

Disposición de las empresas de la ciudad de Mérida, Venezuela a participar en mercado alternativo bursátil¹

Disposition of Merida city, Venezuela businesses to participate in alternative stock market

Víctor Pérez*, **Daniel Ramírez****, **Carlos Quintero*****
y Armando Borrero****

Código JEL: G1, G2, G15, G23, G29

Recibido: 26/11/2014 Revisado: 26/03/2015 Aceptado: 25/01/2016

Resumen

Los Mercados Alternativos Bursátiles son una modalidad de bolsa de valores, donde se transan acciones de pequeñas y medianas empresas (PYME). Este tipo de mercados son una alternativa tanto para las PYME, que pueden financiar su crecimiento (emisión de acciones) como para los inversionistas, quienes tienen una opción adicional de inversión. La investigación tuvo como objetivos estudiar la disposición de las empresas de la ciudad de Mérida, Venezuela a participar en un potencial Mercado Alternativo Bursátil (MAB, de gestión privada o pública) y determinar los factores significativos de la participación. Los resultados dan cuenta que un 85 % de las empresas merideñas están dispuestas a participar en un MAB privado y un 70 % de ellas en un MAB público.

Palabras clave: Mercado Alternativo Bursátil, PYME, Financiamiento, Bolsa de Valores.

Abstract

Alternative Stock Markets are a modality of stock markets, where shares of SME are traded on. These markets are an alternative for SME, as they can finance their growth (issue of shares) and also investors, who have an additional investment alternative. The research aimed to study the intention of Merida city, Venezuela businesses to participate in a potential Alternative Stock Market (ASM, private or public management) and determine which factors are significant in that participation. The results show that 85 % of Merida companies are willing to participate in a private ASM and 70 % of them in a public ASM.

Key words: Alternative Stock Market, SMEs, Financing, Stock Market.

* Centro de Investigaciones y Desarrollo Empresarial. Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Universidad de Los Andes, Núcleo Universitario Liria, Edificio G, Segundo piso, Mérida. Correo electrónico: victorperezaraujo@gmail.com.

** Departamento de Ciencias Administrativa. Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Universidad de Los Andes, Núcleo Universitario Liria, Edificio F, Segundo piso, Mérida. Correo electrónico: danielrmerida@gmail.com

*** Departamento de Ciencias Aplicadas. Facultad de Ingeniería, Universidad de Los Andes, Núcleo "Pedro Rincón Gutiérrez", La Hechicera, Edificio Facultad de Ingeniería, Mérida. Correo electrónico: cgull@ula.ve

**** Departamento de Ciencias Aplicadas. Facultad de Ingeniería, Universidad de Los Andes, Núcleo "Pedro Rincón Gutiérrez", La Hechicera, Edificio Facultad de Ingeniería, Mérida. Correo electrónico: borrero@ula.ve.

1. Introducción

Los mercados alternativos bursátiles o segundos mercados son comunes a nivel mundial y se especializan en transar acciones de empresas con dimensión reducida, ejemplo de ello son el *American Stock Exchange* (renombrado como NYSE-AMEX, EEUU), el *AlternativeInvestmentMarket* (AIM, Gran Bretaña), el *ALTERNEXT* (Francia), el Mercado Alternativo Bursátil (MAB, España), entre otros (Pérez y Junco, 2016). Estos mercados son una alternativa de financiamiento para PYME y una posibilidad de inversión para particulares e instituciones.

El NYSE-AMEX comenzó en 1840 en plena vía pública de New York transando títulos de empresas, que por su baja capitalización no podían cotizar en el *New York Stock Exchange* (NYSE); este mercado se considera pionero en la transacción de títulos valores de PYME. Luego, en el año 1995 iniciaba operaciones el AIM, esta modalidad de Bolsa para PYME es auto gestionada, supervisada por la Bolsa de Londres y de ámbito internacional; es un mercado ejemplar, y como consecuencia de su expansión, ha servido de referencia a otras Bolsas de Valores europeas (Vismara, Peleari y Ritter, 2012).

En el 2005 surge en Francia el *ALTERNEXT*, perteneciente al NYSE-Euronext y promovido por la unión europea, este mercado junto al AIM presentan “elevado número de compañías, reducida capitalización de las empresas y gran diversificación sectorial” (Cano, 2008, p. 29). Posteriormente, en 2008 surge en España el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), dedicado a intercambiar títulos valores de PYME en crecimiento o consolidadas; este mercado es promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV).

En Venezuela no se evidencian mercados alternativos bursátiles, debido a múltiples factores que no serán abordados en la investigación. A nivel nacional, un mercado alternativo (físico o digital) permitiría el encuentro de unidades deficitarias como las PYME venezolanas y unidades excedentarias (inversionistas). Sin embargo, desde 2005, se estudia la propuesta para que gremios de PYME venezolanas participen en un primer mercado o bolsa nacional con el aval bursátil de la Sociedad de Ga-

rantía de Medianas y Pequeñas Industrias (SOGAMPI) y la supervisión de la Superintendencia Nacional de Valores (SNV), pero dicha propuesta dista de materializarse.

La necesidad de contribuir al desarrollo nacional, a través de un mercado alternativo que permita el financiamiento de las PYME justificó la presente investigación. Asimismo, los investigadores se plantearon los siguientes objetivos: a) evidenciar la disposición de las empresas de la ciudad de Mérida a participar en un mercado alternativo bursátil o bolsa para PYME tipo MAB español y b) determinar los factores significativos en la disposición a participar en esta modalidad de mercado.

2. Antecedentes

2.1. Potenciales participantes en el MAB

Crespo y García (2007) partieron de un colectivo de 533.051 empresas españolas registradas en el Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) y encontraron que 5.353 tenían las condiciones para cotizar en un mercado alternativo bursátil. Estas empresas potenciales no estaban participadas por otras empresas españolas listadas en bolsa, no eran participadas por empresas extranjeras ni participadas en un porcentaje inferior al 50 por ciento, además no pertenecían al sector financiero y de seguros, no cotizaban en bolsa, y que siendo de tamaño pequeño, mediano o grande, tenían fondos propios mínimos de 6,5 millones de euros.

Las empresas con intención de listarse en un mercado alternativo requieren explorar el momento de mercado; si éste es apto para la empresa según la valoración del entorno macroeconómico, sector o industria y condiciones financieras (Garrido y Prado, s. f.). Además, es importante reflexionar sobre cuál es el objetivo antes de salir a bolsa: financiamiento, reestructuración de los pasivos, búsqueda de prestigio, entre otros. En concreto, participar en este mercado bursátil alternativo implica un impacto positivo en la estructura financiera, en la estructura societaria (entran nuevos socios), en el gobierno corporativo, en la forma de gerencia, en los niveles de transparencia y en la marca.

2.2. El Mercado Alternativo Bursátil Español

El MAB español está dedicado a empresas de pequeña dimensión que buscan expandirse y diseñado con procesos y costos adaptados a las necesidades de la empresa participante. Además posee las figuras de “asesor registrado” y “bróker”, quienes ayudan a las empresas a cumplir con los requisitos de información y a proveer liquidez. Desde su arranque, este mercado español presenta un balance satisfactorio, ya que ha permitido que gran parte de las 28 PYME españolas listadas obtengan financiamiento.

En conjunto las empresas listadas en el MAB han obtenido, al momento de entrar al mercado (oferta primaria), algo más de 100 millones de euros y, desde 2011 hasta septiembre de 2015, algunas de las empresas cotizadas han realizado ampliaciones de capital, por un valor en conjunto de casi 300 millones de euros (Giralt y González, 2015). Los casi 400 millones de euros negociados (Cuadro 1) han servido para financiar expansión, fusión e intercambios accionarios (Giralt y González, 2015, p. 85).

A pesar de las crisis financieras recientes, las empresas participantes en el MAB no solo han incrementado los fondos propios, también habido un incremento en las cifras de negocio, internacionalización de la empresa, mayor competitividad, mejoras en los resultados de

Cuadro 1. Número de operaciones y financiaciones MAB, período 2009-2015.

Año	Nº Operaciones	Nº de ampliaciones de capital	Año	Financiación en el mercado primario*	Ampliaciones de capital*	
2009	2		2009	19		
2010	9		2010	43,8		
2011	4	9	2011	13,4	12,56	
2012	4	9	2012	8,5	41,14	
2013	1	14	2013	2	46,47	
2014	1	17	2014	5	121,39	
2015	2	9	2015	8,7	71,53	
Total	23	58	Total	100,4 €	293,09 €	393,49 €

*Millones de euros. Fuente: elaboración propia con base en Giralt y González (2015).

explotación, mayor transparencia y, sobre todo, creación de empleos de calidad. El prestigio de cotizar ha mejorado su posición ante clientes, empleados, competidores y proveedores, incluidos los financieros, con apertura en algunos casos de nuevas fuentes de financiamiento (Giralt y González, 2015).

3. Factores analizados

3.1. Características generales de la empresa

Sector: el MAB se centra en empresas de los sectores servicio, comercio y manufactura. Según Planell (1995) el sector explica la salida a bolsa de las empresas españolas. De igual manera, el estudio de Garrido y Prado (s. f.) demostró que el sector servicio es el más idóneo para salir al MAB español; le sigue el sector manufactura y comercio. Así, la primera hipótesis de investigación es: el sector al que pertenece la empresa influye en la probabilidad de interesarse en el MAB.

Investigación y Desarrollo: la salida al MAB puede incrementar las inversiones en investigación y desarrollo (I + D); pero aquellas empresas que ya tienen inversiones en I + D, se muestran renuentes a salir a bolsa porque pierden esa información confidencial (Pagano, Panetta y Zingales, 1998; Farinós y Sanchis, 2009). Así, existe una asociación entre confidencialidad e I + D. Sobre esta base se formula la segunda hipótesis: las empresas que invierten en investigación y desarrollo tienen menos probabilidad de interesarse en el MAB.

Rentabilidad: la empresa rentable es de suponer que puede autofinanciarse, pero llega un momento que requiere de fuentes externas. Una perspectiva señala que algunas empresas salen a bolsa en su momento más álgido, mientras la otra destaca que la rentabilidad aumenta la posibilidad que la empresa salga a bolsa; pues una empresa que experimente un resurgimiento en sus beneficios sale a cotizar esperando que los inversores crean que el aumento de la rentabilidad será permanente (Pagano *et al.*, 1998; Sacristán, 2001; Farinós y Sanchis, 2009). Así, la tercera hipótesis es: a mayor rentabilidad actual mayor probabilidad de interesarse por el MAB.

Planificación Estratégica: la planificación estratégica es el proceso de fijar objetivos de la empresa a largo plazo y crear los sistemas para alcanzarlos. Planificar el financiamiento mediante una oferta pública de acciones (OPA) en un mercado bursátil es fruto de reflexiones previas. Por lo tanto, la decisión de salir a bolsa es una estrategia de supervivencia para el largo plazo de la empresa, lo cual es de suponer que amerita planificación. Con base en estas consideraciones, la cuarta hipótesis es: el desarrollo de planes estratégicos formales incrementa la probabilidad de interesarse por el MAB.

Formalidad: la formalidad de la empresa puede manifestarse mediante la adecuada sistematización de los aspectos administrativos y contables; un indicador de ello son los sistemas de información gerencial. Martínez (2001) considera que, la bolsa para PYME es indicado para las medianas empresas y no para las pequeñas, porque carecen de la estructura administrativa y contable. De esta manera, la quinta hipótesis es: las empresas que tienen una sistematización de los procesos administrativos y contables, tienen más probabilidad de participar en un MAB.

3.2. Dimensión

Antigüedad: en relación al factor antigüedad de la empresa existen tres vertientes, la primera destaca que la edad no influye en la salida a bolsa (Sacristán, 2001); la segunda asegura que las empresas más jóvenes salen a bolsa como es típico en los países anglosajones; y la tercera argumenta que las empresas maduras son las que salen a bolsa, como es propio de los países de Europa Continental (Farinós y Sanchis, 2009). Pagano *et al.* (1998), plantean que las empresas europeas salen a bolsa con una antigüedad promedio de 40 años; mientras que lo opuesto es cierto para los Estados Unidos. Las empresas maduras ofrecen menor riesgo para los inversionistas, las estadísticas señalan que el riesgo de selección adversa y las asimetrías de información son mayores en las pequeñas y jóvenes empresas (Brealey, Leland y Pyle, 1977; Chemmanur y Fulghieri, 1999; Farinós y Sanchis, 2009). Con los tres planteamientos posibles, la sexta hipótesis más general es: existe una asociación entre la edad de la empresa y la disposición a participar en un mercado tipo MAB.

Empresa Familiar: las empresas familiares se caracterizan por elevados niveles de auto financiamiento y bajos niveles de endeudamiento (Sacristán, 2001, p. 218). Para García (s. f.), las empresas familiares españolas se resisten a cotizar por temor a perder el control de la empresa y resistencia al cambio. Este mismo autor concluye que si los incentivos públicos fueran más favorables, las empresas familiares (32 %) es más proclives a cotizar en el MAB que las no familiares (15,9 %); además menciona que, en las empresas familiares, el motivo más importante de salir al MAB es resolver problemas en el proceso de sucesión. Indudablemente, el hecho que una empresa familiar cotice permite distribuir el control y profesionalizar la gestión (Instituto de la Empresa Familiar, 1997a, 1997b). Con base en estas consideraciones, la séptima hipótesis es: la empresa familiar tiene menor disposición a participar en un MAB.

Tamaño de la empresa: la intención de salir a bolsa presenta una relación directamente proporcional con el tamaño de la empresa (Plannell, 1995; Pagano *et al.* 1998; Pannemans, 2001; Gill y Pope, 2004). Las empresas pequeñas tienen menos probabilidad de salir a cotizar por las limitantes de recursos financieros y los costos asociados a la operación inicial para salir a bolsa (Ritter, 1987; García, s. f.; Brau, Francis y Kohers, 2003); además son notorios los problemas de liquidez de las acciones y la asimetría de información entre el emisor, los inversionistas y los analistas externos (Pagano *et al.*, 1998; Sacristán 2001; Giralt y González, 2007). Para Farinós y Sanchis (2009) a mayor tamaño se reducen los costos de salida y se mitigan los problemas de asimetría. Por lo tanto, el factor tamaño de la empresa es determinante para competir con éxito y poder salir a bolsa. En definitiva, la octava hipótesis establecida en esta investigación es: a mayor tamaño de la empresa mayor será la intención de participar en el MAB.

Etapas de vida de la empresa: el ciclo de vida empresarial puede plantearse en cuatro etapas, inicio, crecimiento, consolidación y declive; por lo general, durante las etapas de inicio y crecimiento es cuando se requiere mayor apalancamiento financiero. Para García (s. f.), el principal motivo que favorece la salida al MAB en España, es para financiar el crecimiento de la empresa. Sin embargo Farinós y Sanchis (2009) plantean que salir a bolsa es una elección y no una etapa más en su proceso

evolutivo, porque las empresas que cotizan son una minoría. Sacristán (2001) encuentra que las empresas familiares analizadas no parecen salir al mercado (bolsa) por estar en una etapa de gran crecimiento y necesitar financiamiento. De la misma forma, Pagano *et al.* (1998), señalan que en los países europeos las compañías no salen a bolsa para financiar una posterior inversión y crecimiento, sino para reequilibrar sus cuentas (pasivos) después de períodos de alta inversión y crecimiento. En contraste, en Estados Unidos las empresas listadas como nuevas se caracterizan por encontrarse en etapa de crecimiento (Mikkelson, Megan y Ken, 1997). Con estas consideraciones, la novena hipótesis es: existe una asociación entre las etapas de vida de la empresa y la intención de participar en el MAB.

Nivel tecnológico de la empresa: para autores como Campbell (1979), Yosha (1995) y Lee y Lee (2008), las empresas de alta tecnología tienen menor disposición a cotizar por la pérdida de confidencialidad. Guo, Lev y Zhou (2005) agregan que las empresas de alta tecnología son infravaloradas debido a la asimetría de información. Así, la décima hipótesis es: a mayor nivel tecnológico en la empresa, menor es la disposición a participar en un mercado tipo MAB.

3.3. Financiamiento

Acceso al financiamiento: las empresas de pequeña dimensión debido a su escasa trayectoria y riesgo tienen limitado acceso a fuentes externas de financiamiento. Gill y Pope (2004) analizaron las razones por las cuales las PYME salen a cotizar en el mercado de valores del Reino Unido, siendo la necesidad de recursos financieros externos la razón subyacente para listarse y proceder a una oferta pública inicial de acciones. Sobre esta consideración, la undécima hipótesis es: la necesidad de financiamiento externo aumenta la disposición a participar en el MAB. En otras palabras, si la empresa no cuenta actualmente con suficientes fuentes de financiamiento es de presumir que puede tener interés por el MAB.

Tipo de financiamiento: las empresas se pueden financiar con fuentes internas, externas o una mezcla. Según García (s. f.), el MAB en España ayuda a corregir la dependencia de la fuente bancaria tradicional (externa); por otra parte, este mercado puede ayudar a modificar la estructura de

capital (deuda/capital), ya que las empresas pueden emitir solamente acciones y transarlas en este mercado. Para ser un candidato al MAB, se debe tener una “cifra de recursos propios mínimos” (Crespo y García, 2007, p. 27). De manera, la décima segunda hipótesis es: existe una asociación entre el tipo de financiamiento y la intención de participar en el MAB.

Uso del financiamiento: el financiamiento recabado puede ser utilizado para financiar capital de trabajo, adquirir activo fijo o para cancelar deudas. Existen dos tesis, la primera es que la salida a bolsa está precedida de un período de fuertes inversiones en activos fijos (Holmstrom y Tirole, 1993; Pagano y Roell, 1998; Farinós y Sanchis, 2009). En consecuencia, la salida a bolsa no buscaría financiar la actividad, sino propiciar las condiciones para reequilibrar su estructura de capital (Farinós y Sanchis, 2009). La segunda tesis señala que la salida a bolsa es para obtener recursos para financiar inversiones (Gill y Pope, 2004); no obstante, este motivo no resulta ser significativo en estudios empíricos (Pagano *et al.*, 1998; Fisher, 2000; Boehmer y Ljungqvist, 2004). En definitiva, la decimotercera hipótesis es: la intención de participar en un potencial MAB es para realizar inversiones.

Costo del financiamiento: diversos autores han demostrado que las empresas que pagan mayores tasas de interés tienen más probabilidad de salir a cotizar (Rajan, 1992; Holmstrom y Tirole, 1993; Planell, 1995). Según García (s. f.), “estudios empíricos previos han hallado que el costo de la financiación ajena mediante préstamos puede disminuir en el caso de que la PyME salga a cotizar” (p. 60). Según Pagano *et al.* (1996), cuando las empresas salen a bolsa, el costo de los préstamos a corto plazo disminuye, debido al creciente número de entidades de crédito dispuestas a prestar recursos. Rajan (1992), apoya la hipótesis de que el mercado de valores ofrece a las empresas una alternativa de financiamiento externo que disminuye el poder de negociación de las instituciones financieras. Pagano *et al.* (1998) en sus conclusiones señalan que salir a bolsa provee un beneficio no examinado en estudios previos: cerca de la fecha de la oferta pública inicial, la tasa de interés en créditos a corto plazo cae y el número de bancos dispuestos a prestar aumenta. La decimocuarta hipótesis quedaría: a mayor costo del financiamiento externo, mayor la disposición a participar en un potencial MAB.

Endeudamiento: este factor se mide como la relación entre deuda y capital. Existen dos opiniones contrarias en la literatura. La primera es que el menor grado de endeudamiento influye en una mayor probabilidad de salir a cotizar (Planell, 1995; Farinós y Sanchis, 2009). La segunda señala que la probabilidad de salir a cotizar es mayor para empresas con alto endeudamiento (Pagano *et al.*, 1998; Sacristán, 2001). Una vez obtenido todo el endeudamiento bancario posible, las empresas salen a cotizar en busca de otras fuentes alternativas de financiación. Acceder a una fuente de financiamiento distinta a la bancaria es “probablemente la ventaja más citada de salir a cotizar” (Pagano *et al.*, 1998, p. 38). Por razones prácticas, la decimoquinta hipótesis es: a mayor deuda respecto al capital invertido, mayor será la intención de participar en el MAB.

3.4. Cultura financiera

Conocimiento financiero básico: el conocimiento de aspectos financieros y la experiencia son factores determinantes para acceder a financiamiento de mediano y largo plazo (García, s. f., p. 77). También la estructura de propiedad es un factor determinante de la cultura financiera, en el caso de España, las empresas familiares tienen un menor grado de cultura financiera que las empresas no familiares (García, s. f.). Con base en los argumentos de García y tomando en cuenta el valor de la experiencia, la decimosexta hipótesis es: el conocimiento formal, la experiencia o una mezcla están asociados con una mayor intención de participar en el MAB.

Conocimiento sobre Mercado de Capitales: el conocimiento de los mercados financieros (renta fija o renta variable) es un factor determinante de la salida a bolsa (Farinós y Sanchis, 2009). Este argumento permite plantear la decimoséptima hipótesis: a mayor conocimiento sobre el mercado de capitales mayor intención de participar en el MAB.

3.5. Decisiones financieras

Operación financiera: en cuanto a operaciones financieras, existen dos opciones para salir a bolsa en el MAB. Primera, hacer una Oferta Pública de Suscripción (OPS), que se refiere a obtener financiamiento mediante emisión de acciones, donde se diluye la propiedad (Pagano y Roell, 1998); también para aumentar el conjunto de inversores potenciales

(Merton, 1987). Segunda, realizar una Oferta Pública de Venta (OPV), que consiste en vender las acciones en tesorería (en manos de la propia empresa) y busca liberar la propiedad (Jain y Kini, 1999). Entre las dos opciones, la decimotava hipótesis es: existe una asociación entre la operación financiera, particularmente (OPS) y la intención de participar en el MAB.

Revelación: una de las principales razones para no salir a cotizar al mercado de capitales es el suministro de información. La barrera más importante de la salida a bolsa es el costo asociado a divulgar información (MORI, 2000). Cotizar en el mercado de capitales impone la obligación de suministrar información contable periódicamente al mercado. En muchos casos, los mayores requisitos de información generan resistencia al cambio de los propietarios y gerentes (Yosha, 1995; Maksimovic y Pichler, 2001). Adicionalmente la poca disposición a salir a bolsa se explica por el “pudor sociológico de las empresas a exhibir sus balances, sus activos o cualquier otro dato a la competencia” (Hernández, 2007, p. 74). No obstante, los costos de revelar información y de ver reducidas las posibilidades de evasión fiscal deben sopesarse contra los beneficios que la transparencia informativa impone (Sacristán, 2001). Así, la decimonovena hipótesis es: revelar información financiera disminuye la intención de participar en el MAB.

4. Metodología

La población estuvo conformada por empresas de la ciudad de Mérida con 11 o más trabajadores. Se exceptuaron empresas extranjeras, con casa matriz fuera de la ciudad de Mérida y pertenecientes al sector bancario y asegurador. Para efectos del tamaño muestral, se trabajó bajo el supuesto que el número de empresas es desconocido, un nivel de confianza del 82 %, un error máximo admisible del 6 % y una proporción del 50 % de las empresas con intención de participar en el MAB; quedando un tamaño muestra de 60 empresas; se aplicó la fórmula de proporción para población desconocida (Fuentelsaz, 2004, p. 7).

Las variables o factores de investigación se evidencian en el cuadro 2. El cuestionario se estructuró en seis partes: *a)* características generales de la empresa, *b)* dimensión de la empresa, *c)* necesidad de financiamiento, *d)* cultura financiera, *e)* decisiones financieras y *f)* datos del informante. El análisis descriptivo sirvió para detallar las características generales de las empresas y la intención de participar en el MAB (privado o público); se aplicaron pruebas de asociación cualitativa o independencia de tipo Chi-cuadrado para conocer cuáles factores inciden en la intención de participar en el MAB; y luego se empleó el análisis de correlación para la asociación cuantitativa entre la intención de participar en el MAB y los factores explicativos, tal como lo plantea Ross (2007).

5. Análisis de los resultados

En cuanto a las características generales de las empresas de la ciudad de Mérida (Cuadro 3), la mayoría (46,7 %) pertenece al sector comercio; el 81,7 % son pequeñas, 8,3 % medianas y el 10 % son grandes, en otras palabras el 90 % son PYME. De la muestra, un 65 % de las empresas fueron constituidas antes de 1999 y un 83,3 % eran rentables.

5.1. Interés por el MAB

Cabe destacar que un 85 % de las empresas tuvo la intención de participar en un MAB privado, mientras un 70 % prefirió participar en un MAB público. Las empresas manufactureras, las hoteleras y las de comercio al por mayor están interesadas en ambas versiones del MAB (público o privado). Las empresas de comercio al detal, las constructoras y las de otras actividades prefieren un MAB de gestión privada (Cuadro 4).

5.2. Factores explicativos

La operación financiera, el conocimiento financiero y la revelación están asociados con la intención de participar en un potencial MAB de gestión privada (Cuadro 4), esto mediante la prueba de Chi-cuadrado y significancia del 95 %, aplicada a los 19 factores explicativos. El primer factor, operación financiera, resultó con un valor de correlación positivo, signi-

Cuadro 2. Factores de investigación.

Macrofactores	Factores Discutidos	Respuestas	
Características generales de la empresa	Sector	Comercio	
		Industrial	
		Servicio	
	Investigación y Desarrollo	Invierten	
		No invierten	
	Rentabilidad	Rentable	
	No rentable		
Planificación estratégica	Fijan objetivos a largo plazo		
	No fijan objetivos		
Formalidad	Elabora contabilidad		
	No elabora contabilidad		
Dimensión de la empresa	Antigüedad	Antiguo (antes de 1999)	
		Joven (después de 1999)	
	Empresa familiar	Familiar (>50%)	
		No familiar (<50%)	
	Tamaño	11 a 50 trabajadores	
		51 a 100 trabajadores	
		101 o más trabajadores	
	Etapa de vida	En desarrollo	Inicio Crecimiento
		Instalada	Consolidación Declive
	Nivel tecnológico	Alto -automatizado	
Medio -mecanizado			
Bajo-manual			
Financiamiento	Acceso al financiamiento	Actualmente si	
		Actualmente no	
	Tipo de financiamiento	Interno	Bancario
		Externo	No bancario
		Mixto	Mixto
	Destino del financiamiento	Activo fijo	Único Combinado
		Otros usos	
	Costo del financiamiento	Muy alto o alto	
Medio, bajo o muy bajo			
Endeudamiento	Alto ($\geq 41\%$ del capital)		
	Bajo ($\leq 40\%$ del capital)		
Cultura financiera	Conocimiento financiero básico	Conocimiento formal	
		Experiencia	
		Ambos	
	Conocimiento sobre mercado de capitales	Muy alto o alto	
		Medio	
		Bajo o nulo	
Decisiones financieras	Operación financiera	Vender acciones en tesorería	
		Emisión nuevas acciones	
		Ambos	
	Revelación	Dispuesto a revelar	
No dispuesto a revelar			

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 3. Características generales de las empresas.

Sector	Servicio	25,0 %	Constitución	Antes de 1999	65,0 %
	Manufactura	28,3 %		Después de 1999	35,0 %
	Comercio	46,7 %			
Tamaño	Pequeña	81,7 %	Rentabilidad	Rentable	83,3 %
	Mediana	8,3 %		No Rentable	16,7 %
	Grande	10,0 %			

Fuente: elaboración propia con base en las encuestas.

Cuadro 4. Intención de participar en el MAB (público o privado) en términos generales y por actividad económica.

	MAB Privado	MAB Público
SI	85 %	70 %
NO	15 %	30 %

	Comercios		Construcción		Empresas manufactureras		Hoteles		Comercios al mayor		Otras actividades	
	Privado	Público	Privado	Público	Privado	Público	Privado	Público	Privado	Público	Privado	Público
SI	15	14	7	4	6	6	4	4	4	4	15	11
NO	4	5	0	3	0	0	0	0	0	0	5	9
Total	19	19	7	7	6	6	4	4	4	4	20	20
%	79	74	100	57	100	100	100	100	100	100	75	55

Fuente: elaboración propia con base en la encuesta.

ficativo al 95 %, lo que indica que aquellas empresas con intención de participar en el MAB privado realizarían operaciones tipo OPS, es decir emisión de nuevas acciones (Cuadro A1.2). El segundo factor, conocimiento financiero, obtuvo una correlación positiva, significativo al 95 % y 99%, lo que indica que las empresas con mayor experiencia y conocimiento formal tienen mayor intención de participar en el MAB privado (Cuadro A2.1 y A2.2). El tercer factor, revelación, presentó correlación positiva, significativo al 95 %, indicando que las empresas dispuestas a revelar información financiera tienen mayor intención de participar en el MAB privado.

La rentabilidad, el acceso al financiamiento y la operación financiera están asociadas a la intención de participar en un potencial MAB de gestión pública, con una significancia del 95 % (Cuadro 5). El primer factor, rentabilidad, tiene una correlación positiva, significativa al 95 %, lo que expresa que las empresas rentables tienen mayor intención de participar en el MAB público. El segundo factor, acceso al financiamiento, tiene un coeficiente de correlación negativo, significativo al 95 %, lo que muestra que las empresas que no tienen acceso al financiamiento tienen mayor intención de participar en el MAB público. El tercer factor, operación financiera, presenta un coeficiente de correlación positivo, significativo al 95 %, lo que significa que las empresas que desean emitir nuevas acciones tienen mayor intención de participar en el MAB público (Cuadro A6.2).

Cuadro 5. Factores significativos en la intención de participar en un MAB privado y correlaciones².

Factores	1 Operación financiera	2 Conocimiento financiero	3 Revelación
χ^2 de Pearson	3,95	8,66	6,405
Sig. asintótica (bilateral)	0,047	0,003	0,011
Correlaciones	Operación financiera	Conocimiento financiero	Revelación
Intención de participar en MAB Privado	0,257*	0,38**	0,327*

* significativo al 95 % **significativo al 99 %. Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 6. Factores significativos en la intención de participar en un MAB público y correlaciones³.

Factores	1 Rentabilidad	2 Acceso al financiamiento	3 Operación financiera
χ^2 de Pearson	5,143	3,956	5,73
Sig. asintótica (bilateral)	0,023	0,047	0,017
Correlaciones	Rentabilidad	Acceso al financiamiento	Operación financiera
Intención de participar en MAB Público	0,29*	--0,257*	0,309*

*significativo al 95%. Fuente: Elaboración propia.

Las empresas con intención de participar en un MAB privado o público estarían muy dispuestas a listarse y obtener financiamiento mediante la emisión de acciones (OPS); en efecto se corrobora la decimoctava hipótesis. El conocimiento financiero básico está relacionado con la intención de participar en un potencial MAB privado; por lo tanto se corrobora la decimosexta hipótesis. El factor revelación está asociado con la intención a participar en un MAB privado, es decir aquellas empresas dispuestas a revelar información son proclives a listarse en un MAB privado; lo cual corrobora la decimonovena hipótesis.

Larentabilidad está asociada con el MAB público. Esto satisface la tercera hipótesis planteada, donde la rentabilidad aumenta la intención de participar en el MAB, dicha hipótesis queda demostrada para el MAB de gestión pública. El factor acceso al financiamiento está asociado, inversamente, con el interés por el MAB público, es decir, las empresas que tienen interés en participar en el MAB público son aquellas que no tienen acceso al financiamiento, esto satisface la undécima hipótesis.

6. Conclusiones

La mayoría de las empresas estudiadas mostró intenciones de participar en un MAB tanto de gestión privada como pública. Asimismo, la operación financiera es un factor determinante para el interés de las empresas merideñas tanto por un MAB privado como público. El factor revelación y el factor conocimiento financiero son determinantes para participar en un MAB privado. El factor rentabilidad y el factor acceso al financiamiento son determinantes para la incorporación a un MAB de carácter público.

Finalmente, se puede concluir que el MAB con gestión privada o pública es una alternativa financiera para las PYME de la ciudad de Mérida, por los beneficios empresariales, económicos y sociales mencionados. Los responsables de la política económica y financiera, así como el resto de entes involucrados pueden ver en estos mercados alternativos una vía para impulsar el crecimiento regional y nacional.

7. Recomendaciones

Es conveniente realizar pruebas más potentes para verificar la multico-linealidad entre los factores conocimiento financiero y revelación, si no existe, ambos serían factores irreversiblemente válidos para indicar un interés por el MAB privado. De igual manera, es conveniente desarrollar modelos de regresión con mayor alcance geográfico replicando los factores explicativos utilizados.

8. Agradecimiento

Los autores agradecen el financiamiento recibido del Consejo de Desarrollo Científico, Humanístico, Tecnológico y de las Artes de la Universidad de Los Andes (CDCHTA-ULA) a través del proyecto cuyo código es E-333-13-09-B.

9. Notas

1. Esta investigación es parte del proyecto de investigación “El Mercado Alternativo Bursátil para PyMEs merideñas y los factores que inciden en su puesta en marcha” con código E-333-13-09-B del CDCHTA.
2. Por razones estadísticas, fue necesario agrupar respuestas en los factores operación financiera (asociado con el MAB privado y público) y conocimiento financiero (asociado con el MAB privado).
3. Por razones estadísticas, fue necesario agrupar respuestas en los factores operación financiera (asociado con el MAB privado y público) y conocimiento financiero (asociado con el MAB privado).

10. Referencias

Boehmer, Ekkehart y Ljungqvist, Alexander. (2004). “On the decisión to go public: Evidence from privately-held firms.” documento de trabajo de Social Science Research Network. DOI: 10.2139/ssrn.266993.

- Brau, James; Francis, Bill y Kohers, Ninon. (2003). "The choice of IPO versus takeover: empirical evidence." *Journal of Business*, 76, 4, pp. 583-612. DOI:10.1086/377032.
- Brealey, Richard; Leland, Hayne E. y Pyle David H. (1977). "Information asymmetries financial structure, and financial intermediation." *The Journal of Finance*, 32, pp. 371-387. DOI: 10.2307/2326770.
- Campbell, Tim. (1979). "Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14, pp. 913-924. DOI:10.2307/2330297.
- Cano, David (2008). "El AIM británico y el Alternext Francés como referencia para el MAB EE español". *Análisis Financiero Internacional*, N° 132 (segundo trimestre, 2008), pp. 21-29.
- Comisión Europea de la UE (2003). "Recomendación de la Comisión (2003/361/CE), de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas" [Diario Oficial L 124 de 20.5.2003].
- Crespo Espert, José Luis y García Tabuena, Antonio. (2007). "Empresas españolas con potencialidad de cotización en los mercados". *BOLSA, revista mensual de bolsas y mercados españoles*, 164, pp. 22-27.
- Chemmanur, Tomas y Fulghieri Paolo. (1995). "Information production, private equity financing and the going public decision", *Working paper*, Columbia University.
- Chemmanur, Tomas y Fulghieri Paolo (1999). "A theory of the going-public decision". *Review of Financial Studies*, 12, 2, pp. 249-279. DOI: 10.1093/rfs/12.2.249.
- Farinós, José E. y Sanchis, Vicente A. (2009). *Factores determinantes de la salida a bolsa en España*. España: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S. A., Serie EC. S.A. WP-EC 2009-03.
- Fisher, Christoph. (2000). "Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's *Neuer Markt*", documento de trabajo de Social Science Research Network. DOI: 10.2139/ssrn.229529.
- Fuentelsaz Gallego, Carmen (2004). "Cálculo del tamaño de la muestra". *Matronas Profesión*, 5, 18, pp. 5-13.
- García Pérez de Lema, Domingo (s. f.). *Potencialidad del Mercado Alternativo Bursátil en España*. España: AECA Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. Noviembre 17 de 2012. Disponible (on line): <http://www.aeca.es/tienda/rem.pdf>.

- García Stuyck, Miguel (2010). "El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las pymes". *Revista Española de Capital Riesgo*, N° 1/2010, pp. 81-86.
- Garrido, Teresa Mariño y Prado, Eugenia Escudero (s. f.). *Las empresas de la euroregión: un análisis de su capacidad de acceso al MABEE*. Noviembre 17 de 2012. Disponible (on line): http://personales.ya.com/aeca/pub/on_line/comunicaciones_xvcongresoaecca/cd/104b.pdf.
- Gerakos, Joseph; Lang, Mark y Maffett, Mark (2012). *Choices and Self-Regulation: The Experience of the AIM*. Marzo 20 de 2015. Disponible (on line): <http://accounting.uwaterloo.ca/SAF/Documents/GLM%205-12-1.pdf> DOI:10.2139/ssrn.1740809.
- Gill de Albornoz, Belén y Pope, Peter F. (2004). *The determinants of the going public decision: Evidence from U. K.* España: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, AD-WP-2004-22.
- Giralt, Antonio y González-Nieto, Jesús. (2007). "Un mercado a la medida para las empresas en expansión". *BOLSA, revista mensual de bolsas y mercados españoles*, mayo 1997, pp. 13-21.
- Giralt Serra, Antonio y González Nieto-Márquez, Jesús (2015). "El Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Evolución y perspectivas." *Papeles de economía española*, N.º 146, 78-89. Enero 30 de 2016. Disponible (on line): <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/Publicaciones.aspx>.
- Guo, R.e-Jin; Lev, Baruch y Zhou, Nan. (2005). "The valuation of biotech IPOs". *Journal of Accounting, Auditing Finance*, 20, pp. 423- 459. DOI: 10.2139/ssrn.660281.
- Harjoto, Maretno y Garen, John. (2005). "Inside ownership beyond the IPO: the evolution of corporate ownership concentration". *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 661- 679. DOI:10.1016/j.jcorpfin.2004.08.002.
- Hernández Blázquez, Benjamin. (2007). "Naturaleza y figuras del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)". *Acta*, 46, pp. 67-74.
- Holmstrom, Bengt y Tirole Jean (1993). "Market liquidity and performance monitoring". *Journal of Political Economy*, 101, pp. 678-709. DOI:10.1086/261893.
- Instituto de la Empresa Familiar (1997a). "El acceso de la empresa familiar al mercado de valores". *Documento 086*, mayo 1997. Noviembre 15 de 2012. Disponible (on line): <http://www.iefamiliar.com/web/es/biblioteca/tematica/finanzas-y-gestion-patrimonial?page=3>.

- Instituto de la Empresa Familiar (1997b). “La salida a Bolsa de la empresa familiar”. *Documento 088*, octubre 1997. Noviembre 15 de 2012. Disponible (on line): <http://www.iefamiliar.com/web/es/biblioteca/tematica/finanzas-y-gestion-patrimonial?page=3>.
- Jain, Bharat A. y Kini, Omesh (1999). “The life cycle of initial public offerings firms”. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, pp. 1281-1307.
- Lee, Yoon-Jun y Lee, Jeong-Dong (2008). “Strategy of start-ups for IPO timing across high technology industries”. *Applied Economic Letters*, 15, pp. 869-877. DOI: 10.1080/13504850600820650.
- Maksimovic, Vojishaw y Pichler, Pegaret (2001). “Technological innovation and initial public offerings”. *Review of Financial Studies*, 14, 2, pp. 459-494. DOI:10.2139/ssrn.130849.
- Mariño Garrido, Teresa (2010). “Alternext, un espejo para el MABEE. El caso Antevenio, una empresa que buscó capital en la bolsa alternativa”. *Análisis Financiero*, ISSN 0210-2358, N° 110-111, 2009, pp. 88-97.
- Martínez Cerezo, Ramón (2001). El Segundo Mercado. En Sánchez Fernández de Valderrama, José Luis. (2001). *Curso de bolsa y mercados financieros*. España: Ariel S. A., pp.347-380.
- Mazzola, Pietro y Marchisio, Gaia (2002). “The role of going public in family businesses’ long-lasting growth: a study of italian IPOs”. *Family Business Review*, 15, 2 (June, 2002), pp. 133-148. DOI:10.1111/j.1741-6248.2002.00133.x.
- Merton, Robert (1987). “A simple model of capital market equilibrium with incomplete information”. *The Journal of Finance*, 42, 3, pp. 483-510. DOI:10.2307/2328367.
- Mikkelson, Wayne H.; Megan Partch y Ken Shah (1997). “Ownership and operating performance of companies that go public”. *Journal of Financial Economics*, 44, 3 (June, 1997), pp. 281-309. DOI:10.1016/s0304-405x(97)00006-8.
- MORI-Market & Opinion Research International (2000). *SMEs’ Attitudes to Social Responsibility*. January-February.
- Pagano, Marco y Röell, Ailsa (1998). “The Choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring and the decision to go public”. *The Quarterly Journal of Economics*, 113, 3, pp. 187-225. DOI: 10.1162/003355398555568.
- Pagano, Marco; Panetta Fabio y Zingales Luigi (1998). “Why do companies go public? An empirical analysis”. *The Journal of Finance*, 53, 1 (February, 1998), pp. 27-64. DOI: 10.1111/0022-1082.25448.

- Pagano, Marco; Panetta, Fabio y Zingales, Luigi (1996). "The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy". *European Economic Review*, 40, pp. 1057-1069. DOI: 10.1016/0014-2921(95)00115-8.
- Pagano, Marco (1993). "The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model". *European Economic Review*, 37, 5 (June, 1993), pp. 1101-1125. DOI:10.1016/0014-2921(93)90111-m.
- Pannemans, Sabine (2001). "Going public: Opportunism or necessity? Empirical evidence from Belgian IPOs". documento de trabajo.
- Pérez, Víctor y Junco, Leidi (2016). "Generalidades sobre las modalidades de bolsas de valores para PyME, en el mundo". *Visión Gerencial*, 15, 1 (enero-junio, 2016), pp. 172-203.
- Planell, Sergio (1995). "Determinantes y efectos de la salida a Bolsa en España: Un análisis empírico." documento de trabajo del Centro de Estudios Monetarios y Financieros.
- Rajan, Raghuram (1992). "Insiders and outsiders: the choice between informed and arms' length debt". *The Journal of Finance*, 47, 4 (September, 1992), pp. 1367- 1400. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1992.tb04662.x.
- República Bolivariana de Venezuela (2008). *Ley para la Promoción y Desarrollo de la Pequeña y Mediana Industria y Demás Unidades de Producción Social*. Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela 5.890 (Extraordinaria). Decreto N° 6.215, 31 de julio, 2008.
- Ritter, Jay R. (1987). "The costs of going public". *Journal of Financial Economics*, 19, pp. 269-281.
- Ross, Sheldon M. (2007). *Introducción a la Estadística*. Segunda Edición. Barcelona: Editorial Reverté, 720 pp.
- Sacristán Navarro, María. (2001). "Análisis de los factores determinantes de la salida a bolsa de la empresa familiar: una aplicación a la pyme". *Papeles de Economía Española*, 89/90, pp. 213-229.
- Yosha, Oved (1995). "Information disclosure costs and the choice of financing sources". *Journal of Financial Intermediation*, 4, 1, pp. 3-20. DOI: 10.1006/jfin.1995.1001.
- Vismara, Silvio; Peleari, Stefano y Ritter, Jay (2012). "Europe's Second Markets for Small Companies". *European Financial Management*, 18, 3 (June, 2012), pp. 352-388. DOI: 10.1111/j.1468-036x.2012.00641.x.

11. Anexo

Por razones estadísticas fue necesario agrupar respuestas en los factores operación financiera (relacionado con el MAB privado y con el MAB público) y conocimiento financiero (relacionado con el MAB privado). En estos factores los cuadros originales presentan varias frecuencias menores a 5 por lo que no cumplen el supuesto estadístico de frecuencia para la prueba de Chi-cuadrado.

Cuadro A1.1. Contingencia para interés por el MAB privado y operación financiera.

		Operación financiera				
		Vender acciones en tesorería (OPV)	Obtener financiamiento mediante nuevas emisiones de acciones (OPS)	Ambos	NS / NC	Total
Intención de participar en el MAB Privado	SI	2	43	3	3	51
	NO	1	5	0	3	19
Total		3	48	3	6	60

Cuadro A1.2. Contingencia agrupada para interés por el MAB privado y operación financiera.

		Operación financiera		
		Otras opciones	Obtener financiamiento mediante nuevas emisiones de acciones (OPS)	Total
Intención de participar en el MAB Privado	Si	8	43	51
	No	4	5	9
Total		12	48	60

Cuadro A2.1. Contingencia para interés por el MAB privado y conocimiento financiero.

		Conocimiento financiero			
		Experiencia	Conocimiento Formal	Ambos	Total
Intención de participar en el MAB Privado	SI	8	2	41	51
	NO	4	2	3	9
Total		12	4	44	60

Cuadro A2.2. Contingencia agrupada para interés por el MAB privado y conocimiento financiero

		Conocimiento financiero		Total
		Ambos* (Conocimiento y Experiencia)	Conocimiento o Experiencia**	
Intención de participar en el MAB Privado	Si	41	10	51
	No	3	6	9
Total		44	16	60

*corresponde a la única respuesta (ambos) del cuadro A2.1. **corresponde a la sumatoria de las respuestas separadas, experiencia y conocimiento, del cuadro A2.1.

Cuadro A3. Contingencia para interés por el MAB privado y revelación.

		Revelación		
		SI	NO	Total
Intención de participar en el MAB Privado	SI	29	22	51
	NO	1	8	9
Total		30	30	60

Cuadro A4. Contingencia para interés por el MAB público y rentabilidad.

		Rentabilidad		
		SI	NO	Total
Intención de participar en el MAB Público	SI	38	4	42
	NO	12	6	18
Total		50	10	60

Cuadro A5. Contingencia para interés por el MAB público y acceso a financiamiento.

		Acceso a financiamiento		
		SI	NO	Total
Intención de participar en el MAB Público	SI	34	8	42
	NO	18	0	18
Total		52	8	60

Cuadro A6.1. Contingencia para interés por el MAB público y operación financiera.

		Operación financiera				
		Vender acciones en tesorería (OPV)	Obtener financiamiento mediante nuevas emisiones de acciones (OPS)	Ambos	NS / NC	Total
Intención de participar en el MAB Público	SI	1	37	3	1	42
	NO	2	11	0	5	18
Total		3	48	3	6	60

Cuadro A6.2. Contingencia agrupada para interés por el MAB público y operación financiera.

		Operación financiera		
		Otras opciones	Obtener financiamiento mediante la emisión de nuevas acciones (OPS)	Total
Intención de participar en el MAB Público	SI	5	37	42
	No	7	11	18
Total		12	48	60

Nota: válido para todas las tablas de contingencias. En el análisis de las Pruebas Chi-cuadrado, se recomienda que en cada casilla los valores de las frecuencias sean mayores o iguales a cinco (5), con la finalidad de que el valor del estadístico de prueba pueda ser aproximado a una distribución Chi-cuadrado.