación Nacional de Distribuidores Textiles e Insumos para la Confección, con sede en Medellín, la cual apoya principalmente a los productores de materias primas para el subsector de la confección (MINCIT, 2015).
- **Inexmoda:** Es el instituto para la exportación y la moda, fundación sin ánimo de lucro, encargada de promover la investigación de mercados, canales de distribución, innovación, capacitación y competitividad con el fin de incentivar la internacionalización de las empresas pertenecientes al subsector textil-confección, así como impulsar la moda y talento colombiano en el exterior. (Inexmoda, 2015).

### **3.4 Evolución del subsector en relación al comercio internacional**

Las exportaciones del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel, representa el 2,33% de las exportaciones del sector industria (siendo el sexto subsector con mayor contribución en su sector), y el 0,86% en relación a las exportaciones totales para el año 2013. Dentro del sector industria se destaca el subsector de Fabricación de productos de la refinación del petróleo con una participación del 8,26% y el subsector de productos alimenticios

y bebidas con 6,81% respectivamente. En relación a las importaciones se debe tener en cuenta que el sector industrial significa el 95,39% del total del país, en donde el subsector de confección de prendas de vestir aporta tan solo el 1,02% del agregado de la industria, en el cual el subsector de fabricación de sustancias y productos químicos explica el 16,96% seguido del subsector de fabricación de productos de la refinación del petróleo que participa con un 10,72% (DANE, 2015).

Cabe resaltar que a partir del año 2012, como se muestra en la figura 6, se ha presentado un déficit de balanza comercial en el subsector de prendas de vestir excepto prendas de piel, gracias al aumento sostenido de las importaciones, que crecieron un 193,56% desde el año 2009 al 2013, frente a un crecimiento débil de las exportaciones de tan solo 1,23% durante el mismo periodo de tiempo. Según el artículo “el drama de los textileros” publicado por la revista Semana, dicho comportamiento se debe a que ha existido un aumento en el contrabando y lavado de activos, apreciación del peso colombiano frente al dólar (generado importaciones atractivas), y altos costos en materia salarial e infraestructura respecto a los demás países productores (Revista Semana, 2013).

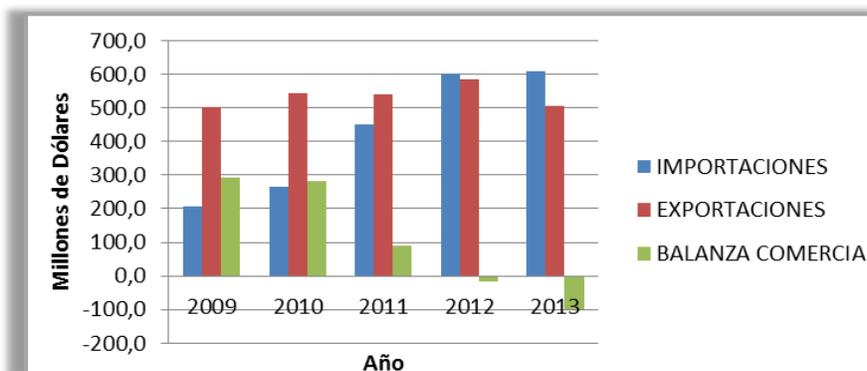


Figura 6. Balanza comercial del subsector de Prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá, 2015  
Fuente: Elaboración propia con base en datos tomados de DANE (2015).

Finalmente es posible afirmar que a pesar de los esfuerzos realizados en 2013 por el gobierno nacional, en relación a diversas acciones como: la modificación del Decreto 074 de 2013<sup>21</sup>, el

<sup>21</sup> Estableciendo:

1. Gravar con 10% advalorem + 5usd/kg las confecciones cuyo precio de importación sea menor o igual a 10 usd/kg (peso bruto) por término indefinido.
2. Gravar con 10% advalorem + 3usd/kg las confecciones cuyo precio de importación sea mayor a 10 usd/kg, por cuatro años.

convenio con el SENA para la capacitación de empleados pertenecientes al subsector, además de las reuniones “Tejiendo a Colombia” (CCCyA, 2013), no se han materializado las expectativas en materia de importaciones, las cuales muestran una tendencia alcista, con un crecimiento en déficit de balanza comercial cercano al 94% para el año 2014 (DANE, 2015).

### **3.5 Análisis de indicadores financieros**

Existen varios tipos de razones o indicadores que pueden ser extraídos de los estados financieros, sin embargo la escogencia de las razones financieras para este trabajo de investigación se realizó con base en Ross et al. (2012) y Anaya (2011) quienes seleccionaron los indicadores utilizados con mayor frecuencia, agrupados de acuerdo a su enfoque.

#### **Razones de liquidez**

En términos generales las empresas del subsector presentan altos índices de liquidez a corto plazo, con un incremento acumulado en su razón corriente de 9,2% desde el año 2009 a 2013 (Anexo 1), observando un capital de trabajo positivo en todos los años estudiados. En cuanto a la prueba ácida, las empresas muestran un comportamiento horizontal cercano al 100%, lo cual quiere decir que excluyendo los inventarios (activo menos líquido) se cubren los pasivos corrientes en su totalidad o en otras palabras que por cada peso que la empresa debe en el corto plazo, cuenta con alrededor de \$1 para respaldar esa obligación (Anaya, 2011).

#### **Razones de endeudamiento**

En relación al endeudamiento, las empresas del subsector estudiado han disminuido su endeudamiento total desde el año 2009, concentrando mayoritariamente sus compromisos en el corto plazo, aunque aumentando la proporción de deuda a largo plazo, en comparación con los activos, a excepción del año 2013 en donde se evidenció una caída del 34,12% (Anexo 4). Por otra parte a diferencia del comportamiento del endeudamiento total y a corto plazo, se muestra un aumento generalizado del endeudamiento financiero a corto y largo plazo (Anexo 3), indicando que las empresas del subsector han aumentado su financiación a través del sistema financiero y han gestionado bien sus demás compromisos especialmente en el corto plazo, sustentando los resultados obtenidos en los indicadores de liquidez.

#### **Razones de actividad**

Los indicadores de actividad o de rotación de activos para las empresas del subsector de confección, denotan una ineficiencia con respecto al uso de los activos para generar ventas, o en otras palabras se evidencia un problema de liquidez, debido a que la rotación de las cuentas por pagar es menor con respecto a las cuentas por cobrar y a la rotación de inventarios, lo cual produce la necesidad de financiarse a través de recursos externos, por mala gestión o administración del efectivo (Anexo 2). A lo largo del periodo de tiempo estudiado se revela que la rotación de cuentas por cobrar ha disminuido un total de 20 días, compensado con una disminución de 19 días en relación a las cuentas por pagar.

### **Razones de rentabilidad**

Con respecto a las razones de rentabilidad, se evidencia un aumento sostenido de todos los indicadores, destacando el periodo de 2011 en donde se presentó un aumento del 153,41% en la utilidad neta, gracias a los buenos resultados económicos del país para ese año, en donde la producción del sector industria fue cercana al 10%, el desempleo disminuyó un punto porcentual y la inflación se mantuvo dentro del rango esperado.

## **Capítulo 3. Resultados**

### **1. Estimaciones y resultados del enfoque cualitativo.**

El siguiente apartado tiene como fin exponer y justificar los determinantes cualitativos de acceso al segundo mercado, identificados a largo del capítulo 2 a partir del establecimiento del estado actual del segundo mercado en Colombia y la caracterización del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel. Dicho análisis es presentado en la tabla 9.

Tabla 9

*Determinantes cualitativos de acceso al segundo mercado en Colombia*

<b>Determinante</b>	<b>Justificación</b>
<b>Acceso a información</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El acceso a información influye para que exista información asimétrica, por lo cual este determinante descansa en la teoría de agencia.</li> <li>• Al realizar la revisión documental de fuentes secundarias, se encontró que no existe información del segundo mercado en la página web de la Bolsa de valores de Colombia BVC, ni en la página oficial del programa Colombia capital.</li> </ul>
<b>Desarrollo del mercado de</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La elección del desarrollo del mercado de valores como determinante, se sustenta en la Teoría de agencia y el problema de selección adversa, el cual argumenta la</li> </ul>

<b>valores</b>	<p>primera realidad de Mishkin (2014).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dentro de las evidencias presentadas en el capítulo 2, título 2, fue posible apreciar el poco desarrollo del segundo mercado en comparación con los mercados para Pymes en el exterior.</li> <li>• A partir del capítulo 2, título 1 se muestra la baja profundidad y nula presencia de las Pymes en el segundo mercado.</li> </ul>
<b>Conocimiento o educación acerca del mercado de valores</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Al realizar la revisión documental de fuentes secundarias, se evidenció que no existen cursos o capacitaciones en la Bolsa de valores de Colombia (BVC), ni en la cámara de comercio de Bogotá (CCB) en relación al segundo mercado.</li> <li>• Es posible afirmar que el segundo mercado es un tema poco explorado en las universidades colombianas, debido a que existen muy pocos trabajos de investigación en relación al tema.</li> <li>• La falta de conocimiento o educación acerca del mercado de valores, conlleva a problemas de información asimétrica y por tanto este determinante se sostiene en la teoría de agencia.</li> </ul>
<b>Gobierno corporativo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El gobierno corporativo se basa en el riesgo moral, donde según Jensen y Meckling (1976) se presentan problemas entre el principal y el agente</li> <li>• Por medio del marco legal, se evidencia la influencia del gobierno corporativo, debido que a partir del Decreto 2555 de 2010 los emisores se ven obligados a publicar sus estados financieros e información relevante.</li> </ul>
<b>Coyuntura del subsector</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A partir de la caracterización del subsector presentada en el capítulo 2, título 3 en donde se evidencia: <ul style="list-style-type: none"> <li>-Déficit en balanza comercial</li> <li>-Aumento en la rentabilidad</li> </ul> </li> </ul> <p>Efectos que influyen la incursión de las empresas al sistema financiero.</p>

Fuente: Elaboración propia

Siguiendo con el desarrollo metodológico, a continuación se presentan los resultados de las encuestas de opinión, en los cuales se analizan la moda, la distribución de las respuestas y la aplicación de la prueba de Mann Whitney (a través del U-valor), con motivo de contrastar los determinantes cualitativos identificados en la tabla 9 con las opiniones de las Pymes en relación a su grado de influencia. Cabe señalar que por motivos de disponibilidad y acceso de datos, se seleccionaron 34 empresas, elegidas a partir de las 42 inicialmente seleccionadas, mediante muestreo aleatorio simple para cantidades finitas utilizando el programa STATS para dicho procedimiento, considerando un porcentaje estimado de la muestra de 50% y un error máximo aceptado del 7% (Hernández et al., 2010).

### **Acceso a la información**

En el caso de la influencia del acceso a la información para que las empresas se financien a través del segundo mercado, el estudio encontró que la mayoría de las Pymes se encuentra de acuerdo con que el acceso a la información, es un determinante de la incursión de las empresas al segundo mercado, mostrando una participación del 70,59% para las pequeñas empresas y un 58,82% correspondiente a las medianas (a través de los resultados de las modas, se ratifica el evento estudiado). Por otra parte el test o prueba de Mann Whitney no es significativo a un nivel de 95%, por lo cual no se rechaza la hipótesis nula, afirmando que no existen diferencias estadísticamente significativas entre los dos grupos de acuerdo al tamaño de la empresa.

Tabla 10

*¿El acceso a información influye para que las empresas se financien a través del segundo mercado?*

	Pequeña empresa			Mediana empresa			U-valor
	Frecuencia	Participación	Moda	Frecuencia	Participación	Moda	
Muy de acuerdo	2	11,76%	4	6	35,29%	4	100,5
De acuerdo	12	70,59%		10	58,82%		
Moderadamente de acuerdo	1	5,88%		1	5,88%		
En desacuerdo	2	11,76%		0	0,00%		
Muy en desacuerdo	0	0,00%		0	0,00%		

\*\*Significativo a un nivel de 95% de confianza

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo al nivel de aceptación en relación a la influencia del acceso a información sobre la lista de atributos, es posible determinar que en términos generales las Pymes se encuentran de acuerdo con la afirmación correspondiente a que no existe publicidad en medios masivos de comunicación acerca de los beneficios de ser emisor en el segundo mercado, con una participación de 47,1% para las pequeñas empresas pequeñas y de 58,8% para las empresas medianas.

Igualmente se evidencia un alto grado de concentración en las respuestas Muy de acuerdo y De acuerdo, para las afirmaciones 1 y 3, hecho que permite concluir que las Pymes cuentan con una opinión favorable en relación al determinante acceso a la información.

Tabla 11

*Nivel de aceptación en relación a la influencia del acceso a información sobre la lista de atributos*

Atributo	Pequeña empresa						Mediana empresa						U-valor
	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Muy en desacuerdo	Moda	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Muy en desacuerdo	Moda	
No es claro en donde encontrar los requisitos para poder ser parte del Segundo mercado	47,1%	35,3%	11,8%	5,9%	0,0%	5	35,3%	64,7%	0,0%	0,0%	0,0%	4	144
No existe publicidad en medios masivos de comunicación acerca de los beneficios de ser emisor* en el Segundo mercado	35,3%	47,1%	5,9%	11,8%	0,0%	4	35,3%	58,8%	5,9%	0,0%	0,0%	4	132,5
El gobierno nacional y la Bolsa de valores de Colombia no han hecho lo suficiente para divulgar información en relación al Segundo mercado	35,3%	47,1%	11,8%	5,9%	0,0%	4	52,9%	41,2%	5,9%	0,0%	0,0%	5	112

\*\*Significativo a un nivel de 95% de confianza  
Fuente: Elaboración propia

### Desarrollo del mercado de valores

Con respecto al desarrollo del mercado de valores y su grado de influencia en el acceso de las empresas al segundo mercado, se puede evidenciar que las pequeñas empresas muestran una mayor aceptación en comparación con las medianas, gracias a una mayor concentración en las 3 primeras opciones de respuesta. A pesar de ello no se presentan diferencias estadísticamente significativas (como puede observarse con la prueba de Mann Whitney).

Tabla 12

*¿El desarrollo del mercado de valores influye para que las empresas se financien a través del segundo mercado?*

	Pequeña empresa			Mediana empresa			U-valor
	Frecuencia	Participación	Moda	Frecuencia	Participación	Moda	
Muy de acuerdo	2	11,76%	4	5	29,41%	4	138
De acuerdo	13	76,47%		8	47,06%		
Moderadamente de acuerdo	2	11,76%		3	17,65%		
En desacuerdo	0	0,00%		1	5,88%		
Muy en desacuerdo	0	0,00%		0	0,00%		

\*\*Significativo a un nivel de 95% de confianza  
Fuente: Elaboración propia

En cuanto al nivel de aceptación sobre la lista de atributos, el desarrollo del mercado de valores, sustenta una mayor dispersión en las respuestas a diferencia del determinante acceso a la

información (a causa de los resultados de las modas). A pesar de este hecho es evidente que tanto las pequeñas como las medianas empresas están de acuerdo con las afirmaciones planteadas.

Tabla 13

*Nivel de aceptación en relación a la influencia del desarrollo del mercado de valores sobre la lista de atributos*

Atributo	Pequeña empresa						Mediana empresa						U-valor
	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Muy en desacuerdo	Moda	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Muy en desacuerdo	Moda	
Las Pymes no contemplan la posibilidad de financiarse a través del Segundo mercado debido a la baja profundidad (pocas empresas) en la Bolsa de valores de Colombia	29,4%	47,1%	11,8%	11,8%	0,0%	4	47,1%	29,4%	17,6%	0,0%	5,9%	5	124
Las empresas no se financian por medio del mercado de valores ya que tienen desconfianza por la falta de supervisión, evidenciada en casos como el de Interbolsa	41,2%	41,2%	5,9%	11,8%	0,0%	5	23,5%	58,8%	11,8%	5,9%	0,0%	4	125,0
Los empresarios no se financian por medio del mercado de valores ya que pocas personas invierten sus ahorros en dicho mercado	35,3%	35,3%	17,6%	11,8%	0,0%	5	17,6%	58,8%	17,6%	5,9%	0,0%	4	133,5

\*\*Significativo a un nivel de 95% de confianza

Fuente: Elaboración propia

### **Educación sobre el mercado de valores**

En relación a este determinante, la mayor parte de las pequeñas empresas se encuentra muy de acuerdo, con que la educación acerca del mercado de valores influye para la empresas se financien a través del segundo mercado, presentando un 52,94% versus el 29,41% de las medianas empresas, hecho que muestra la necesidad imperante que poseen las empresas de menor tamaño para educarse.

Tabla 14

*¿La educación sobre el mercado de valores influye para que las empresas se financien a través del segundo mercado?*

	Pequeña empresa			Mediana empresa			U-valor
	Frecuencia	Participación	Moda	Frecuencia	Participación	Moda	
Muy de acuerdo	9	52,94%	5	5	29,41%	4	122,5
De acuerdo	5	29,41%		10	58,82%		
Moderadamente de acuerdo	1	5,88%		2	11,76%		
En desacuerdo	2	11,76%		0	0,00%		
Muy en desacuerdo	0	0,00%		0	0,00%		

\*\*Significativo a un nivel de 95% de confianza

Fuente: Elaboración propia

Los resultados de la tabla 15, argumentan el vacío de conocimiento identificado a lo largo del documento, en donde el determinante de educación es uno de los más relevantes dentro del estudio, ya que genera asimetrías de información y problemas de selección adversa, causando una baja o nula presencia de las Pymes en el mercado de valores.

El evento más relevante dentro de la lista de atributos, son los resultados presentados en la afirmación número 3, en la cual, el 70,6% de las pequeñas empresas se manifiesta de acuerdo y el 23,5% dice estar muy de acuerdo, las medianas empresas por su parte concentran el 88,3% en las dos primeras opciones de respuesta.

Tabla 15

*Nivel de aceptación en relación a la influencia de la educación del mercado de valores sobre la lista de atributos*

Atributo	Pequeña empresa						Mediana empresa						U-valor
	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Muy en desacuerdo	Moda	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Muy en desacuerdo	Moda	
No se conocen los beneficios de financiarse a través de títulos valores como acciones, bonos, papeles comerciales o titularizaciones.	35,3%	52,9%	0,0%	11,8%	0,0%	4	35,3%	52,9%	11,8%	0,0%	0,0%	4	142,5
Los empresarios nunca han recibido capacitación en relación a los beneficios y requerimientos para financiarse a través del Segundo mercado.	29,4%	58,8%	5,9%	5,9%	0,0%	4	41,2%	52,9%	5,9%	0,0%	0,0%	4	123,0
Antes de realizar esta encuesta, no se tenía conocimiento alguno acerca del Segundo mercado.	23,5%	70,6%	0,0%	5,9%	0,0%	4	41,2%	47,1%	11,8%	0,0%	0,0%	4	126

\*\*Significativo a un nivel de 95% de confianza

Fuente: Elaboración propia

### Gobierno corporativo

El determinante gobierno corporativo, hace alusión al “conjunto de prácticas expresadas formalmente o no, que gobiernan las relaciones entre los participantes de una empresa, principalmente entre los que administran y los que invierten sus recursos en la misma” (CAF, 2005, p.4). Dicho lo anterior y según la tabla 16, las medianas empresas se encuentran claramente de acuerdo con la influencia del determinante, por encima de las pequeñas empresas, ya que el 94,12% de las respuestas de las empresas de mayor tamaño, se enfocan en las opciones 1 y 2, vislumbrando una mayor importancia en la influencia de las relaciones internas con las decisiones de financiación.

Tabla 16

*¿El gobierno corporativo influye para que las empresas se financien a través del segundo mercado?*

	Pequeña empresa			Mediana empresa			U-valor
	Frecuencia	Participación	Moda	Frecuencia	Participación	Moda	
Muy de acuerdo	5	29,41%	4	7	41,18%	4	112
De acuerdo	8	47,06%		9	52,94%		
Moderadamente de acuerdo	1	5,88%		1	5,88%		
En desacuerdo	3	17,65%		0	0,00%		
Muy en desacuerdo	0	0,00%		0	0,00%		

\*\*Significativo a un nivel de 95% de confianza

Fuente: Elaboración propia

De igual manera, a pesar que no existen diferencias estadísticamente significativas entre las respuestas de las Pymes (a partir de test de Mann Whitney), si se evidencia una diferencia en la distribución de las respuestas de los dos grupos (en donde las pequeñas empresas presentan una proporción considerable de respuestas en desacuerdo), lo cual indica que la publicación de estados financieros e información relevante, la inclusión de terceras personas en la junta directiva así como la pérdida de autonomía, no influyen para que las pequeñas empresas accedan a financiamiento por medio del segundo mercado.

Tabla 17

*Nivel de aceptación en relación a la influencia del gobierno corporativo sobre la lista de atributos*

Atributo	Pequeña empresa						Mediana empresa						U-valor
	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Muy en desacuerdo	Moda	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Muy en desacuerdo	Moda	
La publicación de estados financieros e información relevante* influye para que las empresas hagan parte o no, del Segundo mercado	23,5%	41,2%	11,8%	23,5%	0,0%	5	47,1%	47,1%	5,9%	0,0%	0,0%	4	88
La inclusión de terceras personas en la junta directiva, influye para que las empresas accedan o no, al Segundo mercado	35,3%	17,6%	17,6%	29,4%	0,0%	4	35,3%	58,8%	5,9%	0,0%	0,0%	4	103,5
La pérdida de autonomía afecta para que las empresas accedan o no, al Segundo mercado	35,3%	23,5%	0,0%	35,3%	5,9%	4	29,4%	64,7%	5,9%	0,0%	0,0%	5	113

\*\*Significativo a un nivel de 95% de confianza

Fuente: Elaboración propia

### Coyuntura del Subsector

En comparación con el determinante de gobierno corporativo, la coyuntura sostiene una gran relación entre las respuestas de las pequeñas y medianas empresas, considerando que los dos grupos poseen una visión muy similar con respecto a la situación del subsector.

En general las Pymes están de acuerdo con la influencia de la coyuntura del subsector sobre el acceso al segundo mercado, con un 70,59% del total de respuestas para las pequeñas empresas y un 64,71% para las empresas medianas.

Tabla 18

*¿La coyuntura del subsector influye para que las empresas se financien a través del segundo mercado?*

	Pequeña empresa			Mediana empresa			U-valor
	Frecuencia	Participación	Moda	Frecuencia	Participación	Moda	
Muy de acuerdo	1	5,88%	4	2	11,76%	4	138
De acuerdo	12	70,59%		11	64,71%		
Moderadamente de acuerdo	1	5,88%		1	5,88%		
En desacuerdo	3	17,65%		3	17,65%		
Muy en desacuerdo	0	0,00%		0	0,00%		

\*\*Significativo a un nivel de 95% de confianza

Fuente: Elaboración propia

Respecto a los atributos asignados al determinante coyuntura del subsector, se mantiene el comportamiento evidenciado en la tabla 18, donde las Pymes guardan una relación relevante en sus respuestas. Dentro de la tabla 19, cabe destacar que las Pymes se encuentran de acuerdo y muy de acuerdo con respecto a que ante aumentos de la rentabilidad se produce un menor acceso a financiación, por medio de los instrumentos del sistema financiero, suceso que es sustentado mediante la teoría del *pecking order*, en donde las empresas se financian en primera instancia, a través de recursos propios.

Tabla 19

*Nivel de aceptación en relación a la influencia de la coyuntura del subsector sobre la lista de atributos*

Atributo	Pequeña empresa						Mediana empresa						U-valor
	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Muy en desacuerdo	Moda	Muy de acuerdo	De acuerdo	Moderadamente de acuerdo	En desacuerdo	Muy en desacuerdo	Moda	
El aumento en la rentabilidad produce que las empresas no se financien a través del sistema financiero	29,4%	41,2%	29,4%	0,0%	0,0%	4	41,2%	35,3%	0,0%	23,5%	0,0%	5	135,5
El aumento del déficit en balanza comercial genera que las empresas se financien por medio de instrumentos financieros	35,3%	17,6%	23,5%	23,5%	0,0%	5	29,4%	47,1%	5,9%	17,6%	0,0%	4	131
Las agremiaciones del subsector no han hecho lo suficiente para incentivar el acceso de las empresas al Segundo mercado.	35,3%	29,4%	17,6%	17,6%	0,0%	5	0,0%	76,5%	0,0%	17,6%	5,9%	4	115

\*\*Significativo a un nivel de 95% de confianza

Fuente: Elaboración propia

## 2. Estimaciones y resultados del enfoque cuantitativo.

A partir del modelo de regresión con datos panel planteado en la metodología, se procede a escoger el método de efectos fijos (MEF), debido a que Baronio y Vianco (2014) afirman:

En caso de que el interés sea limitado a una muestra que se ha seleccionado a conveniencia o bien que se está trabajando con la población, la estimación de efectos fijos será la correcta. (p.12)

Siendo el caso particular de la muestra seleccionada en el presente trabajo de investigación, la cual se escogió bajo un cumplimiento de obligaciones y requerimientos secuenciales.

Tabla 20

*Modelos de regresión con datos panel, modelo de efectos fijos (MEF)*

Dependent Variable: ELP Method: Panel Least Squares Date: 06/01/15 Time: 07:52 Sample: 2009 2013 Periods included: 5 Cross-sections included: 42 Total panel (balanced) observations: 210				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.253159	0.243494	1.039693	0.3001
CD	-0.274580	0.095272	-2.882071	0.0045
CRE	-0.006004	0.010223	-0.587267	0.5579
ECP	-0.663800	0.067690	-9.806468	0.0000
ROA	-0.190796	0.099321	-1.921001	0.0565
TAM	0.065524	0.030274	2.164375	0.0319
TAN	-0.296455	0.073253	-4.047026	0.0001
VTAS_AT	0.028524	0.028297	1.008018	0.3150
ANT	-0.011438	0.004242	-2.696179	0.0078
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.878513	Mean dependent var	0.185025	
Adjusted R-squared	0.841308	S.D. dependent var	0.177954	
S.E. of regression	0.070890	Akaike info criterion	-2.251118	
Sum squared resid	0.804062	Schwarz criterion	-1.454188	
Log likelihood	286.3674	Hannan-Quinn criter.	-1.928949	
F-statistic	23.61260	Durbin-Watson stat	1.584595	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Fuente: Elaboración propia

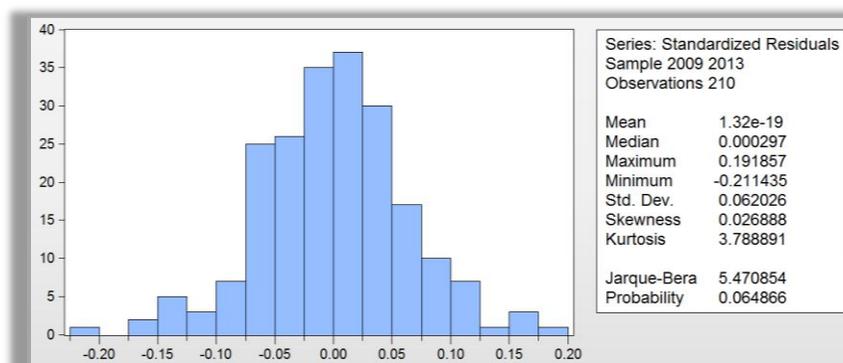


Figura 7. Prueba de normalidad de Jarque Vera

Fuente: Elaboración propia

Al revisar la viabilidad del modelo descrito, se presenta un p-valor del contraste de normalidad de Jarque Vera superior a 0,05, indicando que los residuos son normales con una confianza del 95%; un valor aceptable del estadístico de Durbin Watson cercano a 2; un R cuadrado cercano a 1; así como una prueba de estadístico F, inferior a 0,05.

Por otra parte en la tabla 20, se puede observar que el costo de la deuda, el endeudamiento a corto plazo, la rentabilidad, el tamaño, el nivel activos fijos y la antigüedad son significativas a un nivel de confianza del 95%, a excepción de la variables de crecimiento y rotación de activos, los cuales no explican la estructura de capital de las empresas del subsector de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá.

Así mismo, se determina que el tamaño de la empresa, la rentabilidad, el costo de la deuda y la antigüedad son coherentes con las hipótesis planteadas inicialmente en la metodología, a diferencia de los activos tangibles y el endeudamiento a corto plazo, los cuales mostraron relaciones opuestas a las esperadas, como puede evidenciarse en la Tabla 21.

Tabla 21

*Nivel de aceptación en relación a la influencia de la coyuntura del subsector sobre la lista de atributos*

<b>Determinante</b>	<b>Signo esperado</b>	<b>Signo encontrado</b>
1. Tamaño de la empresa	+	+
2. Rentabilidad	-	-
3. Activos tangibles:	+	-
4. Endeudamiento a corto plazo.	+	-
5. Rotación de Activos	+	No significativo
6. Costo de la deuda	-	-
7. Crecimiento	-	No significativo
8. Antigüedad	-	-

Fuente: Elaboración propia

El resultado del determinante endeudamiento a corto plazo es la variable explicativa más relevante dentro del modelo de regresión estudiado, demostrando que ante el aumento en una unidad de endeudamiento a corto plazo, la estructura de capital de la empresa o endeudamiento a largo plazo, variará negativamente alrededor de 0,66 unidades. Este comportamiento, contrario al argumentado por Rivera (2007), se explica por una particularidad del subsector, la cual puede ser evidenciada en la figura del Anexo 4, en donde se presenta una correlación negativa entre las dos variables analizadas.

De la misma forma el signo del determinante activos tangibles (TAN dentro del modelo), indica un comportamiento opuesto al esperado, en contra de la teoría del *trade off* y a favor de la teoría del *pecking order*, por la cual las empresas, a pesar de aumentar su garantía y ser más atractivas para las entidades del sistema financiero, prefieren endeudarse en primera instancia mediante recursos propios.

## Conclusiones

En este trabajo se ha pretendido identificar los determinantes de acceso al segundo mercado para las Pymes del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en la ciudad de Bogotá.

Para ello la investigación fue desarrollada, a través de una metodología mixta pura, en la cual, el enfoque cualitativo se centró en una revisión documental de fuentes secundarias y posteriormente se empleó una encuesta de opinión. Con los resultados alcanzados en dicho enfoque, es posible concluir en primer lugar que a pesar de la modificación del decreto 2555 de 2010, aún no existen emisores dentro de la categoría Pyme en el Segundo mercado y por el contrario, el 70% de los participantes se concentran en fideicomisos y patrimonios autónomos.

En segundo lugar, se concluye que el segundo mercado colombiano, se encuentra muy rezagado en comparación con otros mercados de valores para Pymes en el exterior, sin haber tomado en cuenta las experiencias de éxito, en relación a los mercados alternativos, y en especial del caso del SME Board, el cual se mantiene sobre la figura del segundo mercado, pero adaptado a las condiciones y necesidades de las Pymes Chinas.

En tercer lugar, se evidencia que el subsector de confección de prendas de vestir, muestra una correlación fuerte con el sector industrial, siendo afectado por el descenso en la producción; en cuanto al comercio exterior, se vislumbra una balanza comercial deficitaria con tendencia alcista a pesar de los esfuerzos del gobierno y las demás organizaciones involucradas; en relación a las razones financieras, se destaca un importante nivel de liquidez a corto plazo, una disminución del endeudamiento total, y un incremento sostenido de las razones de rentabilidad desde el año 2011, por otro lado se debe prestar suma atención a los resultados de las razones de actividad, las cuales evidencian una inadecuada administración del efectivo en las empresas.

En cuarto lugar, y a partir del proceso de revisión documental, realizado en los capítulos 1 y 2 (Marco de referencia, así como la caracterización del segundo mercado y del subsector), se identificaron cinco determinantes de acceso, los cuales fueron contrastados con una encuesta de opinión realizada a las empresas del subsector de confección en Bogotá, concluyendo que el acceso a la información, el desarrollo del mercado de valores, la educación sobre el mercado de

valores, el gobierno corporativo, y la coyuntura del subsector, son determinantes cualitativos de acceso al segundo mercado para las Pymes del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá, en cuanto a la lista de atributos, cabe mencionar que la publicación de estados financieros e información relevante, la inclusión de terceras personas en la junta directiva así como la pérdida de autonomía, no influyen para que las pequeñas empresas accedan a financiamiento por medio del segundo mercado.

El enfoque cuantitativo, dirigido a la estimación de los determinantes financieros de acceso al segundo mercado, fue analizado a partir de un modelo de regresión con datos panel, utilizado para contrastar las hipótesis creadas mediante evidencias teóricas y empíricas. Los resultados encontrados, permiten inferir que el tamaño de la empresa, el nivel de activos tangibles, el endeudamiento a corto plazo, la rentabilidad, el costo de la deuda y la antigüedad son determinantes financieros de acceso al segundo mercado. Así mismo de este grupo, el nivel de activos tangibles y el endeudamiento a corto plazo rechazan las hipótesis inicialmente planteadas, presentando relaciones opuestas a las esperadas.

Una vez cubierto el vacío identificado en la introducción, se recomienda: incrementar la promoción del segundo mercado, a través de la creación de un espacio en la página oficial de la BVC, dedicado exclusivamente al segmento del segundo mercado (como es el caso de China, Brasil o Canadá), así como ampliar el programa Colombia capital, otorgando una mayor participación e importancia a las Pymes; finalmente, con motivo de aumentar el nivel educativo alusivo al segundo mercado, se propone incluir en las charlas y cursos ofrecidos por la BVC (educación BVC) y la CCB (cámara de comercio de Bogotá) espacios alusivos al tema en discusión.

## Referencias Bibliográficas

- Akerlof, G.A. (1970): The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 488-500.
- Altman, E. (1984). Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, 39, 1067-1089.
- Anaya, H. (2011). *Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera*. Bogotá, Colombia: Universidad externado de Colombia.
- Asconfecciones. (2015). *Asociación Colombiana de Confecciones*. Recuperado del sitio de internet de <http://asconfeccioneslaboral.blogspot.com/>
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras. (2014). *Gran encuesta Pyme 2014*. Recuperado del sitio de internet de [http://anif.co/sites/default/files/uploads/Gran%20Encuesta%20Pyme%202014-I\\_3.pdf](http://anif.co/sites/default/files/uploads/Gran%20Encuesta%20Pyme%202014-I_3.pdf)
- Banco de Desarrollo de América Latina. (2015). *Gobierno corporativo. Lo que todo empresario debe saber*. Recuperado del sitio de internet de [http://www.caf.com/media/3270/Mfolleto\\_solo\\_caf.pdf](http://www.caf.com/media/3270/Mfolleto_solo_caf.pdf)
- Baronio, A., y Vianco, A. (2014). Datos panel. Guía para el uso de Eviews. *Universidad Nacional de Río Cuarto*.
- Biasion, L. (2012). *UK and Italian Alternative Investment Markets: challenges and opportunities* (Tesis de posgrado). Padova university, Padova, Italia.
- Blanco, C. (2008). Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia, *Revista de Derecho y Economía*, 28, 77-102.
- BM&BOVESPA. (2015). *Bovespa mais e Novo mercado*. Recuperado del sitio de internet de <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/bovespa-mais.aspx?idioma=pt-br>
- Boedo, L., e Iglesias, S. (2004). Factores que determinan la estructura de capital de las empresas. Diferencias entre los resultados obtenidos para las empresas que cotizan en bolsa, empresas grandes que no cotizan en bolsa y Pymes. *Universidad de la Coruña*.
- Bolsa de Valores de Colombia. (2013). *Documentos y presentaciones*. Recuperado el 24 de Marzo de 2015, de [http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=8342134\\_13f338c14c8\\_-1f040a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=8342134_13f338c14c8_-1f040a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com).

- Briozzo, A., y Vigier, H. (2005). La estructura de financiamiento Pyme. Una revisión del pasado y presente. *Munich Personal RePEc Archive*. Recuperado de [http://mpr.ub.uni-muenchen.de/5894/1/MPRA\\_paper\\_5894.pdf](http://mpr.ub.uni-muenchen.de/5894/1/MPRA_paper_5894.pdf)
- Caballero, W., Quessep, E., y Ortíz, F. (2012). *Mecanismos de financiación de las pymes exportadoras del sector textil - confecciones en la ciudad de Bogotá*. (Tesis de posgrado). Universidad de la Salle, Bogotá, Colombia.
- Carvajal, I., y Monroy, W. (2011). Preparación de las pymes para el ingreso al mercado de capitales. *AMV Colombia*, 1-27.
- CCCyA. (2013). *Cámara colombiana de confección y afines*. Recuperado del sitio de internet de <http://www.camaracolombianadelaconfeccion.com/>
- Clavijo, S. (2014). El segundo mercado de valores y su regulación. *Enfoque mercado de capitales*, 82, 1-4.
- Colombia capital. (2008). *Guía colombiana del mercado de valores*. Recuperado del sitio de internet de [http://colombiacapital.com.co/wpcontent/files\\_mf/142178561306\\_Gu%C3%ADaColombianadelMercadodeValores.pdf](http://colombiacapital.com.co/wpcontent/files_mf/142178561306_Gu%C3%ADaColombianadelMercadodeValores.pdf)
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (2014). *Producto interno bruto*. Recuperado de la página de internet <http://www.dane.gov.co/index.php/pib-cuentas-nacionales/cuentas-trimestrales>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (2015). *Comercio exterior*. Recuperado el 21 de Marzo de 2015, de <http://www.dane.gov.co/index.php/comercio-exterior/importaciones>
- Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. En National Bureau of Economic Research, Inc (Ed.), *Conference on Research in Business Finance* (pp. 215-262). Massachusetts: NBER.
- Durendez, A., y García, D. (2012). Otros mercados alternativos: los casos del Alternex. En Beltran, E., y Campuzano, A. (Ed.) *El mercado alternativo bursátil* (pp. 180-206). Navarra, España: Aranzadi SA.
- Fama, E., y Miller, M. (1972). The Theory of Finance. *University of Chicago*.
- García, E., & Jiménez, L. (1995). *El segundo mercado: una alternativa de financiación para el pequeño y mediano empresario* (Tesis de posgrado). Colegio mayor de nuestra señora del rosario, Bogotá, Colombia.
- Gómez, L. (2008). Información Asimétrica: Selección Adversa y Riesgo Moral. *Actualidad Empresarial*, 170, 1-4.
- Gujarati, D., Porter, D. (2010). *Econometría*. Ciudad de México, México: Mc Graw Hill.

- Hernández, S., Fernández, C., y Baptista, P. (2010). *Metodología de la investigación*. Ciudad de México, México: Mc Graw Hill.
- Inexmoda (2015). *Instituto para la Exportación y la Moda*. Recuperado del sitio de internet de <http://www.inexmoda.org.co/Inexmoda/QuienesSomos/tabid/259/Default.aspx>
- Isaza, J., y Rendón, J. (2007). Guía metodológica para la formulación y presentación de proyectos de investigación. *Universidad de la Salle*.
- Jensen, M., y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jordan, J., Lowe, J., y Taylor, P. (1998), Strategy and financial policy in U.K. small firms, *Journal of Finance and Accounting*, 25, 1-27.
- Mascareñas, J. (2001). La estructura de capital óptima. *Universidad Complutense de Madrid*.
- Michaelas, N., Chittenden, F. y Poutzioris, P. (1999), Financial policy and capital structure choice in U.K. SME'S: empirical evidence from company panel data, *Small Business Economics*, 12, 113-130.
- Ministerio de Comercio Industria y Turismo. (2015). *Publicaciones*. Recuperado del sitio de internet de <http://www.mincit.gov.co/publicaciones.php?id=17226>
- Mishkin, F. (2014). *Moneda, banca y mercados financieros*. Naucalpan de Juárez, México: Pearson.
- Modigliani, F., y Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 291-297.
- Modigliani, F., y Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53, 433-43.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S., y Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Mwarari, M., y Ngugi, P. (2013). Factors influencing listing Kenyan SMES in the securities market for capital raising opportunities. *European Journal of Management Sciences and Economics*, 1, 99-115.
- Navarrete, E. (2012). *Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares* (Tesis de doctorado). Universidad de la Rioja, Logroño, España.
- Ortiz, V., y Rivera, J. (2012). Condiciones financieras que impactan la estructura financiera de la industria de cosméticos y aseo en Colombia. “¿Es la innovación en gestión, fuente de valor económico para las empresas en Colombia?” del convenio 163 del 2007 entre

*Colciencias y el Instituto de Prospectiva, Innovación y Gestión del Conocimiento de la Universidad del Valle, Cali, Colombia, 175-191.*

- Otero, L., y Fernández, S. (2007). Aproximación a la actividad financiera de la Pyme gallega, *Revista Galega de Economía, 16*, 1-22.
- Pachón, D., y Rivera, M. (2009). *El mercado de capitales como estrategia de financiación para las medianas empresas en Colombia*. (Tesis de pregrado). Universidad de la Salle, Bogotá, Colombia.
- Palacín, M., Ramírez, L. (2010). Factores determinantes de la estructura financiera de la Pyme Andaluza. *Revista de estudios regionales, 91*, 45-69.
- Remolina, N., y Alba, A. (2010). Balance y Propuestas para su Profundización Desde la Perspectiva de las Pequeñas y Medianas Empresas. *AMV Colombia, 1-35*
- Rivera, J. (2007). Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las pymes del sector de confecciones del Valle del Cauca en el período 2000-2004. *Proyecto de investigación Fuentes y estructura de capital de las pymes en el Valle del Cauca. Análisis y modelo de gestión, 191-2009.*
- Revista Semana. (2013). *El drama de los textileros*. Recuperado del sitio de internet de <http://www.semana.com/economia/articulo/el-drama-textileros/330717-3>
- Ross, G. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics and Management Science, 8*, 23–40.
- Ross, S., Westerfielf, R., y Jaffe, J. (2012) *Finanzas Corporativas*. Ciudad de México, México: Mc graw hill
- Santana, A. (1992). Segundo mercado. *Síntesis económica*, pp.7-8.
- Sarmiento, R. y Salazar M. (2005). La estructura de financiamiento de las empresas: una evidencia teórica y econométrica para Colombia. 1997-2004. *Pontificia Universidad Javeriana*. Recuperado de <https://ideas.repec.org/p/col/000108/003005.html>
- Shenzhen Stock Exchange. (2015). *SME Board and ChiNext*. Recuperado del sitio de internet de <http://www.szse.cn/main/en/ListingatSZSE/ListingProcedures/Apply/>
- Stiglitz, J. (1986). *La economía del sector público*. Barcelona, España: Antoni Bosh, editor, SA.
- Superintendencia de sociedades. (2013). *Informe sector textil*. Recuperado del sitio de internet de <http://www.supersociedades.gov.co/Documents/Informe-Sector-Textil-Oct152013.pdf>
- Superintendencia de sociedades. (2015). *Sistema de Información y Reporte Empresarial*. Recuperado del sitio de internet de <http://sirem.supersociedades.gov.co/Sirem2/>

- Tenjo, F. (1996). Restricciones financieras, comportamiento de las empresas manufactureras y perspectivas para el desarrollo de mercados de capitales en Colombia. *Misión de estudios del mercado de capitales*, 1-48.
- Tenjo, F. y García, G. (1996). Desarrollo financiero y estructura de capital de las empresas. *Banca y Finanzas* (40), 5-34.
- Tenjo, F., López, E., Zamudio, N. (2006). Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996-2002). *Banco de la República*.
- World Federation of Exchanges. (2013). *2013 annual report & statistics*. Recuperado de [http://www.world-exchanges.org/files/statistics/pdf/WFE2013%20Annual%20Report\\_pv.pdf](http://www.world-exchanges.org/files/statistics/pdf/WFE2013%20Annual%20Report_pv.pdf)