

**UNIVERSIDAD DE PANAMÁ  
VICERRECTORÍA DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO  
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD**

**DOCTORADO EN CIENCIAS EMPRESARIALES**

**PROPUESTA DE MODELO PARA LA INSERCIÓN AL MERCADO DE  
CAPITALES DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS PANAMEÑAS.**

**POR:**

**OLMEDO ESTRADA**

**Como requisito para optar por el  
grado de doctor en Ciencias  
Empresariales con énfasis en  
Finanzas.**

**PANAMÁ, 2015**

**Director de Tesis:  
Dr. Gonzalo Ramírez De La Rosa  
Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales**

## **AGRADECIMIENTO**

Agradezco a mi querida y adorada esposa Lucero, a mi Angélica, hija del alma por apoyarme e incentivar me siempre, para el logro de este nuevo objetivo en mi vida.

Agradezca a los doctores que ofrecieron su tutoría y me dirigieron hacia el éxito de esta idea.

## **DEDICATORIA**

Deseo dedicar el esfuerzo de este estudio a todos los profesionales de las finanzas para que no desmayen en la realización de sus sueños, objetivos y metas, que así como lo logré yo, ellos también pueden.

## ÍNDICES DE CONTENIDO

## ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO.....	iii
DEDICATORIA.....	iv
ÍNDICES DE CONTENIDO.....	v
ÍNDICE GENERAL.....	vi
ÍNDICE DE CUADROS.....	xi
ÍNDICE DE GRÁFICAS.....	xv
ÍNDICE DE TABLAS.....	xix
INTRODUCCIÓN.....	xx

## CAPÍTULO I ASPECTOS GENERALES

1.1 Antecedentes.....	2
1.2 Planteamiento del problema.....	13
1.3 Justificación.....	16
1.4 Objetivos de la Investigación.....	20
1.4.1 Objetivo General.....	20
1.4.2 Objetivos Específicos.....	21
1.5 Delimitaciones.....	21
1.5.1 Proyecciones.....	22
1.5.2 Limitaciones.....	22
1.6 Hipótesis.....	23

## CAPÍTULO II

### MARCO TEÓRICO

2.1 Caracterización de las pequeñas y medianas empresas PYMES.....	25
2.2 Importancia de las PYMES.....	25
2.3 El capital invertido en las PYMES ... ..	27
2.4 Ingresos en las PYMES.....	28
2.5 Forma jurídica.....	29
2.6 Madurez de las empresas PYMES.....	31
2.7 Aspectos de gestión en las PYMES .....	31
2.7.1 La presencia de las PYMES en los sectores de la actividad económica..	32
2.7.2 Características de las PYMES desde la perspectiva de la intensidad de capital.....	33
2.7.3 Prácticas de Gestión empresarial.....	34
2.8 La gestión de financiamiento en las PYMES.....	35
2.9 El mercado de capitales.....	37
2.9.1 El sistema financiero.....	38
2.9.2 Mercado monetario es el referido a los capitales a corto plazo.....	40
2.10 Mercados primarios de emisión.....	43
2.10.1 La Emisión.....	45
2.10.2 Ofertas públicas de ventas de valores.....	45
2.10.3 Mercado Secundario.....	46
2.10.4 Mercados Paralelos.....	48
2.10.5 El Mercado Bursátil.....	50
2.11 Diagnóstico del mercado de capitales de Panamá.....	52
2.12 Introducción al mercado de capitales panameño en cifras.....	52
2.13 Acceso de las PYMES al mercado de capitales.....	55
2.14 Instrumentos financieros innovadores para las PYMES.....	57

## CAPÍTULO III MARCO METODOLÓGICO

3.1 Tipos de Investigación.....	61
3.2 Fuentes de información.....	63
3.2.1 Fuentes primarias.....	63
3.2.2 Fuentes secundarias.....	64
3.2.3 Sujetos.....	64
3.2.3.1 Población.....	64
3.2.3.2 Muestra.....	65
3.2.3.3 Tipo de muestreo.....	67
3.3 Variables.....	67
3.3.1 Definición Conceptual de las variables.....	68
3.3.1.1 Variable Independiente.....	68
3.3.1.2 Variable Dependiente.....	69
3.3.2 Definición Operacional de las variables.....	71
3.3.2.1 Variable Independiente.....	71
3.3.2.2 Variable Dependiente.....	72
3.4 Descripción de Instrumentos.....	72
3.5 Tratamiento de la información.....	74

## CAPÍTULO IV PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN

4.1 Aspectos generales del empresario.....	77
4.2 Historia comercial de la empresa.....	81
4.3 Aspectos del financiamiento.....	93
4.4 Aspectos del mercado de capitales.....	102

4.5 Resultados de las pruebas estadísticas para evaluar hipótesis.....	116
4.5.1 El modelo econométrico para la prueba de hipótesis.....	123
4.5.1.1 Factores de la variable éxito.....	124
4.5.1.2 Estimación de la probabilidad de éxito en el financiamiento con la inserción al mercado de capitales.....	124
4.5.2 Modelo econométrico teórico.....	132

## CAPITULO V

### PROPUESTA DEL MODELO DE INSERCIÓN PARA EL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES

5.1 Estrategias para la inserción al financiamiento a través del mercado de capitales.....	135
5.2 Difusión de las potencialidades del sector de las PYMES.....	137
5.3 Incorporación de instrumentos innovadores e inversores al mercado de capitales.....	141
5.3.1 Flexibilización de requisitos a los cuales se encuentran sujetas las emisiones de las PYMES .....	141
5.3.2 Creación de un departamento PYME dependiente de la Bolsa de Valores de Panamá.....	142
5.3.3 Incorporar mecanismos que disminuyan el riesgo y el costo asociado a emisiones de las PYMES .....	143
5.4 Incentivar la transparencia y formalidad de las PYMES.....	144
CONCLUSIONES.....	147
RECOMENDACIONES.....	155
BIBLIOGRAFÍA.....	161
ANEXOS.....	171

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro N° 1	Empresarios de las PYMES por género según edad. Panamá. 2014.....	77
Cuadro N° 2	Empresarios de las PYMES según cómo la empresa actual se constituye. Panamá. 2014.....	79
Cuadro N° 3	Empresas PYMES según corregimiento en donde están ubicadas. Panamá. 2014.....	81
Cuadro N° 4	Empresas PYMES según el registro de la empresa. Panamá. 2014.....	83
Cuadro N° 5	Empresas PYMES según responsable de la administración. Panamá. 2014.....	84
Cuadro N° 6	Empresas PYMES según la plaza donde ofrece sus productos y/o servicios. Panamá. 2014.....	85
Cuadro N° 7	Empresas PYMES según años de estar funcionando. Panamá. 2014.....	86
Cuadro N° 8	Empresas PYMES según la cantidad de empleados. Panamá. 2014.....	87
Cuadro N° 9	Empresas PYMES según principales canales de distribución utilizados. Panamá. 2014.....	88
Cuadro N° 10	Empresas PYMES según condiciones de ventas. Panamá. 2014.....	89
Cuadro N°11	Empresas PYMES según la forma de cancelación de compromiso. Panamá. 2014.....	90
Cuadro N° 12	Empresas PYMES según las ventas anuales. Panamá. 2014...91	
Cuadro N° 13	Empresas PYMES según principales fuentes de financiamiento. Panamá. 2014.....	93
Cuadro N° 14	Empresas PYMES según las experiencias con financiamiento bancarios. Panamá. 2014.....	95

Cuadro N° 15	Empresas PYMES según el propósito del financiamiento. Panamá. 2014.....	96
Cuadro N° 16	Empresas PYMES según si solicitó créditos en el sector financiero. Panamá. 2014.....	97
Cuadro N° 17	Empresas PYMES según si le fue aprobado el crédito. Panamá. 2014.....	98
Cuadro N° 18	Empresas PYMES según a qué plazo le fue aprobado. Panamá. 2014.....	99
Cuadro N° 19	Empresas PYMES según la tasa de interés de su préstamo Panamá. 2014.....	100
Cuadro N° 20	Empresas PYMES según si conoce el mercado de capitales Panamá. 014.....	102
Cuadro N° 21	Empresas PYMES según si conoce como funciona el mercado de capitales. Panamá. 2014.....	103
Cuadro N° 22	Empresas PYMES según si conoce el funcionamiento de la Bolsa de Valores de Panamá. 2014.....	104
Cuadro N° 23	Empresas PYMES según si conoce quienes participan en la Bolsa de Valores de Panamá. Panamá. 2014.....	105
Cuadro N° 24	Empresas PYMES según si tiene conocimiento sobre los instrumentos financieros que facilita el acceso al mercado. Panamá. 2014.....	106
Cuadro N° 25	Empresas PYMES según cuáles son los instrumentos financieros aplicables a las PYMES. Panamá. 2014.....	107
Cuadro N° 26	Empresas PYMES según las ventajas del financiamiento a través del mercado de capitales. Panamá. 2014.....	108
Cuadro N° 27	Empresas PYMES según cómo es su predisposición al cumplimiento de los requerimientos del mercado de capitales. Panamá. 2014.....	109
Cuadro N° 28	Empresas PYMES según la percepción como inversor en	

PYMES. Panamá. 2014.....	110
Cuadro N° 29 Empresas PYMES según género del empresario y tamaño de la empresa. Panamá. 2014.....	116
Cuadro N° 30 Empresas PYMES según la edad del empresario y tamaño de la empresa. Panamá. 2014.....	117
Cuadro N° 31 Empresas PYMES según el registro y tamaño de la empresa Panamá. 2014.....	118
Cuadro N° 32 Empresas PYMES, según propósito del financiamiento y tamaño de la empresa. Panamá. 2014.....	119
Cuadro N° 33 Empresas PYMES según principal fuente de financiamiento y tamaño de la empresa. Panamá. 2014.....	120
Cuadro N° 34 Empresas PYMES según aprobación de crédito y tamaño de la empresa. Panamá. 2014.....	121
Cuadro N° 35 Empresas PYMES según conocimiento del mercado de capitales y tamaño de la empresa. Panamá. 2014.....	122

## INDICE DE GRÁFICAS

Gráfica N° 1	Empresarios de las PYMES por género según edad. Panamá. 2014.....	78
Grafica N° 2	Empresarios de las PYMES según cómo la empresa actual se constituye. Panamá. 2014.....	79
Grafica N° 3	Mapa perceptual de los aspectos del empresario de las empresas PYMES encuestadas. Panamá. 2014.....	80
Grafica N° 4	Empresas PYMES según corregimientos en donde están ubicadas. Panamá. 2014.....	82
Grafica N° 5	Empresas PYMES según registro de la empresa. Panamá. 2014.....	83
Grafica N° 6	Empresas PYMES según responsable de la administración Panamá. 2014.....	84
Grafica N° 7	Empresas PYMES según la plaza donde ofrece su productos y/o servicios. Panamá. 2014.....	85
Grafica N° 8	Empresas PYMES según años de estar funcionando. Panamá. 2014.....	86
Grafica N° 9	Empresas PYMES según a cantidad de empleados. Panamá. 2014.....	87
Grafica N° 10	Empresas PYMES según principales canales de distribución utilizados. Panamá. 2014.....	88
Grafica N° 11	Empresas PYMES según condiciones de ventas. Panamá. 2014.....	89
Grafica N°12	Empresas PYMES según forma de cancelación de compromiso. Panamá. 2014.....	90
Grafica N° 13	Empresas PYMES según las ventas anuales. Panamá. 2014.....	91
Grafica N° 14	Mapa perceptual de la historia comercial de las empresas	

	encuestadas. Panamá. 2014.....	92
Grafica N° 15	Empresas PYMES según principales fuentes de financiamiento. Panamá. 2014.....	94
Grafica N° 16	Empresas PYMES, según las experiencias con financiamiento bancarios. Panamá. 2014.....	95
Grafica N° 17	Empresas PYMES, según el propósito del financiamiento Panamá. 2014.....	96
Grafica N° 18	Empresas PYMES según si solicitó créditos en el sector financiero. Panamá. 2014.....	97
Grafica N° 19	Empresas PYMES según si le fue aprobado el crédito. Panamá 2014.....	98
Grafica N° 20	Empresas PYMES según a que plazo le fue aprobado. Panamá. 2014.....	99
Grafica N° 21	Empresas PYMES según la tasa de interés de su préstamo Panamá. 2014.....	100
Grafica N° 22	Mapa perceptual de los aspectos financieros de las empresas encuestadas. Panamá. 2014.....	101
Grafica N° 23	Empresas PYMES según si conoce el mercado de capitales Panamá. 2014.....	102
Grafica N° 24	Empresas PYMES, según si conoce como funciona el mercado de capitales. Panamá. 2014.....	103
Grafica N° 25	Empresas PYMES según si conoce el funcionamiento de la Bolsa de Valores de Panamá. Panamá. 2014.....	104
Grafica N° 26	Empresas PYMES según si conoce quienes participan en la Bolsa de Valores de Panamá. Panamá. 2014.....	105
Grafica N° 27	Empresas PYMES según si tiene conocimiento sobre los instrumentos financieros que facilita el acceso al mercado. Panamá. 2014.....	106

Grafica N° 28	Empresas PYMES según cuáles son los instrumentos Financieros aplicables a las PYMES. Panamá. 2014.....	107
Grafica N° 29	Empresas PYMES según las ventajas del financiamiento a través del mercado de capitales. Panamá. 2014.....	108
Grafica N° 30	Empresas PYMES, según cómo es su predisposición al cumplimiento de los requerimientos del mercado de capitales. Panamá. 2014.....	109
Grafica N° 31	Empresas PYMES según la percepción como inversor en PYMES. Panamá. 2014.....	111
Grafica N° 32	Mapa perceptual del aspecto del mercado de valores por los entrevistados en las empresas. Panamá. 2014.....	112
Grafica N° 33	Mapa perceptual del aspecto del mercado de valores por los entrevistados en las empresas. Panamá. 2014.....	113
Grafica N° 34	Mapa perceptual del aspecto del mercado de valores por los entrevistados en las empresas. Panamá. 2014.....	114
Grafica N° 35	Mapa perceptual del aspecto del mercado de valores por los entrevistados en las empresas. Panamá. 2014.....	115
Grafica N° 36	Probabilidad de éxito de las PYMES en la inserción al Mercado de Capitales de acuerdo al modelo Logit binario. Panamá. 2014.....	133

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla N° 1	Estimación para para el aspecto del empresario.....	125
Tabla N° 2	Estimación para la historia comercial.....	126
Tabla N° 3	Estimación para aspectos del financiamiento.....	128
Tabla N° 4	Nivel de correlación para variable conocimiento, con Alpha Crombach's.....	129
Tabla N° 5	Estimación sobre el conocimiento del Mercado de Capitales.....	130
Tabla N° 6	Estimación sobre aspectos relacionado a la logística utilizada en el mercado de capitales.....	131

## **INTRODUCCIÓN**

En Panamá las pequeñas y medianas empresas (PYMES) representan más del 70% de las empresas que aportan al Producto Interno Bruto (PIB) y son el motor de la economía panameña, sin embargo aún no se establecen políticas que permitan a este sector poder gozar de los incentivos económicos favorables para su crecimiento.

La actividad empresarial presenta algunas limitaciones que son consideradas como obstáculos para el desarrollo de su gestión, los cuales se pueden agrupar en base al problema del entorno económico, la competencia desleal y el acceso al financiamiento. Existen otros problemas de menor preponderancia como la tecnología, mercados, recursos humanos calificados, exigencias tributarias, inseguridad jurídica, calidad y costos de los servicios básicos, sin embargo con ellos se pueden hacer gestiones y avanzar en el quehacer de las empresas.

La época actual representara un factor de riesgo para todas las empresas a escala mundial, la actividad económica sufre en estos momentos grandes desniveles, amenazados por la crisis financiera mundial que afecta de algún modo, a todas las empresas en todos los países.

Esta investigación se propone el objetivo de diseñar un modelo para la inserción al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas panameñas, a través de la opinión de empresarios que han sido emprendedores de su idea de

negocio o se encuentran gerenciando estas organizaciones en la ciudad de Panamá; con la finalidad de que a nivel gubernamental se genere la actitud de diseñar o modificar las políticas públicas necesarias para que este objetivo se cumpla.

En el primer capítulo incluimos los antecedentes de investigaciones relacionadas con las PYMES y los temas de financiamientos, en donde hacemos referencias de experiencias que se han dado en países de América Latina y que hasta este momento están funcionando con éxito. Señalamos la problemática que han pasado las PYMES con los temas de financiamientos y los rígidos procesos que no se ajustan a las realidades de las empresas. Presentamos el problema como lo hemos señala arriba, el acceso al financiamiento y nos hemos preguntado qué condiciones favorecen a las PYMES para el éxito con su inserción en el mercado de capitales y cuáles instrumentos financieros innovadores favorecerían la inserción de estas empresas al mercado de capitales de Panamá. Al igual justificamos esta investigación por la importancia que tienen las PyMEs en Panamá, ya que una mejor propuesta de financiamiento permitirá a las empresas continuar con un crecimiento favorable a un ritmo dinámico.

De allí que los objetivos son analizar las condiciones favorables para el éxito en la inserción al mercado de capitales en las PYMES de Panamá y para alcanzar estos objetivos nos proponemos desarrollar otros objetivos que son la de

identificar las características de las pequeña y mediana empresa en el área metropolitana, describir el conocimiento que tienen las PYMES de la muestra seleccionada sobre el funcionamiento del mercado de capitales en Panamá.

En el segundo capítulo se presentan los aspectos teóricos que sustentan el tema, con autores tanto nacionales como internacionales, se exponen las experiencias de inserción al mercado de capitales para las pequeñas y medianas empresas en Latinoamérica, con la finalidad de hacer referencia a las teorías relacionadas al tema de investigación. Examinar los modelos implementados en otros países de Europa y América.

En el tercer capítulo presentamos el marco metodológico utilizado para llevar a ejecución esta investigación, utilizando instrumentos como la encuesta y la entrevista para la consecución de la información, así como el diseño de un modelo econométrico que nos permita sustentar de qué manera las PYMES pueden acceder al mercado de capitales.

En el cuarto capítulo presentamos el análisis de los resultados utilizando cuadros y gráficas para demostrar el impacto de los resultados obtenido a través de la encuesta. Presentamos los resultados de las cuatro áreas de interés de la investigación como los aspectos generales del empresario, el aspecto de la historia comercial de la empresa, aspectos del financiamiento y aspectos del conocimiento del mercado de capitales; al final el análisis con el

modelo macroeconómico seleccionado, para comprobar la hipótesis de éxito en la inserción de las Pymes, con las condiciones favorables para ser consideradas en el mercado de capitales.

En el quinto capítulo presentamos la propuesta a seguir para que las PYMES puedan insertarse al mercado de capitales en Panamá, incluyendo todas las condiciones que son necesarias para que esta situación se modifique y puedan aprovechar todas las ventajas que este segmento ofrece.

Al final presentamos las conclusiones y recomendaciones, en las que expresamos cuáles son aquellos factores considerados favorecedores para la inserción de las pequeñas y medianas empresas puedan acceder al mercado de capitales de Panamá y destacamos aquellos factores que requieren ser analizados en un futuro para mejoras en los diseños empresariales, con el fin de mejorar la actitud de los empresarios panameños a nuevas fuentes de financiamientos.

**CAPÍTULO I**  
**ASPECTOS GENERALES**

## 1.1 ANTECEDENTES

Las empresas deben enfrentar muchos desafíos sobre todo hoy día que las mismas se desarrollan, en un ambiente altamente competitivo caracterizado por situaciones producto de la globalización y el deseo de permanecer y/o ganar nuevos mercados, lo que conlleva a optimizar procesos, desarrollar tecnologías, mejorar estrategias de mercado y posicionamiento, contar con buenos sistemas de financiamiento y por supuesto poseer recursos humanos calificados, productivos y comprometidos con la actividad empresarial.

Durante la revisión de las referencias en panamá y de otros países a través del internet y bibliotecas pudimos encontrar antecedentes de estudios empíricos que nos referencian un conocimiento amplio sobre esta materia. A continuación esbozamos los estudios encontrados sobre el tema de estudio.

En 1995 Latinoamérica entró en la tendencia global de inversiones promovidas por fondos de capital de riesgo, estos fondos se distinguen con respecto a los fondos provenientes de deuda externa y de inversiones extranjeras directas que son tramitadas por bancos privados o multilaterales y empresas transnacionales respectivamente.

El Instituto Centroamericano de Administración de Empresas (1997), señala que esta problemática, refiriéndose al acceso al financiamiento, obedece a situaciones relacionadas con el alto riesgo percibido por el no cumplimiento de las garantías exigidas por las instituciones financieras, los costos de administración relativamente altos, la exigencias de habilidades y destrezas en las áreas administrativas, contables y gerenciales, que por lo general los pequeños empresarios no poseen, el exceso de requisitos, tiempo de trámites y aprobación lentos, entre otros aspectos (p.1).

Pinilla (2002) en su informe de Fundes señaló que en Panamá existe un Centro Financiero Internacional con un total de 78 bancos. Por este motivo, puede decirse que Panamá posee condiciones favorables para ofrecer recurso financiero dado la oferta de fondos existentes. Por otro lado, los servicios bancarios han logrado alcanzar un buen nivel de desarrollo y se cuenta con avances, tanto en términos de tecnología bancaria, como en otros aspectos (p.7).

No obstante, la realidad y los estudios realizados demuestran que a pesar de la existencia de estas condiciones, las PYMES enfrentan dificultades para acceder a estos recursos, sobre todo aquellas de menor tamaño y que no cuentan con garantías para respaldar sus préstamos), dado el alto costo que tiene el capital.

Orlandi (2002) en su investigación titulada: Un análisis de las alternativas de financiamiento para las PYMES exportadoras tuvo como objetivo definir un marco conceptual básico sobre la problemática del financiamiento, relevando las alternativas de financiamiento disponible para PYMES exportadoras, enunciando las principales características de los instrumentos disponibles en el mercado de capitales local. La hipótesis utilizada es que las PYMES soportan una tasa mayor de costo de personal y una mayor tasa de requerimientos de capital de trabajo. Entre las conclusiones señaló Orlandi que no existe vínculos entre la estructura financiera y la rentabilidad de las pymes, los indicadores de performance y rentabilidad no están correlacionados con ningún patrón específico de financiamiento. Consecuentemente las medidas tomadas para mejorar el acceso de las PYMES en el mercado de capitales no deberían perseguir un aumento de la rentabilidad de las empresas, pero una mejoría de su solvencia. Señaló que antes y durante la crisis económica de 1999-2002. La dificultad del acceso al financiamiento bancario para las PYMES, principalmente por el colapso del sistema en el 2001, pero anterior a ello por el rol del estado nacional como competidor de las empresas en el acceso al crédito disponible y la elevada incertidumbre política e institucional que precedió a la negociación de la deuda privada y pública, que en alguna medida aún persiste, ha hecho casi imposible la planificación favorable para las PYMES (p.15).

La Bolsa Boliviana de Valores (2004) en el establecimiento de las Bolsas de Valores en el Ecuador, no solamente constituyó un proyecto largamente esperado, sino que también respondió a la evolución y naturaleza de los procesos económicos y comerciales que se vienen dando en nuestro país a través del tiempo, tanto así que el gobierno ecuatoriano declaró como política de estado la promoción del Mercado de Valores, aunque esta política poco o nada se cumpla. Con la breve revisión lo que se busca en la investigación es identificar las alternativas de financiamiento que tienen las PYMES en un mercado de valores debilitado. Identificando los obstáculos y sobre todo las oportunidades de financiamiento y la posibilidad que, en el corto y mediano plazo se dinamice el sector a través de colocación de crédito propicio para la actividad de las PYMES. El diagnóstico del entorno del mercado de valores es fundamental para comprender el estado de esta importante herramienta, así como la experiencia regional e interregional, a fin de identificar y emular aquellas experiencias positivas, de esta manera explotar las oportunidades actuales y futuras (s/p).

De la Mata (2005) determinó en su estudio los distintos tipos de estrategias para desarrollar la competitividad y la innovación en el ámbito local y regional, algunos de los más utilizados por los gobiernos e instituciones de desarrollo son aquellos que buscan promover la competitividad del tejido empresarial local, especialmente de las PYMES, mejorando su acceso a la financiación. En

España desde finales de la década de los ochenta pero principalmente en la siguiente, las comunidades autónomas han acentuado su participación en las sociedades de garantías recíprocas para potenciar su labor de promoción y desarrollo de las PYMES, aunque con acciones diversas. La financiación de las pymes es una actividad que se ejerce en el ámbito local, por lo tanto, la cooperación con los bancos locales, permite el acceso directo a unos intermediarios poseedores de informaciones regionales y sectoriales de gran calidad, capaces de seguir de cerca la evolución de la demanda y de proceder a la instrucción de los proyectos que le son presentados. De la Mata concluye que las ventajas de la utilización de nuevos instrumentos financieros para apoyar la financiación de PYMES y algún elemento a tener en cuenta a la hora de diseñarlos e introducirlos en la estrategias de desarrollo empresarial en el ámbito regional y local. Los nuevos instrumentos financieros suponen una mejora importante en la utilización de fondos públicos para apoyar la creación y desarrollo de PYMES. Entre las ventajas tenemos que permite reutilizar el capital público, atraer capital privado, permite la gestión privada, la coordinación entre distintas instituciones públicas e intermediarios financieros (p.1)

Zevallos (2006) en diagnóstico de las pymes de 8 países: Argentina, Bolivia, Colombia, Costa Rica, Chile, El Salvador, Panamá y Venezuela incluyendo a más de 2700 empresarios de seis países, con un promedio superior a 450 empresarios por país, donde abarca siete áreas problemáticas para las pymes y

la más importante lo es el financiamiento. En el caso de Argentina, el acceso al financiamiento fue el obstáculo más comúnmente señalado por los empresarios entrevistados y también el más importante. Los aspectos considerados más relevantes, en cuanto a este ámbito, son las garantías, las altas tasas de interés y la ausencia de mecanismos para evaluar los préstamos dirigidos a pymes. Otros factores de menor importancia fueron la falta de líneas específicas para pymes, el exceso de exigencias formales por parte de los bancos y los elevados gastos administrativos para la tramitación de créditos (p.1).

Zevallos (2006) en Colombia el acceso al financiamiento es el tercer obstáculo más importante para los empresarios, luego de la violencia y los impuestos. En esta área, al igual que en Argentina, los siguientes se revelan como los aspectos más sensibles de la problemática: las garantías (insuficientes), los altos costos crediticios, los altos costos del sistema financiero (asociados a la relación entre el tamaño del crédito pyme y los costos fijos de los bancos, la concentración de los préstamos en los conglomerados empresariales, etcétera.), la ausencia de capital de riesgo (por la carga tributaria para los inversionistas, el marco legal restrictivo, entre otras razones) la ausencia de mecanismos como el factoring, leasing (los cuales tienden a no resultar debido al riesgo asociado, los pequeños montos y la poca información disponible), entre otros factores (p.75).

Zevallos (2006) señala que en Panamá, las condiciones de acceso al financiamiento ocuparon el primer lugar en la problemática de las pymes. Este resultado encierra una aparente paradoja, pues la percepción inicial de Panamá como uno de los centros financieros más importantes de América haría suponer que el tema de financiamiento no es un problema en ese país. El mensaje, al parecer, es que no se cuenta con un diseño adecuado de financiamiento para las pymes. En este caso, los problemas señalados por los empresarios como los más importantes fueron las elevadas garantías (entre el 100% y el 150% del monto de crédito solicitado), las tasas de interés (entre 11% y 15% anual) y los requisitos excesivos (estados financieros auditados de por lo menos los dos últimos años de operaciones, avalúo de propiedades, estudio de factibilidad, entre otros). Como puede apreciarse, el tema del acceso al financiamiento tiene lugares comunes en las tasas de interés, las garantías y los requisitos. Otros elementos menos señalados, pero importantes, son los sistemas de evaluación de riesgo y los costos de los trámites financieros (p.85).

Lo anterior muestra indirectamente varios aspectos de la problemática. Por un lado, en muchos casos las pymes no cumplen los requisitos comúnmente solicitados por los bancos. Este problema de información supone la necesidad de contar con otros mecanismos de difusión, de modo que tanto la oferta de financiamiento como las condiciones del mismo lleguen, efectivamente, a los potenciales clientes. Al mismo tiempo, el poco grado de formalidad de la gestión

administrativa en varias de las empresas es un factor limitante para el acceso al financiamiento, sistemas inoperantes de evaluación de empresas de menor tamaño o para montos pequeños de préstamos.

Chávez (2008) en un estudio empírico realizado en el 2008 sobre las fuentes de financiamiento en las pymes de los sectores: industrial, comercio y servicio de San Luis de Potosí se planificó como objetivo analizar si en las pymes los recursos propios, el financiamiento externo (banco) y los proveedores son significativos; además de identificar si el financiamiento con recursos propios externo y proveedores es igual en los sectores de las pymes; y demostrar si hay diferencias en el financiamientos por recursos propios, externos y proveedores con relación al género de los dueños y/o administradores de las pymes. Los resultados mostraron que el financiamiento por recursos propios y por proveedores es significativo. Hay una diferencia entre el financiamiento con recursos propios y el sector de la empresa. No existe diferencia entre financiamiento con recursos propios y género (p.2).

La Comisión Nacional del Mercado de Valores de España (2011) financió el trabajo cuyo principal objetivo fue contribuir a la reflexión sobre cómo impulsar la financiación, a través del mercado y otras fuentes externas alternativas al crédito bancario, de las empresas de creación reciente y elevado potencial de crecimiento. En el debate actualmente en curso destacan, sobre todo, cuatro

cuestiones: cómo asegurar una base inversora suficientemente amplia, cómo superar las posibles barreras que dificultan la salida al mercado de las empresas, el diseño de los mercados para valores de pequeña y mediana capitalización y el papel de la regulación. Como es natural, la reflexión en torno al papel de los incentivos fiscales juega un papel notable respecto a las dos primeras cuestiones. En la tercera cuestión, el debate se centra, sobre todo, en cómo resolver los problemas de visibilidad que afectan a los mercados de valores de pequeña y mediana capitalización y si resulta o no adecuado un marco exclusivamente nacional para garantizar el crecimiento de dichos mercados. En cuanto al papel de la regulación, la discusión se centra en la conveniencia de adaptar los requisitos a una «escala pyme» y en el impacto que ello tendría sobre la protección de los inversores (s/p).

La Bolsa Mexicana de Valores (2011) en conjunto con la Secretaría de Economía y otras instituciones de carácter privado, lanzó el programa Mercado de Deuda para Empresas, con el objeto de permitir a empresas medianas la colocación de deuda y así poder avanzar hacia el mercado de capitales. Este programa consiste en financiar a las empresas para que se conviertan en candidatas de emisión de deuda, es decir, se intenta que aquellas empresas interesadas puedan prepararse para cumplir con los requisitos necesarios para acceder al mercado bursátil de deuda y aspirar a una fuente de financiamiento más conveniente y barato que la que tienen en la actualidad (s/p).

Mojica (2012) en el análisis estratégico para el desarrollo de la MIPYMES en Panamá señaló que las fuentes de financiamiento más utilizadas en Panamá son la reinversión de utilidades, el crédito de los proveedores y las aportaciones de los accionistas o propietarios (p.7).

Aristy (2012) describe que en (Guzmán y Ortiz: 2007), se demostró en base a una encuesta a las PYMES del año 2000, que los obstáculos financieros son percibidos entre los principales limitantes para el desarrollo de esas empresas, principalmente para las más pequeñas. No obstante, en ese estudio solo el 6% de las PYMES declaró que tienen inconvenientes para acceder al crédito. Esto puede estar sugiriendo que el limitante puede ser el nivel de las tasas de interés, que tradicionalmente ha sido muy elevado en la República Dominicana. De los resultados del estudio de Aristy se proponen elaborar políticas públicas que influyan sobre cada uno de los determinantes para lograr elevar la probabilidad de éxito de las PYMES. Entre esas políticas se pudieron definir aquellas que facilitan capital de riesgo que promueva el arranque sin tener la presión de pagar las cuotas de un préstamo. Asimismo, el aumento del conocimiento de la gestión empresarial sería un apoyo importante para los empresarios, que permitiría crear una empresa orientada hacia el mercado (p.510).

Cuando Panamá atravesaba por la peor crisis política y económica de su historia republicana en 1989, un grupo de empresarios trató de cristalizar uno de los proyectos más anhelados por la comunidad financiera local, la fundación de una bolsa de valores (s/p).

En 1999 y mediante el Decreto Ley N<sup>o</sup>.1 de 8 de julio de 1999, publicado en la Gaceta Oficial N<sup>o</sup>. 23.837 de 10 de julio de 1999, se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá. Su objetivo principal es el de fomentar, establecer y regular las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores.

Las restricciones al acceso a financiamiento se plantean en términos de condiciones de crédito muy rígidas que no se ajustan a la realidad de las empresas. Esta problemática se puede abordar a partir del Mercado de Capitales para que se constituya una verdadera alternativa al sistema bancario tradicional.

La gran mayoría de empresas panameñas que acceden a un financiamiento bancario debe pagar altas tasas de interés, por lo que su rentabilidad se ve seriamente afectada. Esta limitación es más grave aún si observamos que en un mundo globalizado nuestras empresas deben competir con empresas extranjeras que acceden a financiamientos en condiciones más favorables.

Desde este enfoque, en los comienzos del siglo XXI cualquier país en vías de desarrollo encuentra como fundamental, el que su mercado de capitales resulte atractivo para los inversionistas nacionales e internacionales, conducir estos flujos de capital hacia las empresas que se convierten en un virtuoso proceso de inversión, rendimiento, de desarrollo y crecimiento. De esta manera, todos los participantes encuentran un ángulo de beneficio que acabe teniendo efectos positivos a niveles inclusive sociales.

## **1.2 Planteamiento del Problema**

La iniciativa empresarial presenta algunas limitaciones que son consideradas como obstáculos para el desarrollo de su gestión, ellas se pueden agrupar en torno al problema del entorno económico, la competencia desleal y uno de los altamente graves es el acceso a financiamiento. Existen otros problemas de menor cuantía como la tecnología, mercados, recursos humanos calificados, exigencias tributarias, inseguridad jurídica, calidad y costos de los servicios básicos.

Este nuevo milenio representará un factor de riesgo para todas las empresas a escala mundial, la actividad económica sufre en los actuales momentos grandes situaciones no favorables. Existen dos nociones ampliamente aceptadas respecto de las cuestiones económicas en los años que vendrán, en primer

término, que están en marcha nuevas y poderosas fuerzas particularmente la globalización y la tecnología de la era de la información que están generando un gran cambio a ritmo acelerado y todo eso representa un nuevo modelo. Y segundo, que los mercados financieros y las economías de mercado reemplazaron a la economía dirigista y relegan al gobierno a un plano de participación relativamente menor en los asuntos económicos. En tal sentido, los requisitos fundamentales para el desarrollo de un mercado de capitales son la existencia de un entorno macroeconómico favorable para la apertura y el crecimiento económico, dado el fenómeno de la globalización así como la existencia de regulaciones idóneas y flexibles, revisadas constantemente pero sustentadas en reglas de juego perdurables en el tiempo.

Desde este horizonte los principales inversionistas del Mercado de Capitales observan un comportamiento cauteloso, en lo que se refiere a inversiones en pequeñas y medianas empresas. Salvo algunas excepciones, los inversionistas institucionales no se identifican como potenciales inversionistas del sector principalmente porque asocian a las pequeñas y medianas empresas con el sector microempresarial que tiene otras características y problemática.

Dentro de esta perspectiva, hoy día, las pequeñas y medianas empresas juegan un papel importante en el desarrollo de las economías modernas por diferentes razones tales como, son fáciles de establecer, generan empleos, son grandes

empresas en potencia, lo que invita a reflexionar sobre el papel preponderante como motor de desarrollo económico debido a su flexibilidad, capacidad innovadora e incentivo a la sana competencia.

Las pequeñas y medianas empresas, se manejan en un entorno financiero en el cual se exigen requisitos de solvencia, de capital, de rentabilidad y de afianzamiento que les es difícil de llenar, siendo escasas las empresas dentro de este orden que pueden cumplir con ellos. Para tal fin se han diseñado diferentes tipos de estrategias y de políticas en el tiempo, gubernamentales y privadas, que no llenan las expectativas como para que se desarrolle el potencial que para la economía nacional puede significar un mercado altamente generador de empleo, pilar del desarrollo económico por su relación de bajo capital versus puestos de trabajo.

En Panamá, la economía se ha mejorado en los últimos años, a los que podemos señalar son los resultados de un crecimiento del empleo, un subempleo acentuado y salarios reales considerablemente más bajos, todo lo cual ha reducido y debilitado a la clase media del país.

En atención a la problemática desarrollada, la presente investigación, tiene como propósito fundamental presentar una propuesta de modelo para la inserción al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas

panameñas, a fin de permitirle el acceso al financiamiento de mediano y largo plazo a un menor costo, que permita convertirlas en empresas altamente productivas.

Dentro de este marco descrito y según los objetivos propuestos, se plantean las siguientes interrogantes:

¿Qué condiciones favorecen a las PYMES para el éxito con su inserción en el mercado de capitales? y ¿Cuáles instrumentos financieros innovadores favorecerían la inserción de las PYMES al mercado de capitales en Panamá?

En tal sentido es importante diagnosticar y entender la necesidad de un mayor desarrollo competitivo de las pymes, contribuyendo de igual modo en la ocupación de mano de obra para así incrementarla, utilizando materia prima nacional y obteniendo el progreso económico de los sectores.

### **1.3 Justificación**

En los comienzos de este nuevo milenio, se hace evidente, que en este mundo globalizado, lo que marca la diferencia entre las organizaciones deriva tanto de las personas que realizan el trabajo, como, de la definición del trabajo en sí; por lo tanto se encuentran, cada día, más empresas que definen cuidadosamente

las competencias que les son necesarias para ingresar a este mundo de constantes cambios y donde crear ventajas competitivas es indispensable.

Sobran los motivos para justificar el análisis y la reflexión sobre las pequeñas y medianas empresas. Sus problemas de crecimiento, sus exigencias gerenciales, su relación con el entorno que exigen estrategias competitivas particulares.

Es importante diagnosticar y entender la necesidad de un mayor desarrollo competitivo de las pymes, contribuyendo de igual modo en la ocupación de mano de obra para así incrementarla, utilizando materia prima nacional y obteniendo el progreso económico de las regiones.

Durante la búsqueda que justificara el estudio obtuvimos una entrevista con el Superintendente de Mercado de Valores de Panamá, el Licenciado Juan Manuel Martans S. (2009), en donde nos brindó su opinión de la posible incorporación de las empresas pequeñas y medianas al mercado de valores.

“En la Superintendencia del Mercado de valores estamos haciendo ingentes esfuerzos para aumentar la cantidad de empresas que participen en este mercado pero hasta este momento los esfuerzos han sido casi en vano. Son muy pocas las que han acudido al llamado” (s/p).

Cuando le preguntamos cuáles eran las posibles causas de la falta de participación, nos manifestó que:

“No sabemos en realidad porque pocas empresas no acuden a este importante y beneficioso mercado, soy de la opinión de que muchas empresas sobre todo las pequeñas y medianas tienen condiciones para ingresar y convertirse en verdaderas empresas robustas y con futuro” (s/p).

La investigación pretende aportar información y reflexiones que contribuyan a entender posibilidad de promover la inserción de las PYMES en el mercado de capitales como estrategia competitiva en la reactivación financiera de estas empresas, que son una parte clave en la economía panameña, al igual que en otras economías de países latinoamericanos, europeos y asiáticos.

Podría considerarse que las PYMES tengan acceso a nuevas fuentes de financiamiento, más accesible y económicas que las que ofrecen la intermediación bancaria tradicional por su alto costo, basando su promoción y desarrollo directamente en el mercado.

En Panamá se ha investigado sobre las PYMES, pero no se ha incursionado aún en su relación con el Mercado de Capitales, por lo que se considera que este trabajo de investigación se constituiría en un significativo aporte para el desarrollo de la economía panameña, tomando como base las investigaciones sobre este tema realizadas en América Latina, sus experiencias, modificaciones legales, y las limitaciones, que son referencias en las cuales se puede

replicarse en nuestro medio esta opción para el crecimiento de las PYMES, si las adaptamos al ritmo de la economía panameña.

Este estudio resulta de utilidad para comprender la situación de la gestión empresarial de las PYMES, que requiere con urgencia de nuevas estrategias y oportunidades en el mercado panameño, para alcanzar la competitividad. El estudio proveerá de una radiografía actual de las PYMES, en donde describa su acceso al financiamiento a las empresas, además evidenciará si existe conocimiento completo sobre el mercado de capitales, como medio que les permita ampliar y crecer en su actividad.

Este estudio se enmarca hacia las estrategias necesarias para mejorar las condiciones financieras de las PYMES. Esta iniciativa surge de la evidente necesidad de mejorar las estructuras de financiamiento de las empresas panameñas y de la necesidad de diversificar sus fuentes de financiamiento, que les permitan ampliar los plazos y disminuir los riesgos de mercado; y esto se logra en la medida que las empresas accedan a la inserción en el sistema financiero del mercado de capitales.

Los resultados que se obtengan de este estudio aportará y serán de sumo interés a un grupo significativo de actores que intervienen en la sociedad empresarial panameña, en primera instancia, para las pequeñas y medianas

empresas que requieren continuar con un crecimiento favorable a través del acceso al financiamiento, utilizando como fuente de financiamiento viable al mercado de capitales, con los cuales mejorar sus utilidades y rendimientos; y en segunda instancia los inversores nacional o internacional, que se encuentran en búsqueda de nuevos proyectos de inversión.

Durante el periodo de revisión de la literatura no se evidenciaron estudios previos que en concreto formalicen la propuesta de crear un modelo para la inserción de las PYMES al Mercado de Capitales en Panamá, considerando sus condiciones actuales. Los resultados de esta investigación permitirán modificar la actitud de las autoridades en relación al tema y propiciar los ajustar de los requerimientos para la inserción que actualmente tiene el mercado de capitales.

#### **1.4 Objetivos de la Investigación**

A continuación se formulan los objetivos de la investigación los cuales nos llevarán a concretar el estudio:

##### **1.4.1 Objetivo General**

Analizar las condiciones favorables para la inserción de las PYMES de Panamá al mercado de capitales con instrumentos financieros innovadores.

### **1.4.2 Objetivos Específicos**

- Identificar las características de la pequeña y mediana empresa en el área metropolitana de la ciudad de Panamá.
- Describir el conocimiento que tienen las PYMES de la muestra seleccionado sobre el funcionamiento del mercado de capitales en Panamá.
- Examinar los modelos de inserción al mercado de capitales para la pequeña y mediana empresa aplicados en Latinoamérica.
- Describir los instrumentos financieros innovadores para el mercado de capitales de Panamá.
- Analizar la probabilidad de éxito para el financiamiento con la inserción de las PYMES panameñas al Mercado de Capitales.
- Diseñar un modelo de inserción para el acceso al financiamiento a través del mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas panameñas.

### **1.5 Delimitaciones**

Esta Investigación se realizará en la provincia de Panamá, utilizando los corregimientos de Bella Vista, San Francisco, Betania, Pueblo Nuevo y Río

Abajo, en donde se concentran la mayor cantidad de pequeñas y medianas empresas en la república de Panamá.

### **1.5.1 Proyecciones**

Las proyecciones de este trabajo de investigación es lograr que las pymes de estos cinco corregimientos de la Provincia de Panamá, puedan tener la oportunidad de insertarse en el mercado de capitales a través del uso de instrumentos financieros innovadores como una alternativa viable para este sector.

### **1.5.2 Limitaciones**

Nos referimos a limitaciones como aquellas dificultades, inconvenientes o impedimentos en la realización y logro de determinada investigación. La principal limitación que se presenta en el desarrollo de esta investigación es la poca bibliografía que existe en nuestro medio sobre las PYMES y el mercado de capitales, lo que obliga al investigador a obtener información a través de entrevistas a personas relacionadas con el tema y a las empresas objeto de este estudio. Otra limitación está asociada a las pequeñas y medianas empresas que estén disponibles para ofrecer los datos necesarios para desarrollar con éxito esta investigación.

## 1.6 Hipótesis

Son conjeturas o afirmaciones supuestas de la relación entre características, atributos, propiedades o cualidades que definen al problema objeto de estudio. Se les suele simbolizar con la letra H mayúscula. Hernández, R. et al (2008) define hipótesis como proposiciones tentativas acerca de las posibles relaciones entre dos o más variables. Para este estudio que se relacionan con las pequeñas y medianas empresas panameñas se han planteado una hipótesis nula y dos hipótesis de investigación (p.127)

**Ho:** Las pequeñas y medianas empresas de Panamá no tienen condiciones favorables para su inserción al mercado de capitales.

**Hi:** Las pequeñas y medianas empresas de Panamá tienen condiciones favorables para su inserción al mercado de capitales.

**Hii:** Un modelo basado en instrumentos financieros innovadores favorece el éxito de las pequeñas y medianas empresas para insertarse en el mercado de capitales en Panamá.

**CAPÍTULO II**  
**MARCO TEÓRICO**

## **2.1 Caracterización de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES)**

Anzola (2007) señala que las pequeñas y medianas empresas son unidades de negocios tipo familiar, ya que el dueño es el que aporta el capital necesario para las operaciones normales de la empresa. Otra característica mencionada por Anzola en sus textos que es de suma importancia a considerar es que las pymes crecen principalmente a través de la reinversión de utilidades, ya que no cuentan con apoyo técnico-financiero significativo de instituciones privadas ni del gobierno. Es evidente que dentro de la pymes existe un desconocimiento de los programas que actualmente se desarrollan en beneficio del sector, tanto privado como público (p.4).

## **2.2 Importancia de la Pequeña y Mediana Empresa**

En nuestro país la pequeña y mediana empresa ha tomado una importancia alta debido a su crecimiento y desarrollo, es decir que poco a poco esta se convierte en nervio motor de la economía.

De acuerdo a la Autoridad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (2009) más del 90% de las empresas que funcionan en nuestro país están, dentro de la clasificación de micro, pequeña y mediana empresa.

En nuestro país se clasifican las empresas de dos maneras, a través de la cantidad de empleados y a través de las ventas brutas anuales (s/p).

El Ministerio de Trabajo y Desarrollo laboral (MITRADEL) (2006) utiliza la clasificación de las PYMES en base a la cantidad de empleados:

Microempresa	1 a 5 trabajadores
Pequeña	6 a 20 trabajadores
Mediana	21 a 50 trabajadores
Grande	51 y Más

Podemos observar que la clasificación que nos proporciona el Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral, indica que la Microempresa es aquella que mantiene de 1 a 5 trabajadores, la pequeña empresa de 6 a 20 trabajadores, la mediana empresa de 21 a 50 trabajadores y la empresa grande conlleva de 51 y más trabajadores (p.3).

Por otra parte el Ministerio de Comercio e Industria (MICI) (2007) utiliza la siguiente clasificación de las PYMES de acuerdo a las ventas brutas anuales:

Microempresa	B/.1.00 a B/. 150,000.00
Pequeña	B/150,001.00 a B/1,000,000.00
Mediana	B/1,000,001.00 a B/2,500,000.00
Grande	B/2,500,001.00 y Más

Para la micro empresa esta debe facturar de B/. 1.00 a 150,000.00 anuales, la pequeña empresa de B/. 150,001.00 a B/. 1, 000,000.00 anuales, la mediana

empresa de B/. 1, 000,001.00 a B/. 2, 500,000.00 anuales y la empresa grande de B/. 2, 500,001.00 y más. (p. 2)

Ha quedado demostrado de acuerdo a las estadísticas nacionales que el segmento de las PYMES son un gran generador de empleo, el promedio de trabajadores es de 23 personas por empresa.

### **2.3 El Capital Invertido en las PYMES**

Toda empresa desde que se constituye como una sociedad con ánimo de lucro, necesita la financiación para poder acometer su actividad. Existe toda una serie de acciones que demandarán recursos financieros con independencia de que, a efectos de la normativa contable, se distingan conceptos de inversión y gasto corriente que cuentan con un diferente tratamiento.

Zevallos (2006) por un lado para acometer los gastos de establecimiento, derivados del pago de los trámites burocráticos requeridos por la constitución de una nueva empresa y los honorarios de los profesionales implicados en estos procesos, compra de materia prima, productos, pago a proveedores, pago de los nóminas de los trabajadores o de las rentas de los locales donde se lleva a cabo el negocio o de los suministros, etc. Por otro lado, también es requerida

esta financiación para llevar a cabo inversiones propias de la expansión de toda compañía en nuevos proyectos (p.89)

Para MITRADEL (2006) la intensidad de capital en la PYMES demuestra la principal diferencia con otros estratos económicos, a nivel general el capital invertido en el sector PYMES productiva por puesto de trabajo oscila entre US \$ 15,000 y US \$ 25,000 (p.7).

Esta característica es muy importante ya que muchas empresas del sector presentan inconvenientes a la hora de iniciar un negocio, por la falta de nuevas inversiones, lo que les frena su continuo desarrollo.

## **2.4 Ingresos en las PYMES**

En general se consideran los ingresos como un criterio importante para categorizar las pequeñas y medianas empresas, es un indicador que permite diferenciarlas de otros sectores del universo empresarial por el volumen de negocio en el que operan.

Este aspecto es ampliamente desarrollado en la vinculación de las PYMES con el mercado, pero se puede realizar una primera aproximación identificando los

rangos promedio de ventas que diferencian e identifican a las pequeñas y medianas empresas dentro del universo empresarial panameño.

## **2.5 Forma Jurídica**

La conformación de las empresas en Panamá, está muy ligada a los objetivos y al perfil de los empresarios. En general la figura más simple y utilizada es la de empresa persona natural donde el propietario, es quien lleva la gestión personalmente, asume riesgos y es el único responsable respecto a terceros, poniendo en juego todo su patrimonio personal y familiar.

Ross (2007) la creación en Panamá de una nueva legislación (Ley N° 8 de AMPYME y su reglamentación) para fomentar la creación, el desarrollo y el fortalecimiento de la micro, pequeña y mediana empresa, mediante políticas de promoción orientadas a la consolidación, productividad y autosostenibilidad del sector, con la finalidad de generar empleos dignos, mejorar la distribución de la riqueza nacional y reducir los niveles de pobreza. Este tipo de empresa se constituye en forma sencilla y poca costosa; no se requiere de un acta constitutiva formal; está sujeta a pocas regulaciones gubernamentales y los impuestos sobre las ganancias son calculados con base en la tasa de impuestos de personas naturales (pp.5-7).

Los empresarios que tienen como objetivo crecer y compartir riesgos normalmente asumen la figura de sociedad anónima donde existe una mayor separación entre la propiedad y administración y la responsabilidad frente a terceros está restringida al monto de sus aportes o a la cantidad de acciones suscritas.

En este tipo de empresas el accionista sólo tiene un pasivo, correspondiente a su inversión en acciones. Esto significa que cada accionista solo puede perder lo que tiene invertido en la sociedad, no respondiendo con sus haberes personales fuera de la sociedad anónima. El acceso a crédito bancario resulta más sencillo, ya que al estar organizado en una sociedad anónima se proyecta una mayor formalidad.

Muchas empresas al iniciar operaciones lo hacen con la persona natural y en la medida que se posesionan en el mercado se van convirtiendo en persona jurídica. Esta situación está relacionada con el ciclo de vida de las empresas y su consolidación en el mercado. A medida que las empresas crecen los empresarios transforman su estructura societaria en formas jurídicas que les permitan disminuir sus riesgos e incrementar sus beneficios con un mayor grado de formalidad.

Anzola (2006) entre los principales beneficios que se obtienen al transformar una empresa de persona natural a jurídica se pueden mencionar los siguientes en orden de importancia mejora en la gestión de la empresa al contar con una estructura organizacional clara, incremento en sus niveles de ventas al poder trabajar con contratos de ventas formales y acceso a financiamientos en mejores condiciones (p.4).

## **2.6 Madurez de las empresas PYMES**

En relación a la antigüedad de las PYMES, como en todos los negocios, hay empresas que inician y se mantienen en el mercado otras desaparecen, sin embargo se puede observar que muchas empresas se mantienen por años realizando su actividad sin ningún tipo de crecimiento.

Existen un alto número de empresas PYMES que tiene muchos años en el mercado y que califican como potenciales clientes del mercado de capitales y su incorporación dependerá de sus condiciones económicas y administrativas.

## **2.7 Aspectos de gestión en las PYMES**

La diversidad de las pequeña y mediana empresas, sumada a la infinidad de configuraciones empresa sector, impide formular políticas industriales y

comerciales que puedan ser aplicables con cierta extensión geográfica o sectorial. La denominación de PYMES abriga una amplia gama de tipos de empresas con diferentes grados de desarrollo, cualquier política hacia el sector que ignore esto está condenada a una efectividad reducida, como de hecho ha ocurrido, por estar diseñada para una empresa PYMES promedio o típica.

Banham (2010) citado por Mojica (2012), señala que las MIPYMES se enfrentan a desafíos únicos en el entorno empresarial. Para poder sobrevivir, crecer y crear oportunidades de inversión y empleo, deben conocer muy bien su entorno para hacerle frente a las fuerzas predominantes para el cambio. Necesitan adaptar su organización según los avances tecnológicos, a las expectativas de los clientes, a los requisitos de los proveedores, a las normas existentes y al creciente empuje de la competencia (p.30).

### **2.7.1 La presencia de las PYMES en los sectores de actividad económica**

La participación de las PYMES panameñas se ha hecho extensiva a todos los sectores de la economía, abarcando desde transformación de materias primas hasta servicios, ayudando en gran medida a la generación de empleo y contribuyendo de manera importante al Producto Interno Bruto del país.

El sector productivo constituye en este orden, el motor generador del movimiento de la economía panameña. Políticas como ferias libres, la empresa en tu corregimiento, plan de apoyo al exportador, entre otras han contribuido al desarrollo de emprendimientos de pequeña escala, y al mismo tiempo han creado incentivos a la creación de micro, pequeña y mediana empresa y un mercado sostenible para los productores nacionales.

### **2.7.2 Características de las PYMES desde la perspectiva de la intensidad de capital**

Con relación a la intensidad de capital de las PYMES, se observa a través del indicador que relaciona activo de las empresas con número de trabajadores involucrados en la producción, que el capital invertido por puesto de trabajo oscila entre US \$ 5,000 y US \$ 15,000.

Tal como se expresa en los datos anteriores, la intensidad del capital en la PYME demuestra la principal diferencia con respecto a otros estratos económicos. En la micro empresa, el capital promedio invertido por puesto de trabajo está alrededor de US \$ 5,000, mientras que en las PYMES dicho indicador alcanza valores que son hasta casi tres y cuatro veces mayores.

### **2.7.3 Prácticas de Gestión Empresarial**

La gestión empresarial de las PYMES, está muy ligada al estilo gerencial y a la forma societaria de la empresa. Son actividades que van muy ligadas a esta gestión la estructura organizacional, existencia de una definición de funciones y responsabilidades, la existencia de mecanismos de planificación y la existencia de instancias de control de la gestión empresarial.

La estructura administrativa de las empresas, responde en cierta medida al carácter familiar de las PYMES, donde el propietario está altamente involucrado en las tareas de planificación y control así como en los aspectos operativos del negocio. En ese sentido, la estructura organizacional en las PYMES es centralizada y altamente dependiente de las decisiones del gerente-propietario, y los factores de éxito dependerán de ciertas características particulares.

Mojica (2012) en su investigación revela en sus resultados que las MIPYMES panameñas que tienen una posición competitiva mejor que sus competidores y logran mejores resultados son aquellas de tamaño mediano, tienen más experiencia, son maduras, están en el sector que ofrecen mejores posibilidades de éxito (construcción); abastecen primeramente el mercado local (no exportan); sus directivos tienen un nivel educativo superior ( postgrados) y una

percepción positiva del entorno comparada con el año anterior y posterior (pp.116-117).

La planificación supone determinar qué estrategia va a seguir tanto la empresa en general, como cada área de negocios en particular en un plazo determinado de tiempo. Esta planeación fijará los objetivos, guiará a la PYMES en las distintas acciones que se llevarán a cabo y establecerá mecanismos de control para asegurarse de que los recursos se están invirtiendo correctamente.

## **2.8 La Gestión de Financiamiento en las PYMES**

El acceso al financiamiento, ha sido reconocido por muchos estudios como una de las principales limitaciones del desempeño competitivo de las PYMES, principalmente a partir de la percepción de los propios empresarios. Estudios realizados por Ross (Ross: 2006) y Anzola (Anzola: 2006) ratifican los problemas en este ámbito y otorgan nueva información respecto a las necesidades de recursos financieros por parte de este estrato empresarial. (p.135)

Existen diferentes formas de abordar esta problemática según Zaldívar (1992) citado por Ross (2006) se configura con base a las modalidades que se adopten para obtener financiamiento y capital para aumentar capital de trabajo,

adquisición de activos, ampliación de estructuras y para asignarlos dentro de la empresa (p.135).

Bermejo (2003) señala que la imposibilidad de obtener recursos financieros supone una de las barreras, señaladas por muchas personas cuando se les interroga acerca de las dificultades que les frenan para poner en marcha su propio negocio. Este pensamiento tiene una buena parte de lógica por cuanto las fuentes más comunes de obtención de recursos financieros, como son los bancos, están más enfocadas a financiar otro tipo de actividades como la compra de un auto o una casa que por ejemplo, a prestar dinero a un joven que empieza su negocio y carece de garantías (p.90).

Otro de los impedimentos que enfrentan los empresarios de las pymes está relacionado con el otorgamiento de garantías en donde la exigencia de garantías de bienes reales en una relación de 2 a 1. Se observa una imposibilidad por parte de las PYMES en constituir las garantías exigidas por los bancos ya sea por la inexistencia de las mismas o porque el valor de los bienes no alcanza la relación deuda – garantía establecida por las políticas crediticias; complicados y costosos trámites para sanear y registrar activos y propiedades que les dificulta contar con documentos de respaldo de sus bienes; rigidez de parte del sistema financiero en relación a aceptar otro tipo de garantías diferentes a las reales.

En general existe consenso en el empresariado pymes en relación a que el sistema financiero formal, constituido principalmente por la banca privada no ha sido capaz de desarrollar servicios que aproximen a las demandas y necesidades particulares del sector.

Según la visión de los empresarios PYMES, la rigidez y el mantenimiento de las políticas y condiciones de crédito (montos bajos, plazos reducidos y tasas altas) no responden a sus necesidades.

## **2.9 El Mercado de Capitales**

El Mercado de Capitales, es el lugar físico donde concurren tanto la oferta como la demanda de productos financieros, está conformado por una serie de participantes que, compra y vende acciones e instrumentos de crédito con la finalidad de ofrecer una gama de productos financieros que promuevan el ahorro interno y fuentes de capital para las empresas.

Martin (2010) hace referencia que el mercado de capitales está integrado por aquellos instrumentos que tienen vencimiento mayor a un año. Es el mercado cuya característica primordial es el largo plazo de los instrumentos negociados, que principalmente son los bonos y las acciones (p.10).

Grinblatt y Sheridan (2003) destacan que la decisión de los inversionistas individuales y de las empresas se liga íntimamente para crecer y prosperar en virtud de sabias inversiones en fábricas, maquinaria, campañas publicitarias, y así sucesivamente. Por ello, la mayoría de las empresas requieren el acceso a los mercados de capitales. Los mercados de capitales son el ámbito en que las empresas y otras instituciones que requieren fondos para financiar sus operaciones vienen junto con individuos para conseguir dinero e invertir (p.4).

Grinblatt y Sheridan (2003) también señalan que los mercados de capitales han crecido en complejidad e importancia en los últimos 25 años. Consecuentemente, el nivel de la sofisticación requeridos por los directores financieros de las empresas también ha crecido sostienen.

La realidad demuestra que en casi todos los países ha sido de la misma manera, dado que las empresas cada vez más requieren de fondos para invertir y crecer. El incremento de las utilidades cada vez se hace más importante para los inversionistas que exigen aumento en las mismas.

### **2.9.1 El Sistema Financiero**

El sistema financiero es el conjunto de intermediarios, mercados e instrumentos que enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto, es decir que transfieren

renta desde unidades excedentes hacia las unidades deficitarias. Nieto (2003) lo concibe como el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, así como los canales e instrumentos jurídicos, económicos y, humanos, materiales, y técnicos a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas (p.77).

Un mercado financiero señala Ross (2007) que al igual que otro mercado, es solamente una forma de conjuntar compradores y vendedores. En los mercados financieros, son las deudas y los valores de capital lo que se compra y se vende. Sin embargo, los mercados financieros difieren en detalles. Las diferencias más importantes se refieren a los tipos de valores que se negocian, a la manera como se realizan las negociaciones, y a los compradores y vendedores (p.18)

Tola (1994) explica que en primer lugar debe entenderse que el sistema financiero panameño está conformado por instituciones que realizan intermediación financiera indirecta (banca comercial, compañías de seguros, financieras) y directa (mercado de valores), operando esta última en dos mercados que veremos más adelante (p.49).

Por mercados financieros entendemos el conjunto de canales de interrelación entre oferta y demanda de fondos, aquí podemos distinguir atendiendo al plazo

entre los mercados monetarios y de capital, en los primeros se ofertan y demandan fondos a corto plazo y en los segundos a mediano y largo plazo (p.50).

### **2.9.2 Mercado monetario es el referido a los capitales de corto plazo**

Randall (2012) publicó que hasta que afloraron los problemas durante la crisis financiera mundial, se daba por sentado que los mercados monetarios o mercados de dinero eran segmentos del sistema financiero poco complejos y de baja volatilidad. Los mercados monetarios proveen a quienes tienen fondos bancos, gestores de capital e inversionistas minoristas un medio para efectuar inversiones seguras y líquidas a corto plazo y ofrecen a los prestatarios bancos, operadores bursátiles, fondos de inversión libre y empresas no financieras acceso a dinero de bajo costo. El término mercado monetario abarca varios tipos de mercados, que difieren según las necesidades de prestamistas y prestatarios. Una de las consecuencias de la crisis financiera ha sido que se centre la atención en las diferencias entre los diversos segmentos de estos mercados, porque algunos resultaron ser frágiles, mientras que otros mostraron buena capacidad de resistencia (p.46).

Se denomina mercado de capitales, a aquel en que se efectúa toda clase de inversiones o transacciones relativas a capitales o activos financieros,

cualesquiera sean su naturaleza, características o condiciones. Por consiguiente, a él concurren ofertantes y demandantes de capitales de corto, mediano y largo plazo e inclusive de plazo indeterminado. El mercado de capitales es el mercado en el que las sumas ahorradas se concentran y se canalizan hacia empleos donde permanecen inmovilizados durante un largo período. Dicho mercado puede subdividirse en mercado crediticio y mercado de valores.

El primero es un mercado entre entidades de crédito e inversores, en el que aquellos utilizan los recursos depositados por particulares y empresas. Es un mercado de negociación directa, cerrada al público y con una posición privilegiada de una de las partes.

En el mercado de valores, también denominado mercado de capitales en sentido estricto, los fondos prestados se documentan en valores, apelándose al ahorro público, a los particulares y empresas en general, ofreciéndoles una rentabilidad para canalizar tales fondos hacia inversiones productivas.

El mercado crediticio y el mercado de valores, se distinguen por los sujetos. Así, en el mercado crediticio pueden obtener fondos los consumidores mientras que en el mercado de valores sólo son receptores de fondos las empresas y el Estado. Por otra en el primero de estos mercados los intermediarios financieros

obtienen un margen o beneficio al dar a crédito lo que reciben a crédito, mientras que en el mercado de valores, no hay margen, sino comisión.

En cuanto al objeto, en el mercado crediticio sólo se contrata capital deuda, mientras que en el de valores también se contrata capital de riesgo (acciones). Por último, por la forma, el primero es un mercado fundamentalmente negociado mientras que el de valores es un mercado fundamentalmente organizado, aunque en parte sea negociado pues la colocación de las emisiones puede negociarse, y en parte no negociado, ya que existe un mercado extrabursátil.

Hay que tener en cuenta sostiene Payet (1999) que en el mercado de capitales siempre se producen traslapes en virtud de que una determinada transacción, por estar referidas a capitales de corto plazo, pertenece al ámbito del mercado monetario, pero adicionalmente pertenece al mercado de capitales incorporados o representados en títulos valores. El mercado de valores es un mercado especializado que forma parte del mercado de capitales, en el que se realizan operaciones de carácter monetario o financiero expresados en valores, fuente de financiamiento para la producción de bienes y servicios. El mercado de valores es el mercado en el que estos están instrumentados en forma de valores. Precisamente, esta característica es la que ha hecho florecer estos mercados (p.93).

En efecto, la incorporación del derecho de crédito a un título negociable es lo que ha permitido la acumulación de grandes capitales y con ello el desarrollo económico, esta creciente importancia de los valores es la que ha hecho aparecer y desarrollar el mercado de valores.

En el mercado de valores, se realizan transacciones cuyo objetivo es canalizar los ahorros internos y externos para su inversión en actividades productivas, poniéndolos a disposición de aquellos que buscan financiamiento, especialmente, pero no exclusivamente a mediano o largo plazo, o a plazo indeterminado. A dicho mercado concurren entonces ciertos bienes, los llamados valores mobiliarios.

## **2.10 Mercados Primarios de Emisión**

Los mercados primarios de emisión, podemos definirlo como el mercado en el que los demandantes requieren nueva financiación ya sea a través de la emisión de valores de capital de deuda o a través de valores de capital de riesgo. En el primer caso se acude a capital ajeno con la obligación por parte del prestatario de reintegrarlo en un plazo determinado y retribuirlo mientras tanto con el pago de un interés fijo. En el segundo caso lo que hay es un capital propio sin que quepa hablar de amortización, siendo la retribución variable y dependiente del resultado del emisor.

Comprende la emisión y colocación de los valores mobiliarios, en consecuencia, el volumen de las operaciones que se realizan en él, permite apreciar el flujo de recursos financieros o de capital canalizados hacia las actividades productivas a través del mercado de valores o, dicho en otros términos, el grado de captación de ahorros mediante los mecanismos del citado mercado.

Martin (2010) enfatiza que el mercado primario es donde se venden públicamente nuevas emisiones de valores. El dinero obtenido por la venta de los títulos sirve para financiar al emisor que puede ser una empresa o el Estado. Esta colocación inicial de valores suele realizarse a un precio determinado por medio de Oferta Pública de Venta (p.3).

El mercado primario, es una alternativa que las empresas pueden utilizar para lograr la autofinanciación mediante la emisión de acciones, pero también ofrece la posibilidad de obtener crédito a través de la emisión de obligaciones y otros títulos.

En el mercado primario se comercializan título valores de primera emisión que son ofertados por las empresas con la finalidad de obtener recursos frescos, ya sea para la constitución de nuevas empresas o para inyectar nuevo a las empresas en marcha.

### **2.10.1 La emisión**

Chuliá (1995) define que cada conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito incluida la obtención sistemática de financiación, por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones (P. 525).

No obstante la homogeneidad de un conjunto de valores, no se verá afectada por la eventual existencia de diferencias entre ellos en lo relativo a su importe unitario, fechas de puesta en circulación, de entrega de material o de fijación de precios, procedimientos de colocación, incluida la existencia de tramos o bloques destinados a categorías específicas de inversores, o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesoria.

### **2.10.2 Ofertas públicas de ventas de valores**

Mateu Gordon (s/f) indicó que una Oferta Pública de Venta de acciones (OPV) es una operación financiera que se realiza con el fin de vender una parte o la totalidad del capital social de una empresa al público en general o a inversores institucionales (p.1).

Las ofertas públicas de ventas de valores tendrán la consideración de oferta pública de venta de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, el ofrecimiento público, por cuenta propia o de terceros, cualquiera que sea el procedimiento, siempre que concurra alguno de los supuestos.

Las ofertas públicas de valores requieren previa inscripción de los mismos en el registro, salvo cuando se trate de valores emitidos por la Bolsa de Valores y el gobierno central. En las ofertas públicas de valores, es obligatoria la intervención de un agente de intermediación. Es oferta pública primaria de valores, la oferta de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas.

### **2.10.3 Mercado secundario**

Martin (2010) señala que el mercado secundario o de transacciones es aquel que comprende las negociaciones y transferencias de valores y colocados previamente en el mercado primario. La negociación en Bolsa y en los demás mecanismos centralizados constituye por excelencia un mercado secundario (p.9).

Es donde se ejecutan las transferencias de títulos y valores que han sido previamente colocadas en el mercado primario dando liquidez, seguridad, rentabilidad a los inversionistas y o permitiéndoles revertir sus decisiones de compra y venta.

Es pues un mercado de realización sin cuya existencia sería difícil la del mercado primario, pues difícilmente se suscribirían las emisiones de activos financieros si no existiese la posibilidad de liquidar la inversión transmitiéndolos. Proporciona por tanto liquidez a las inversiones, pero sin afectar directamente a la financiación de las mismas.

Ahora bien, tampoco podemos considerar que los mercados secundarios tengan un papel pasivo. Existe por el contrario una cierta interrelación entre mercados primarios y secundarios. Además del efecto liquidez existen otras interacciones. Así, los acontecimientos del mercado secundario, determinan las bases y condiciones de las emisiones a través de la negociación de los derechos preferentes de suscripción.

La negociación posterior de los títulos, es decir el intercambio de los valores previamente emitidos y colocados; en otras palabras, es el nivel en el cual se realizan las transacciones relativas a los papeles que ya están en circulación. Por consiguiente, en el nivel secundario se efectúan transacciones que

implican simples transferencias de activos financieros ya existentes y, por lo tanto, el volumen de tales operaciones refleja el grado de liquidez del mercado de valores.

Se deduce que el mercado primario y secundario son recíprocamente complementarios y deben coexistir, es decir, sin la posibilidad de poder transferir el valor adquirido en primera colocación y sin que consecuentemente sea factible la liquidez que pudiera requerirse en un momento dado, contando sólo con la alternativa de disfrutar de una renta o esperar el vencimiento del papel, el atractivo de adquirir valores mobiliarios en primera colocación disminuiría ostensiblemente.

#### **2.10.4 Mercados Paralelos**

Como veremos los mercados secundarios de valores pueden ser oficiales o no oficiales, en el primer caso estamos ante mercados bursátiles y en el segundo caso ante mercados paralelos.

Si bien la bolsa surge como una necesidad de los comerciantes, su posterior desarrollo hace necesaria una serie de mecanismos técnicos u jurídicos para rodearla de una mayor seguridad jurídica y económica. Toda esta oficialización comporta una serie de trabas y requisitos que se intentan evitar con la creación

de nuevos mercados, generalmente próximos a la bolsa, pero muchos más accesibles. A este tipo de mercados, que carecen de transparencia oficial, se les denomina mercados paralelos.

Estos mercados pueden surgir incluso dentro de la propia bolsa como de hecho ocurre en los mercados regulados. Son entonces fundamentalmente mercados de aclimatación en los que se exige para su admisión requisitos menos rigurosos que en el mercado oficial para transcurrido un cierto tiempo, poder cumplir con las exigencias de acceso al primer mercado.

Surgen también estos mercados como vías alternativas de financiación para la pequeña y mediana empresa excesivamente dependiente del crédito bancario, y que suele financiar inversiones a medio y largo plazo con créditos a corto, todo lo cual conduce a una excesiva carestía de los medios de financiación.

Con la existencia de estos mercados paralelos se hace más factible la consecución de recursos a largo plazo o de capital propia mediante emisiones de valores que podrían ser fácilmente transmitidos a estos mercados secundarios.

### **2.10.5 El mercado bursátil**

Desde épocas antiguas se demostró la importancia de ahorrar para obtener intereses a cambio de surtir de capital para la actividad productiva. Esta premisa es clave para entender el rol de los mercados de valores en las economías modernas, pues permite obtener crédito a las unidades productivas del sector real, de tal manera que la tasa de interés es menor para la empresa en relación a las fuentes tradicionales de financiamiento como bancos o cooperativas de ahorro y crédito, logrando un apalancamiento propicio para su actividad y el rendimiento de la inversión mejor para el inversionista o ahorrista en relación a otras alternativas de colocación de capital. En resumidas cuentas se adaptan a las necesidades de financiamiento de las empresas y sus posibilidades de pago a tasas de interés que son mayores respecto de la tasa pasiva y menores que la tasa activa a plazos más prolongados que las que ofrece el sistema financiero tradicional. Los inversionistas a su vez, asesorados por las casa de valores, luego de un análisis exhaustivo del emisor y el valor que ofrece con la información suficiente, toma la decisión y la casa de valores procede a adquirir el título que más se adapte a sus expectativas de inversión y asumen completamente el riesgo por la decisión tomada. La bolsa, se constituye en una primera aproximación al mercado de valores, con los caracteres de oficial, organizado y abierto. Por un lado, es más restringido que el mercado de valores, por cuanto no abarca todo el mercado primario y parte

del mercado secundario queda fuera de la bolsa (Ministerio de industria y productividad, p. 58).

Pero por otro lado es más amplio ya que el mercado bursátil, se extiende a zonas limítrofes del mercado de dinero, como ocurre con la negociación de letras de cambio y pagarés. Además, el sistema de crédito en operaciones de contado conecta el mercado de dinero y el bursátil.

El mercado clasificado en bursátil y extra bursátil, de acuerdo a que las transacciones relativas a los valores mobiliarios se ejecuten en el recinto de la bolsa y en rueda, o se lleven a término fuera de la bolsa o en sus instalaciones, pero en este caso no utilizando los mecanismos de la rueda, sino los llamados mercados extra bursátiles centralizados u organizados, es decir la mesa de negociación y la mesa de productos. Es donde se realiza operaciones de compra venta de valores emitidos anteriormente, siendo la bolsa de valores la institución que centraliza dichas operaciones.

Elementos del mercado bursátil son subjetivos, aquí se encuentran los particulares, empresas, entidades financieras y los inversores institucionales (sociedades y fondos de inversión, compañías de seguros). Por otro lado están los emisores que son fundamentalmente grandes empresas y el estado, y por último los intermediarios y los agentes de intermediación. Los elementos

objetivos son los centros de contratación y los valores objeto de negociación. Los elementos formales están constituidos por los procedimientos formas y normas de relación entre los elementos anteriores.

### **2.11 Diagnóstico del Mercado de Valores de Panamá**

El mercado de valores panameño experimentó durante la última década un notable desarrollo, producto del éxito alcanzado en la aplicación de las reformas estructurales que orientaron a la economía panameña hacia su integración al mundo globalizado que impulsa el libre flujo de bienes y servicios.

Factores que contribuyeron a este desarrollo fueron la consecución de la estabilidad macroeconómica y el entorno a la senda del crecimiento sostenido, la liberalización de los mercados de capitales, el trato equitativo a los inversionistas nacionales y extranjeros, y a la promulgación de normas legales y tributarias adecuadas para el desarrollo del mercado en un contexto de transparencia y modernidad.

### **2.12 Introducción al Mercado de Capitales panameño en cifras**

En los últimos años se ha observado un importante uso del mercado de capitales o mercado de valores como una fuente de financiamiento empresarial,

aunque sin llegar a los niveles alcanzados por los principales mercados de la región. Así tenemos que la oferta pública primaria del sector privado creció en 41% en los últimos siete años, llegando a superar los 1,351 millones de dólares en 2007.

En su primer año de operación la Bolsa de Valores de Panamá (2008) negoció 3 millones de dólares, y en el año que cerró en diciembre del 2007, se ha superado la cifra de US \$ 2,284 millones de dólares (P.3)

Todo esto nos indica que la actividad bursátil en nuestro país ha tenido muy buena acogida y las estadísticas así lo muestran. Estos mayores montos inscritos fueron a su vez acompañados por un aumento del número de agentes económicos que optaron por acceder al mercado de valores para el financiamiento de sus actividades productivas sobre todo a través de la emisión de bonos corporativos cuando se trata de empresas no financieras y de bonos de arrendamiento financiero y subordinados en el caso de instituciones financieras.

La Bolsa de Valores de Panamá (2008) indicó que se puede observar que han accedido al mercado de valores en los últimos años una serie de empresas pertenecientes a diversos sectores de la actividad económica del país, tales como energía (Electra Noreste, Bahía Las Minas Corp., Empresa Generadora

Eléctrica La Fortuna), Alimentos y bebidas (H. Tzanetatos Inc., Sociedad de Alimentos de Primera, S.A., Empresas Tagaropulos, S.A.), Petróleo (Petróleos Delta, S.A.), Bancos (Banco Continental, Banistmo, Banco Delta, Global Bank, Banco General, HSBC), Compañías Constructoras (Altos de Vista Mares, Sociedad Urbanizadora del Caribe, Desarrollo Inmobiliario del Este, Fideicomiso del Corredor Sur); entre otras, realizando emisiones de instrumentos por el orden de los US \$ 3,489,358 millones de dólares (p.3).

Todas las empresas antes mencionadas son consideradas grandes empresas por su condición financiera, incluso alguna pertenecen a corporaciones nacional o internacional.

CEPAL (2011) analiza que estas características exigen esfuerzos materiales y humanos significativos que dificultan el acceso de las PYMES. Como telón de fondo se despliega la falta de sistemas financieros consolidados en la mayoría de los países de la región, una baja intermediación y reducidos niveles de acceso al crédito para las empresas de menor tamaño (p.30)

Como bien señala la CEPAL las condiciones para que se favorezca el acceso de las PYMES al mercado de Capitales deberá ser revisado creando una nueva propuesta de estrategia, para darle la oportunidad al % de las empresas que hoy conforma el mercado en Panamá.

### **2.13 Acceso de las PYMES al mercado de capitales**

Los inversionistas institucionales locales mantienen un comportamiento cauteloso, siendo reacios a invertir en instrumentos de baja calidad de riesgo. La situación económica y política por la que actualmente atraviesa el país, así como la alta sensibilidad de los precios y tasas del mercado a los movimientos que se presentan en el contexto internacional, hace suponer justificadamente que este comportamiento cauteloso que se expresa en una demanda selectiva por valores se mantenga por un tiempo adicional, la falta de conocimiento amplio del mercado, como esperar a que el mercado cuente con claras señales de que la situación en efecto ha mejorado y ello se vea reflejado en sus percepciones.

Stiglitz 2006 citado por Díaz (2013) resume que los países no pueden crecer sin capital. Los mercados contribuyen a repartir los recursos, garantizando que se distribuyan, lo cual es especialmente importante cuando son escasos. Cada país debe saber, en cada momento, cuál es la combinación adecuada de Estado y mercado (p.35)

Una limitación directa a la incursión de las pequeñas y medianas empresas es sin duda la cantidad de emisión que colocaría que de acuerdo a sus características que sería por debajo de los US \$ 5 millones de dólares. En

principio, si se tomara como parámetro para categorizar a la pequeña empresa un volumen de activos inferior a US \$ 1,0 millón, estas quedarían descartadas para una incursión directa en el mercado.

En cuanto a la mediana empresa, considerando como parámetro un volumen de activos inferior a US \$ 2.5 millones de dólares, se tiene como resultado que las empresas podrían emitir bonos corporativos por un monto máximo de US \$ 2.5 millones. Aún cuando se considerara que aunque difícilmente se podrían llegar a colocar montos de emisión entre US \$ 1.0 Millón y US \$ 2.5 millones, no hay que olvidar que estas medianas empresas se caracterizan por tener asociado un nivel de riesgo elevado.

Ello indicaría pocas probabilidades de colocación para dichos valores en el mercado, debido a la existencia de una demanda selectiva (gap de riesgo); y por tanto, tampoco cabría esperar grandes posibilidades de éxito en la incursión directa de la mediana empresa en el mercado de valores.

Adicionalmente, es importante señalar que la experiencia internacional no ha mostrado resultados positivos en cuanto a normas orientadas a reducir los costos de transacción mediante la flexibilización de requerimientos de inscripción o registro de valores emitidos por oferta pública primaria.

En el caso de los emisores, en Argentina la Bolsa de Valores de Argentina (2009) señaló que la obligación de informar, la falta de cultura de mercado y los costos asociados a la emisión y cotización de los valores, son todos los factores que desalientan su participación en el mercado (p.5)

Sin embargo esto no ha sido motivo para que las PYMES en Argentina no vean la posibilidad de participar en dicho mercado conociendo las ventajas que el mismo les ofrece.

#### **2.14 Instrumentos financieros innovadores para las PYMES**

Los instrumentos financieros innovadores se denominan a aquellos que permiten el acceso de las empresas pequeñas y medianas puedan participar en el mercado de capitales con una mayor flexibilidad y operabilidad.

Estos instrumentos financieros innovadores ya han sido probados con éxito en países suramericanos, de los que podemos mencionar el sistema de cotización de cheques diferidos o posfechados, emisión de obligaciones negociables o los llamados valores comerciales negociables, fideicomisos financieros, aperturas de capital social al público inversor, pagarés en mesa de negociación y pagarés bursátiles, letras de cambios y letras del Tesoro. También existen los bonos en

diversas connotaciones o formas de negociación para inversiones públicas a pequeña escala.

Además existe el tipo de las acciones, al respecto Longenecker (2010) describe que cuando una pequeña empresa emprende la venta de sus acciones al público, queda sujeta a una mayor regulación gubernamental, que se incrementó de forma impresionante después de la ola de escándalos desatada por empresas de propiedad pública, como Enron y Tyco WorldCom (p. 320).

En relación a los cheques de pago diferido se pueden negociar en la Bolsa de Valores y permiten al beneficiario levantar fondos en forma económica y ágil. Otra forma de financiar a las PYMES a través del mercado de valores es con la emisión de obligaciones negociables, que son bonos privados que representan valores de deuda de la sociedad anónima y/o cooperativa que los emite. Las obligaciones negociables pueden ser colocadas entre el público inversor mediante su cotización y negociación en bolsa.

El fideicomiso financiero es una herramienta mediante la cual las PYMES, en forma individual o conjunta, pueden obtener fondos, separando determinados activos (reales o financieros) de su patrimonio y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria.

El capital social al público inversor es otro instrumento que se define al momento de la constitución de una sociedad, mediante el cual los socios realizan aportes para conformar el capital social, que en caso de las sociedades anónimas se representa en acciones.

Díaz (2013) acotó que es necesario defender los intereses del público que pondrá su dinero para financiar los proyectos. Por ello, necesitará que las autoridades encargadas, la superintendencia de banca y seguros o la superintendencia del mercado de valores implementen algún tipo de regulación. Para esto se pueden tomar los modelos y fórmulas que se vienen aplicando en otros países, donde este mercado está más desarrollado y funciona adecuadamente. Sabemos que normalmente estos negocios viven de su capital o acuden a los bancos, pero hay una brecha muy grande de acceso al mercado de capitales (p. s/n).

El Banco Interamericano de Desarrollo (2002) comentó que la revisión de los instrumentos, del tamaño del mercado y de las características de la oferta permite concluir que los instrumentos disponibles a las PYMES se limitan al crédito tradicional a corto plazo y esto dificulta su inversión de largo plazo en activos fijos (p.30)

**CAPÍTULO III**  
**MARCO METODOLÓGICO**

Esta propuesta fue desarrollada en el área metropolitana dada la concentración de las PYMES en dicho lugar, el método de investigación cuantitativa, realizando un análisis de la situación actual de las pequeñas y medianas empresas y sus actuales formas de financiamiento y comparando con su desarrollo con respecto a periodos pasados, al igual que indagando cómo están funcionando en otros países a fin de tomar los logros en aquellos y así poder proponer en el nuestro.

Así mismo, utilizando la entrevista abordamos a los empresarios de las PYMES y consultamos sobre el conocimiento de los empresarios sobre el mercado de capitales y de los instrumentos financieros utilizados para obtener financiamiento para sus negocios. La investigación se desarrolla en varias fases: en una primera instancia se analiza la información de fuentes secundarias, estadísticas oficiales, investigaciones previas y, en otra fase, a través de encuestas a empresarios de las PYMES.

### **3.1 Tipo de investigación**

La metodología utilizada fue descriptiva y correlacional, dado que se buscó hacer una descripción de las empresas y correlacionar las conductas de las PYMES frente a los requerimientos de financiamientos basados con el sector

convencional de la banca y el mercado de capitales con el propósito de generar su éxito.

Hernández, R. et al. (2008) explica que los estudios descriptivos únicamente pretenden medir o recoger información de manera independiente o conjunta sobre los conceptos o las variables a las que se refiere, esto es, su objetivo no es indicar como se relaciona las variables medidas. Mientras que son útiles para mostrar con precisión los ángulos o dimensiones de un fenómeno, suceso, comunidad, contexto o situación. Los estudios correlacionales pretenden responder a preguntas de investigación, asocia variables mediante un patrón predecible para un grupo o población (pp. 102-104).

Esta es una investigación de tipo no experimental, dado que no se manipula ninguna variable, sino que se obtuvo la información de datos naturalmente en las empresas que operan en la ciudad capital en los corregimientos de Bella Vista, Betania, San Francisco, Pueblo Nuevo y Rio Abajo. Los resultados permitirán formular una propuesta como estrategia para la inserción de las pymes al mercado de capitales de la República de Panamá.

## **3.2 Fuentes de información**

A continuación se describen las fuentes que se utilizaron para la realización del estudio. Las fuentes son de característica primarias y secundarias.

### **3.2.1 Fuentes Primarias**

La información primaria fue aportada por la encuesta a las empresas pequeñas y medianas seleccionadas al azar de la población empresarial de la ciudad de Panamá, específicamente de los corregimientos de Bella Vista, Betania, Pueblo Nuevo, San Francisco y Río Abajo. Entrevistas a propietarios de las pequeñas y medianas empresas objeto de esta investigación.

Recolección de información a través de entrevistas a las organizaciones de pequeñas y medianas empresas como UNPYME, AMPYME, Cámara de Comercio, Ministerio de Comercio e Industria, Contraloría y Ministerio de Economía y Finanzas.

### **3.2.2 Fuentes Secundarias**

Las fuentes secundarias están compuestas por la información documental y estadística proporcionada por la Superintendencia del Mercado de Valores, La Bolsa de Valores de Panamá, las referencias ubicadas en las bibliotecas de las universidades: Universidad de Panamá, Universidad Interamericana, Universidad Latina y la Universidad latinoamericana de Ciencia y Tecnología. Además se revisó la Constitución Nacional de la República y las leyes relacionadas con la investigación, libros y artículos científicos de las bases de datos de Proquest, Ebsco, entre otros.

### **3.2.3. Sujetos**

Este estudio se circunscribe en un solo tipo de sujeto que fue el objeto de la unidad de análisis que se presentará en el capítulo posterior.

#### **3.2.3.1 Población**

Selltiz et al., (1980) citado por Hernández, R. et al. (2008) define que una población es el conjunto de todos los casos que concuerdan con una serie de especificaciones (p. 238).

En la investigación de datos la población es el universo de los sujetos a investigar y está compuesta para este caso por las pequeñas y medianas empresas de la Ciudad de Panamá, de los que elegimos aquellas, de acuerdo a la caracterización de las PYMES objeto de estudio, que se encuentran en 5 corregimientos seleccionados por el investigador.

### **3.2.3.2 Muestra**

Hernández, R. et al. (2008) para el proceso cuantitativo la muestra es un subgrupo de la población de interés del cual se recolectan los datos y debe ser representativa de dicha población. El investigador pretende que los resultados encontrados en la muestra logren generalizarse o extrapolarse a la población. El interés es que la muestra sea estadísticamente representativa (p. 236-237).

La muestra se escogió de manera probabilística. Para obtener el tamaño de la muestra, se utilizó una fórmula para la población finita, es decir población conocida, la cual se señala a continuación:

$N$  = tamaño de la población de 133 empresas

$\bar{Y}$  = Valor promedio de una variable = 1 un gerente por empresa.

$Se$  = error estándar = 0.015, determinado por nosotros.

$V^2$ = Varianza de la población al cuadrado su definición  $se^2$ : cuadrado del error estándar.

$\bar{s}^2$ : Varianza de la muestra expresada como la probabilidad de ocurrencia de Y

$$P = 0.9$$

$n'$  = tamaño de la muestra sin ajustar

$n$  = tamaño de la muestra.

Si lo sustituimos, tenemos que:

$$n' = s^2 / v^2$$

$$s^2 = p(1-p) = 0.9(1-0.9) = 0.09$$

$$V^2 = (0.015)^2 = 0.000225$$

$$n' = 0.09 / 0.000225 = 400$$

$$\frac{n'}{1 + \frac{n'}{N}}$$

$$n = \frac{400}{1 + \frac{400}{133}} = 100$$

Es decir, para nuestra investigación utilizamos una muestra de 100 gerentes de PYMES.

### **3.2.3.3 Tipo de muestreo**

El tipo de muestreo es aleatorio simple, en donde elegimos a cada empresa al azar, a partir de una lista de empresas que fue obtenida en la Cámara de Comercio e Industrias de Panamá, la Unión Nacional de Pequeñas y Medianas Empresas y la Contraloría General de la República, que se ubicaban en los cinco corregimientos de mayor densidad comercial.

### **3.3 Variables**

Hernández, R. et al. (2008) define que una variable es una propiedad que puede fluctuar y cuya variación es susceptible de medirse u observarse. Las variables obtienen valor para la investigación científica cuando llegan a relacionarse con otras variables, es decir, si forman parte de una hipótesis o una teoría. Al formular una hipótesis, es indispensable definir los términos o variables que están siendo incluidas en ella. Es por ello que se define en forma conceptual y operacional las variables que son utilizadas en esta investigación. (pp. 123-124).

Para este estudio de las PYMES las variables son:

- Variable independiente: Mercado de Capitales
- Variable dependiente: Éxito en el financiamiento con la inserción

### 3.3.1 Definición Conceptual de las Variables

En esta sección pasaremos a explicar las definiciones conceptuales de la variable independiente y la variable dependiente de este estudio, basado en la referencia consultada del metodólogo Hernández, quien al respecto se apoya en Kerlinger (2002), Rojas (2001) y Reynolds (1986) en su texto Metodología de la Investigación (2008), todos concordaron que una definición conceptual trata a la variable con definiciones de diccionarios o de libros especializados y cuando describen la esencia o las características de una variable objeto o fenómeno se les denomina definiciones reales (p. 145).

#### 3.3.1.1 Variable Independiente

La variable independiente **Mercado de Capitales** se define conceptualmente por el diccionario de la Real Academia de Lengua Española (2012) como una combinación de dos términos, a saber, Mercado (Del lat. *mercātus*), sitio público destinado permanentemente, o en días señalados, para vender, comprar o permutar bienes o servicios. Conjunto de operaciones comerciales que afectan a un determinado sector de bienes. Estado y evolución de la oferta y la demanda en un sector económico dado. En el término Capital (Del lat. *capitālis*), es el conjunto de dinero y bienes materiales aportados por los socios a una

empresa. Valor de lo que, de manera periódica o accidental, rinde u ocasiona rentas, intereses o frutos (p. s/n).

Martin (2010) hace referencia que el mercado de capitales está integrado por aquellos instrumentos que tienen vencimiento mayor a un año. Es el mercado cuya característica primordial es el largo plazo de los instrumentos negociados, que principalmente son los bonos y las acciones (p. 10)

Block, S. y Hirt, G. (2001) Define Mercado de Capitales como los mercados competitivos para títulos de capital o título de deuda con vencimiento superior a un año. Los mejores ejemplos de los títulos de mercados de capitales son las acciones comunes, los bonos y las acciones preferenciales (p.674).

Por lo tanto la variable independiente son los mercados de capital en donde concurren tanto la oferta como la demanda de instrumentos financieros para su compra-venta.

### **3.3.1.2 Variable dependiente**

La variable dependiente de este estudio es **éxito en el financiamiento con la inserción**. El éxito se expresa según el Diccionario de la lengua española (2012) como el resultado feliz de un negocio, actuación, buena acogida que

tiene algo o alguien (p. s/n). El diccionario de la Real Academia de Lengua Española (2012) define el concepto de financiamiento (Del fr. *financer*). Acción o efecto de financiar, aportar el dinero necesario para una empresa (p. s/n). El financiamiento son los recursos líquidos o medios de pagos a disposición de una unidad económica para hacer frente a sus necesidades monetarias. Las inversiones son aquellas cantidades de dinero que se utilizan para iniciar un negocio o para capital de trabajo en las empresas (p. s/n).

AMPYME (2006) define que las pequeñas empresas son entes económicos que por su características no deben tener más de 20 empleados ni menos de 6 y su facturación anual debe estar entre los \$150,000 a \$1,000,000 de dólares anuales (p. 4).

Grinblatt, et al. (2003) menciona que las familias, las firmas, los intermediarios financieros y el gobierno desempeñan un papel en el sistema financiero de cada economía desarrollada. Los intermediarios financieros son instituciones tales como bancos, que recolectan los ahorros de individuos y corporaciones y los canalizan para las formas que utilizan el dinero para financiar sus inversiones en naves, equipos, investigación y desarrollo, y así sucesivamente (p.4).

Luego de definir conceptualmente las variables pasamos a desarrollar ambas variables que se analizan en el estudio operacionalmente.

### **3.3.2 Definición operacional de las variables**

Reynolds, 1986 citado por Hernández, R. et al. (2008) explica que una definición operacional se constituye como el conjunto de procedimientos que describe las actividades que un observador debe realizar para recibir las impresiones sensoriales las cuales indican la esencia de un concepto teórico en mayor o menor grado. Mientras que Hernández la especifica como todas las actividades u operaciones que deben realizarse para medir una variable (p. 146).

#### **3.3.2.1 Variable independiente**

La variable independiente el **Mercado de Capital** es el espacio físico en donde concurren las empresas que emiten instrumentos financieros que luego ofrecen a los compradores o inversionistas que negocian con estos documentos. El mercado de valores, también denominado mercado de capitales en sentido estricto, es donde los fondos prestados se documentan en valores, apelándose al ahorro público, a los particulares y empresas en general, ofreciéndoles una rentabilidad para canalizar tales fondos hacia inversiones productivas.

### **3.3.2.2 Variable dependiente**

La variable dependiente **éxito en el financiamiento con la inserción** para este estudio equivale al buen resultado que se espera en una PYME que decida insertarse en el mercado de capitales, utilizando instrumentos financieros innovadores, que se ofrezcan, para la búsqueda de los recursos líquidos o medios de pagos a disposición de una unidad económica para hacer frente a sus necesidades monetarias en capital de trabajo o adquisición de activos.

### **3.4 Descripción de los instrumentos**

Hernández, R. et al. (2008) escribió que un instrumento de medición adecuado es aquel que registra datos observables que representan verdaderamente los conceptos o las variables que el investigador tiene en su mente. En términos cuantitativos capturan verdaderamente la realidad (p. 276).

Mientras que Bostwick y Kyle (2005) citado por Hernández, R. et al. (2008) lo señalan de la siguiente forma: La función de la medición es establecer una correspondencia entre el mundo real y el mundo conceptual. El primero provee evidencia empírica, el segundo proporciona modelos teóricos para encontrar sentido a ese segmento del mundo real que estamos tratando de describir (p. 276).

Los instrumentos de medición utilizados en esta investigación fueron la encuesta y la entrevista; con ellos recolectamos toda la información que nos permitió analizar e interpretar los resultados.

La entrevista utilizada fue estructurada llevando el orden de la encuesta, los contenidos fueron preguntas relacionadas al tema objeto de esta investigación. La encuesta utilizó un cuestionario de veintinueve preguntas seccionadas en 4 partes, de las cuales 21 fueron preguntas con respuestas múltiples y 8 con preguntas cerradas (dicotómicas), que tuvieron que llenar los empresarios de las pequeñas y medianas empresas, elegidas al azar y de acuerdo a la muestra representativa.

Hernández, R. et al. (2008) la validación de un instrumento de medición se evalúa sobre la base de todos los tipos de evidencia, cuanto mayor evidencia de validez de contenido, de validez de criterio y de validez de constructo tenga un instrumento de medición, éste se acercará más a representar la(s) variable(s) que pretende medir (p. 284).

Se aplicó un pilotaje que según Hernández, R. et al. (2008) consiste en administrar el instrumento a personas con características semejantes a las de la muestra objetivo de la investigación. Se somete a prueba no solo el instrumento, sino también las condiciones de aplicación y los procedimientos

involucrados. Se analizan si las instrucciones se comprenden y si los ítems funcionan de manera adecuada. Se evalúa el lenguaje y la redacción. Los resultados se utilizaron para calcular la confiabilidad inicial y, de ser posible, la validez del instrumento de medición. La prueba piloto se realiza con una pequeña muestra inferior a la muestra definitiva (p. 306).

Se seleccionó un total de diez empresas con clasificación de PYMES en el corregimiento de Calidonia, de su resultado se corrigieron dos ítems relacionados con las variables, conocimiento del mercado de capitales y financiamiento. Sobre las inconsistencias encontradas se buscó los documentos fuentes para hacer las correcciones pertinentes.

### **3.5 Tratamiento de la información**

Para el tratamiento de este estudio se dividió el proceso en tres grandes partes:

**Revisión:** Se procedió a revisar cada una de las encuestas aplicadas a los empresarios de las PYMES del área geográfica determinada, luego se procedió a procesarlas con un código por área geográfica antes de introducir la información en la computadora para crear la base de datos.

**Interpretación:** Se procedió al análisis de los resultados obtenidos con la base de datos creada. Utilizamos el programa estadístico SPSS.

**Evaluación:** Para este paso seguimos la siguiente secuencia

- Se utilizó la estadística descriptiva e inferencial. Informe escrito con análisis descriptivo (cuadros y gráficas).
- El programa SPSS se utilizó en las pruebas estadísticas para la validación de las hipótesis.
- La prueba de Chi cuadrada ( $X^2$ ), para evaluar hipótesis acerca de la relación entre dos variables categóricas, con una tabla de contingencias o tabulación cruzada, que es una tabla de dos dimensiones y cada dimensión contiene una variable. Con un nivel de confianza del 95% y el grado de libertad de un 5% de error, lo cual está permitido para efectos de ponderar los resultados. El resultado de Chi cuadrada se proporcionó junto con su significancia, estableciendo que si esta es menor de 0.05 a 0.01, se rechaza la hipótesis nula.
- Se usó la metodología del Alpha de Cronbach's con valor representativo de 0.88 a 1.0
- Se aplicó un modelo econométrico logít binario, para la prueba de hipótesis relacionada con el éxito, para construir la variable de **éxito** estandarizada que posteriormente fue convertida en una variable dicotómica que toma valores de 0 y 1.

**CAPÍTULO IV**  
**PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS**

En esta sección del documento presentaremos los datos recopilados con el instrumento de medición diseñado para el estudio, utilizaremos en el análisis descriptivo los cuadros, graficas. Primero los aspectos generales del propietario de la empresa, luego el funcionamiento o historia comercial, seguido por los aspectos del financiamiento y finaliza con aspectos del mercado de valores. Para el análisis de correlación se presentará con los resultados del programa computacional SPSS.

#### 4.1 Aspectos generales del empresario

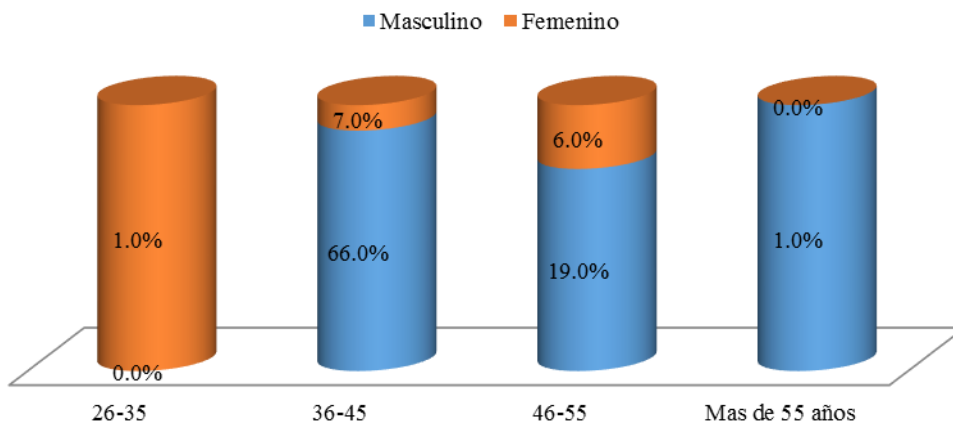
Los aspectos generales del empresario describen las características que se encontraron en la muestra de empresarios encuestados, se describen a continuación en los cuadros y gráficas.

**Cuadro 1.**  
**Empresarios de las PYMES, por género según edad. Panamá. 2014**

Edad	Total		Masculino		Femenino	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Total	100	100.00	86	86.00	14	14.00
Menos de 26	0	0.00	0	0.00	0	0.00
26-35	1	1.00	0	0.00	1	1.00
36-45	73	73.00	66	66.00	7	7.00
46-55	25	25.00	19	19.00	6	6.00
Más de 55 años	1	1.00	1	1.00	0	0.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 1.**  
**Empresarios de las PYMES, por género según edad. Panamá. 2014**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

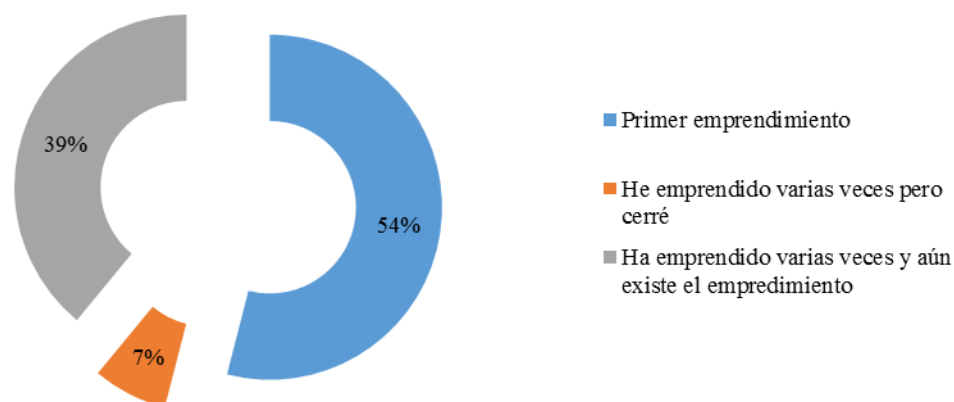
La muestra de estudios la constituyen 100 empresarios, de ellos 86% son masculinos y 14% son femenino, un 73% oscila entre las edades de 36 a 45 años, y el 25% de 46 a 55 años de edad. Es evidente que los hombres son los que más se enfrentan a la labor de administrar los negocios y por lo tanto los que más arriesgan. Al igual que la edad promedio es de 46 a 55 años de edad.

**Cuadro 2.**  
**Empresarios de las PYMES, según como la empresa actual se constituye.**  
**Panamá. 2014.**

La empresa actual se constituye en	Nº	%
Total	100	100.00
Primer emprendimiento	54	54.00
He emprendido varias veces pero cerré	7	7.00
Ha emprendido varias veces y aún existe el emprendimiento	39	39.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 2.**  
**Empresarios de las PYMES, según como la empresa actual se constituye.**  
**Panamá. 2014.**

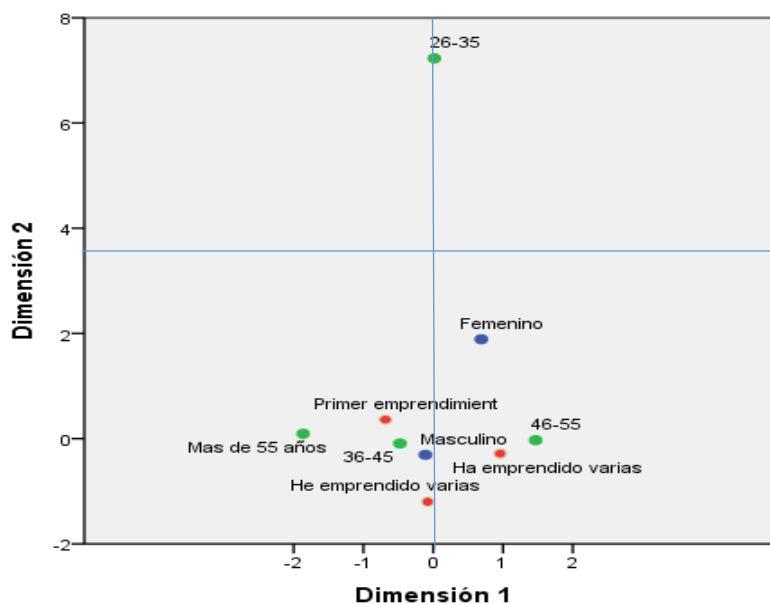


Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Vemos en la gráfica 2 que el 54% de las empresas son de primer emprendimiento, 39% ha emprendido varias veces y aún existe el emprendimiento, y 7% ha emprendido varias veces pero cerró. Este porcentaje

de 54% de las empresas de primer emprendimiento nos demuestra que muchos empresarios se mantienen en su primer negocio.

**Gráfica 3.**  
**Mapa perceptual de los aspectos del empresario de las empresas PYMES encuestadas. Panamá. 2014.**



Normalización de principal de variable.

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

En general los empresarios PYMES son varones que han emprendido varias veces y de 36 a 45 años, como característica estadísticamente significativa ( $p < 0.05$ ).

## 4.2 Historia comercial de la empresa

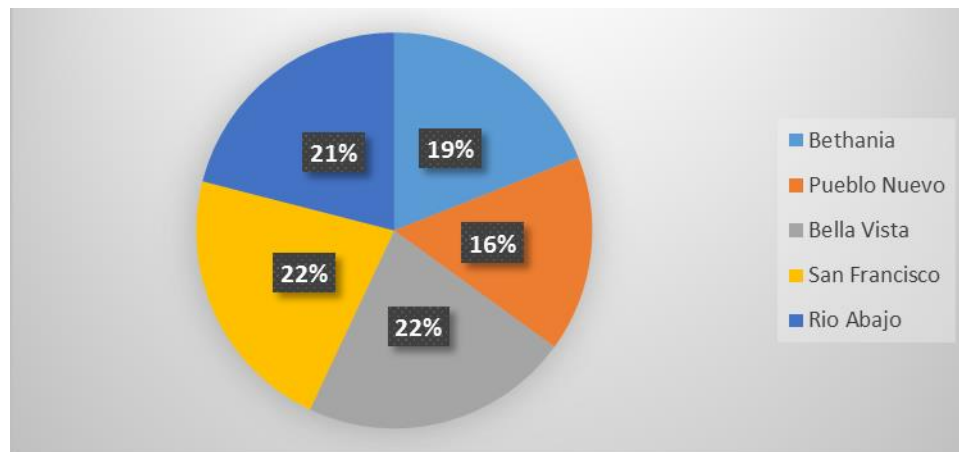
A continuación se presenta el funcionamiento o historia comercial de las empresas seleccionadas para este estudio. Es de mayor relevancia el registro formal que la empresa haya realizado.

**Cuadro 3.**  
**Empresas PYMES, según Corregimiento en donde están ubicadas.**  
**Panamá. 2014.**

Corregimiento en donde están ubicadas	Nº	%
Total	100	100.00
Betania	19	19.00
Pueblo Nuevo	16	16.00
Bella Vista	22	22.00
San Francisco	22	22.00
Río Abajo	21	21.0

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 4.**  
**Empresas PYMES, según Corregimiento en donde están ubicadas.**  
**Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

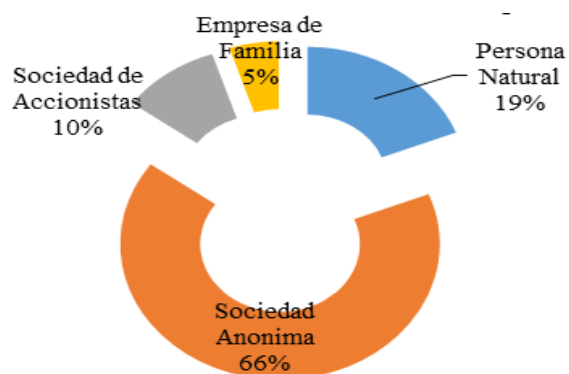
Como se observa en el cuadro 3 y en la gráfica 4 vemos que el 22% de las empresas están en el corregimiento de Bella Vista y San Francisco, 16% en Pueblo Nuevo y 19% en Betania, y 21% Rio Abajo.

**Cuadro 4.**  
**Empresas PYMES, según registro de la empresa. Panamá. 2014.**

El registro de la Empresa es	Nº	%
Total	100	100.00
Persona Natural	19	19.00
Sociedad Anónima o Jurídica	66	66.00
Sociedad de Accionistas	10	10.00
Empresa de Familia	5	5.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 5.**  
**Empresas PYMES, según registro de la empresa. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

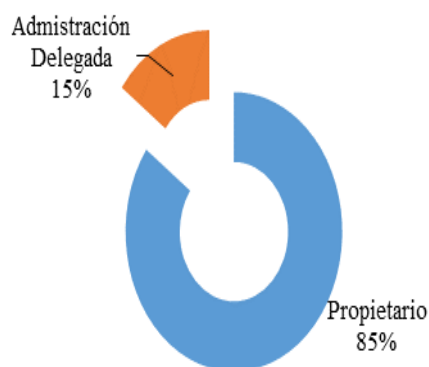
En cuanto al registro de la empresa corresponde al 66% la condición de sociedad anónima, el 19% a persona natural, el 10% es una sociedad de accionistas y el 5% es una empresa de familia.

**Cuadro 5.**  
**Empresas PYMES, según responsable de la administración. Panamá. 2014.**

Responsable de la Administración	Nº	%
Total	100	100.00
Propietario	85	85.00
Administración Delegada	15	15.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 6.**  
**Empresas PYMES, según responsable de la administración. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

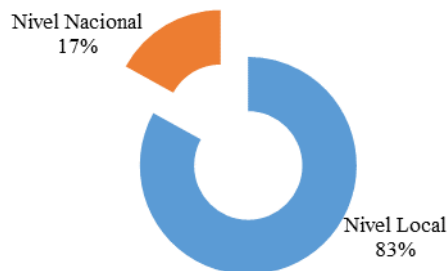
El resultado de las encuestas señala que el 85% de las empresas son administradas por el propietario y solo un 15% es por administración delegada.

**Cuadro 6.**  
**Empresas PYMES, según plaza donde ofrece sus productos y/o servicios.**  
**Panamá. 2014.**

Plaza donde ofrece sus productos y/o servicios	Nº	%
Total	100	100.00
Local	83	83.00
Internacional	17	17.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 7.**  
**Empresas PYMES, según plaza donde ofrece sus productos y/o servicios.**  
**Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

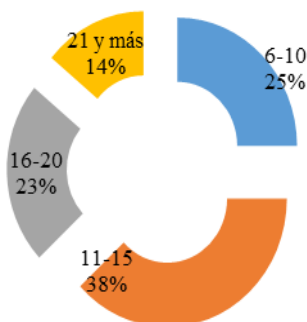
En cuanto a donde ofrecen sus productos y servicios a nivel local y 17% a nivel internacional 83%.

**Cuadro 7.**  
**Empresas PYMES, según años de estar en funcionamiento. Panamá. 2014.**

Años de estar funcionamiento	Nº	%
Total	100	100.00
6 - 10	25	25.00
11 - 15	38	38.00
16 - 20	23	23.00
21 y más	14	14.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 8.**  
**Empresas PYMES, según años de estar en funcionamiento. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

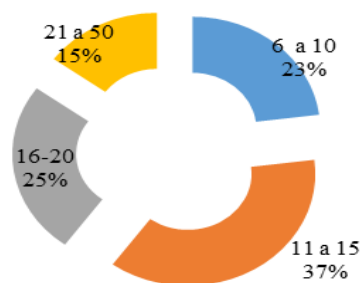
Los resultados muestran que el 38% tienen de 11 a 15 años de estar funcionando, el 25% dice que de 6 a 10 años, el 23% de 16 a 20 años y el 14% de 21 y años y más, observándose que entre 6 y 15 años se encuentran concentradas la mayoría de estas PYMES.

**Cuadro 8.**  
**Empresas PYMES, según cantidad de empleados. Panamá. 2014.**

Cantidad de empleados	Nº	%
Total	100	100.00
6 a 10	23	23.00
11 a 15	37	37.00
16 a 20	25	25.00
21 a 50	15	15.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 9.**  
**Empresas PYMES, según cantidad de empleados. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

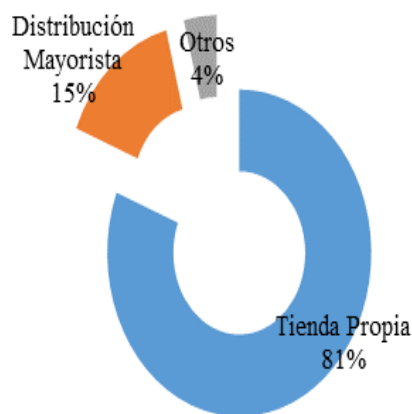
Los resultados de esta encuesta arroja los siguientes resultados el 37% de las empresas mantienen de 11 a 15 empleados y el 25% de 16 a 20; el 23% de 6 a 10 y el 15% de 21 a 50. Evidenciando que el 85% de las PYMES emplean menos de 21 empleados, como lo menciona la clasificación del MITRADEL en donde la pequeña empresa tiene de 6 a 20 trabajadores y la mediana empresa de 21 a 50 trabajadores.

**Cuadro 9.**  
**Empresas PYMES, según principales canales de distribución utilizados para comercializar su producto. Panamá. 2014.**

Principales canales de distribución utilizados	Nº	%
Total	100	100.00
Tienda Propia	81	81.00
Distribución Mayorista	15	15.00
Otros	4	4.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 10.**  
**Empresas PYMES, según principales canales de distribución utilizados para comercializar su producto. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

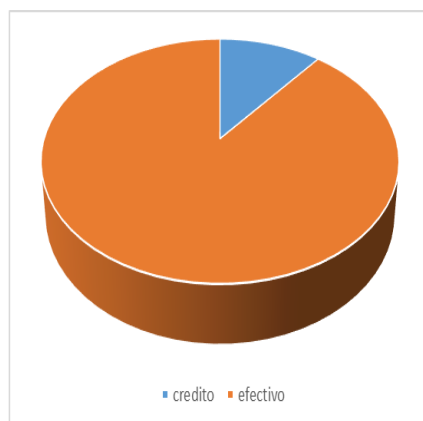
Los resultados muestran que el 81% de las empresas encuestadas dicen que su distribución de los bienes y servicios es tienda propia y el 15% por distribución mayorista y 4% otros.

**Cuadro 10.**  
**Empresas PYMES, según condición de venta. Panamá. 2014.**

Condición de venta	Nº	%
Total	100	100.00
Efectivo	89	89.00
Crédito	11	11.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 11.**  
**Empresas PYMES, según condición de venta. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

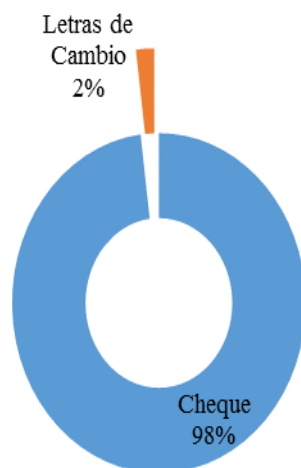
Los datos muestran que el 89% de las empresas realizan su condición de venta en efectivo o contado y el 11% al crédito.

**Cuadro 11.**  
**Empresas PYMES según forma de cancelación de compromiso. Panamá.**  
**2014.**

Forma de cancelación de compromiso	Nº	%
Total	100	100.00
Cheque	98	98.00
Letras de Cambio	2	2.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 12.**  
**Empresas PYMES según forma de cancelación de compromiso. Panamá.**  
**2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

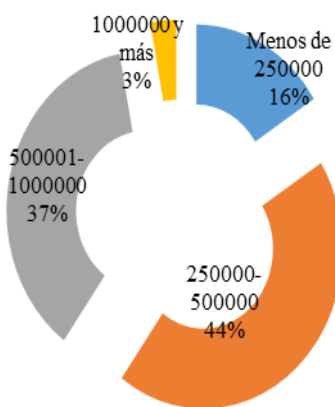
Los resultados de la encuesta a empresarios muestra que el 98% de los empresarios cancelan sus compromisos a través de cheque y solo el 2% con letras de cambios.

**Cuadro 12.**  
**Empresas PYMES según ventas anuales. Panamá. 2014.**

Ventas Anuales	Nº	%
Total	100	100.00
Menos de 250,000	16	16.00
250,000 - 500,000	44	44.00
500,001-1,000,000	37	37.00
1,000,001 y más	3	3.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 13.**  
**Empresas PYMES según ventas anuales. Panamá. 2014.**

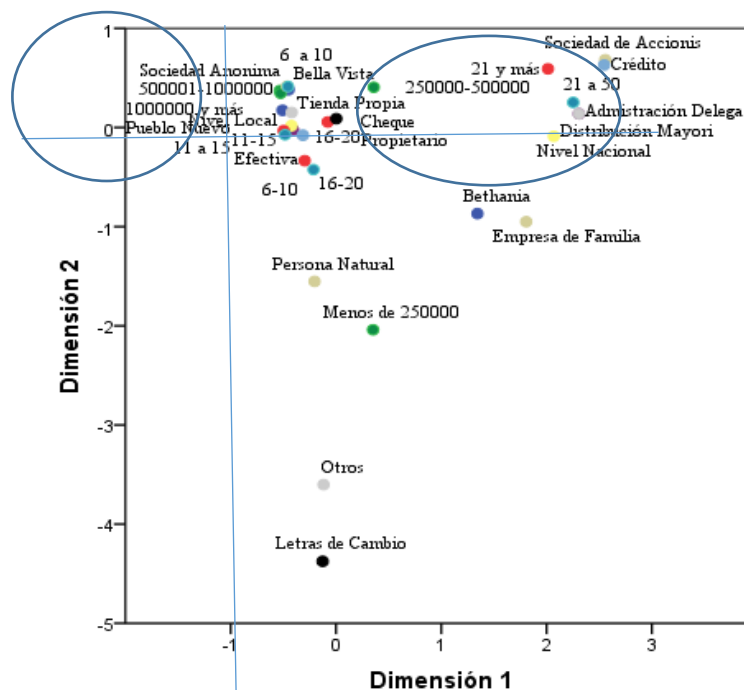


Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Los resultados muestran que el 37% tiene ventas de 500,0001 a 1, 000,000; 44% de 250.000 a 500,000, menos de 250,000 16% y 1, 000,001 y más solo un 3%. Se relacionan los resultados con los valores de clasificación de las PYMES según el MICI que clasifica a la pequeña empresa con ventas de B/. 150,001.00

a B/. 1, 000,000.00 anuales, la mediana empresa de B/. 1, 000,001.00 a B/. 2, 500,000.00 anuales.

**Gráfica 14.**  
**Mapa perceptual de la historia comercial de las empresas encuestadas.**  
**Panamá. 2014**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

En promedio las empresas son propietarias que utilizan los cheques para cancelar sus compromisos y tienen 16 a 20 años de estar funcionando. Las empresas de Betania son familiares, las empresas que utilizan los canales de distribución para comercializar sus productos de distribución mayorista lo realizan a nivel nacional y delegan la administración que tienen de 21 a 50 empleados, con 21 años y más de estar funcionando y ventas de 250,000 a

500, 000. Las empresas de registro de sociedad anónima tienen ventas de 500,0001 a 1000000 más localizados en Bella Vista o Pueblo Nuevo de 11 a 15 años de estar funcionando y de 11 a 15 empleados que ofrecen sus productos y servicios a nivel local. Las empresas tipo persona natural tienen ventas anuales de menos de 250 000 dólares.

### 4.3 Aspectos del financiamiento

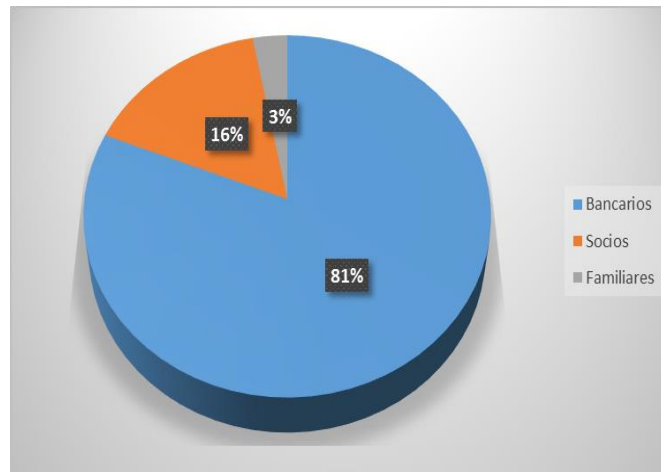
A los empresarios de las PYMES encuestados se les preguntó sobre los aspectos de financiamiento de sus empresas en los dos últimos años, con énfasis en las fuentes de financiamiento, en el cuadro 4, vemos sus respuestas a cada uno de las interrogantes.

**Cuadro 13.**  
**Empresas PYMES según las principales fuentes de financiamientos.**  
**Panamá. 2014.**

Principales fuentes de financiamiento	Nº	%
Total	100	100.00
Bancarios	81	81.00
Socios	16	16.00
Familiares	3	3.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 15.**  
**Empresas PYMES según las principales fuentes de financiamientos.**  
**Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

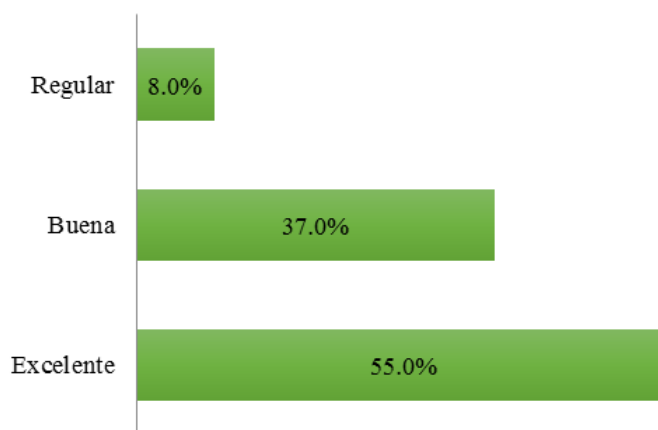
En esta grafica podemos observar que el 81% de las PYMES se financian a través de los bancos comerciales, el 16% a través de socios y el 3% a través de los familiares.

**Cuadro 14.**  
**Empresas PYMES según las experiencias con financiamiento bancario.**  
**Panamá. 2014.**

Experiencias con financiamiento bancario	Nº	%
Total	100	100.00
Excelente	55	55.00
Buena	37	37.00
Regular	8	8.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 16.**  
**Empresas PYMES según las experiencias con financiamiento bancario.**  
**Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

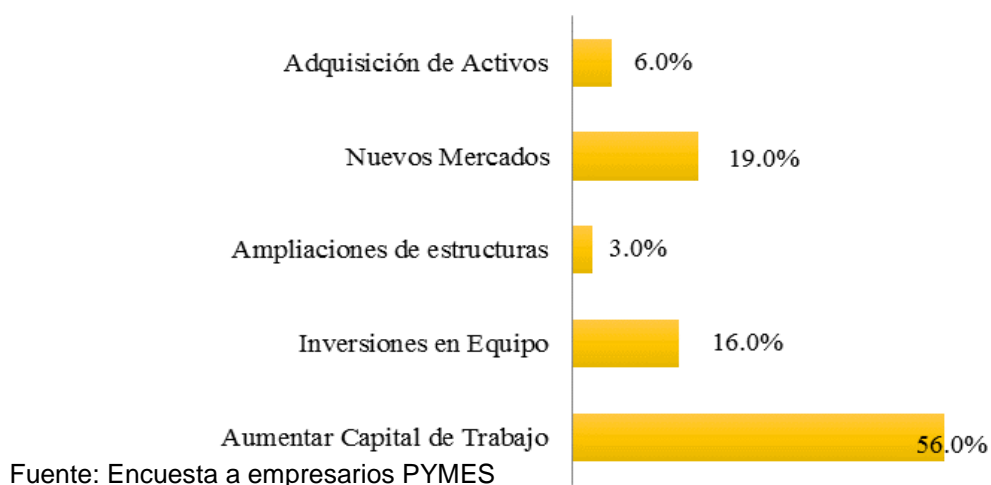
Las PYMES encuestadas respondieron que el 55% tiene experiencias con financiamientos bancarias excelentes, el 37% buena y solo el 8% regular.

**Cuadro 15.**  
**Empresas PYMES, según el propósito del financiamiento. Panamá. 2014**

Propósito del financiamiento	Nº	%
Total	100	100.00
Aumentar Capital de Trabajo	56	56.00
Inversiones en Equipo	16	16.00
Ampliaciones de estructuras	3	3.00
Nuevos Mercados	19	19.00
Adquisición de Activos	6	6.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 17.**  
**Empresas PYMES, según el propósito del financiamiento. Panamá. 2014**



Al consultar a las PYMES sobre el propósito del financiamiento el 56% dice que para aumentar capital de trabajo, el 19% nuevos mercados, el 16% Inversiones

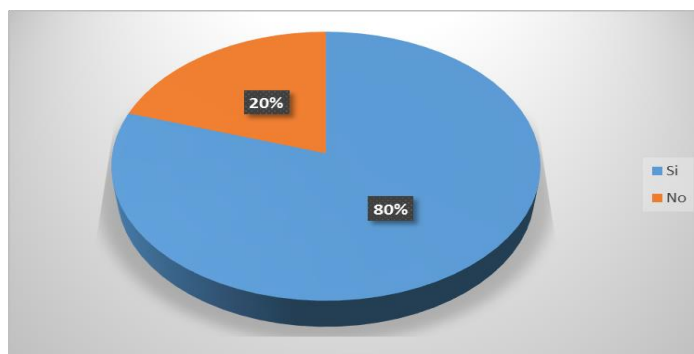
en equipo, el 6% en adquisiciones de activos y un 3% en ampliaciones de estructuras.

**Cuadro 16.**  
**Empresas PYMES, según si solicitó créditos en el sector financiero.**  
**Panamá. 2014**

Solicitó créditos en el sector financiero	Nº	%
Total	100	100.00
Si	80	80.00
No	20	20.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 18.**  
**Empresas PYMES, según si solicitó créditos en el sector financiero.**  
**Panamá. 2014**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

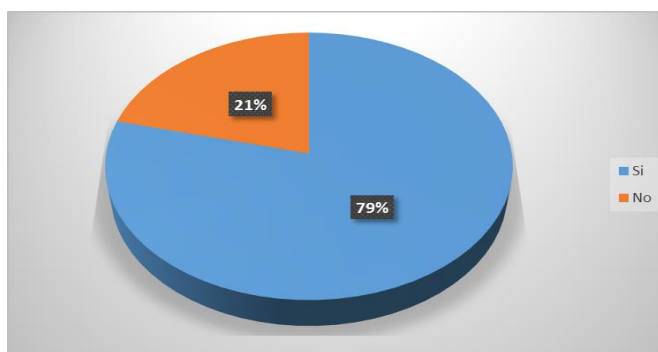
Esta gráfica nos indica que el 80% de los encuestados dice que si solicitó créditos en el sector financiero y el 20% dice que no ha solicitado crédito en el sector financiero.

**Cuadro 17.**  
**Empresas PYMES, según si le fue aprobado el crédito. Panamá. 2014**

Le fue aprobado el crédito	Nº	%
Total	100	100.00
Si	79	79.00
No	21	21.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 19.**  
**Empresas PYMES, según si le fue aprobado el crédito. Panamá. 2014**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

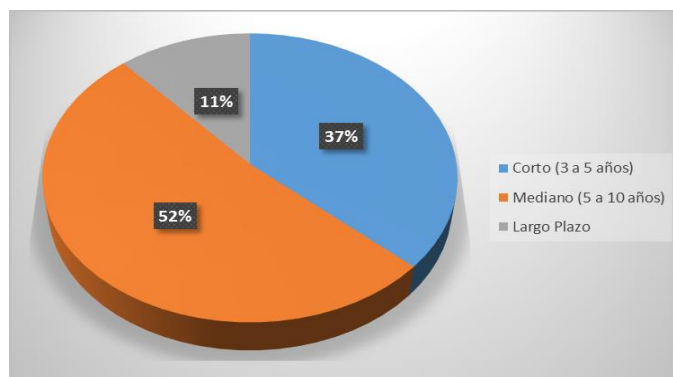
En esta gráfica observamos que el 79% de los entrevistados dice que si le fue aprobado el crédito y el 21% dice que no le fue aprobado el crédito.

**Cuadro 18.**  
**Empresas PYMES, según a qué plazo le fue aprobado. Panamá. 2014**

A qué plazo le fue aprobado	Nº	%
Total	79	100.00
Corto (3 a 5 años)	29	37.00
Mediano (5 a 10 años)	41	52.00
Largo Plazo	9	11.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 20.**  
**Empresas PYMES, según a qué plazo le fue aprobado. Panamá. 2014**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

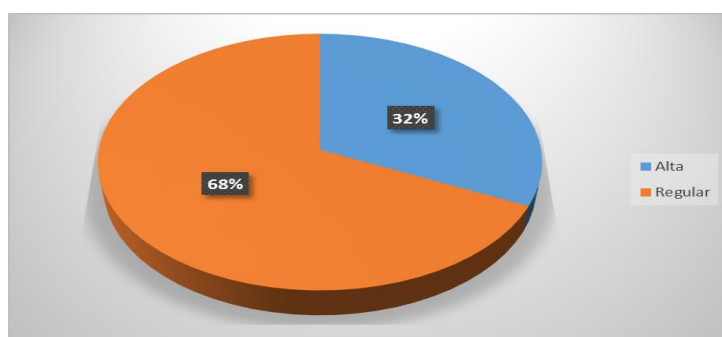
De acuerdo al cuadro nº 17 en donde se evidencia que a solo 79% de los empresarios se le otorgó el crédito solicitado, en la siguiente interrogante el 52% de los entrevistados expresaron que el plazo aprobado fue mediano o sea de 5 a diez años, mientras que el 37% señala que fue a un corto plazo menos de 5 años y el resto que equivale al 11% el plazo fue a largo plazo.

**Cuadro 19.**  
**Empresas PYMES, según tasa de interés de su préstamo. Panamá. 2014**

Tasa de interés de su préstamo fue	Nº	%
Total	79	100.00
Alta	25	32.00
Regular	54	68.00
Baja	0	0.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

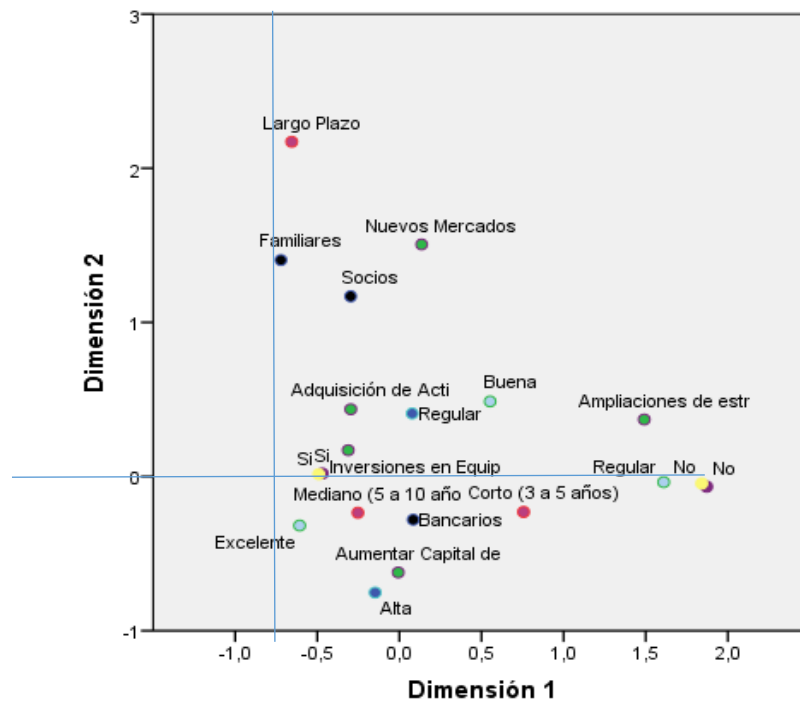
**Gráfica 21.**  
**Empresas PYMES, según tasa de interés de su préstamo. Panamá. 2014**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

De acuerdo al cuadro nº 17 en donde se evidencia que a solo 79% de los empresarios se le otorgó el crédito solicitado, en la siguiente interrogante el 68% de los entrevistados señala que la tasa de interés de su préstamo fue regular, mientras que el 32 % dice que fue alta.

**Gráfica 22.**  
**Mapa perceptual de los aspectos financieros de las empresas encuestadas. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

En promedio a los empresarios le fueron aprobados financiamientos a plazo mediano (5 a 10 años) para invertirlo en equipos, aquellos que su principal fuente de financiamiento es la familiar y con socios, hacen préstamos para ir a nuevos mercados. Aquellos que se les ofrecieron tasas altas, el propósito era aumentar su capital de trabajo.

#### 4.4 Aspectos del mercado de capitales

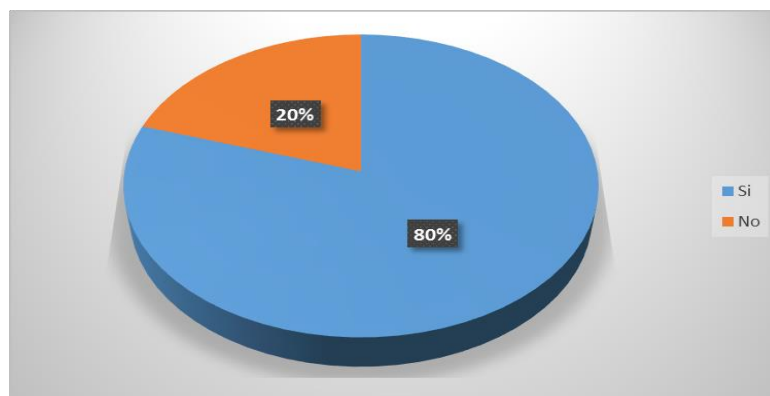
A continuación se presenta los resultados de los entrevistados sobre el conocimiento del mercado de capitales de Panamá. Esta información es de mucha relevancia para el estudio.

**Cuadro 20.**  
**Empresas PYMES, según si conoce el mercado de capitales. Panamá.**  
**2014**

Conoce el mercado de capitales	Nº	%
Total	100	100.00
Si	80	80.00
No	20	20.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 23.**  
**Empresas PYMES, según si conoce el mercado de capitales. Panamá.**  
**2014**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

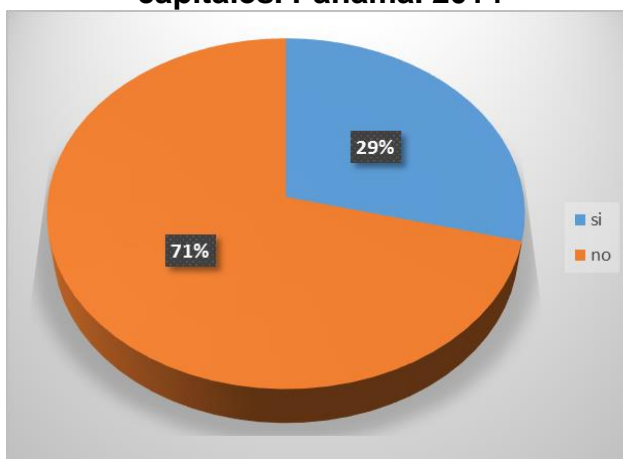
Los empresarios de PYMES encuestados respondieron en relación a si conoce el mercado de valores, vemos que el 80% sí conoce de la existencia de mercado de valores y solo un 20% no conoce.

**Cuadro 21.**  
**Empresas PYMES, según si conoce como funciona el mercado de capitales. Panamá. 2014**

Conoce como funciona el mercado de capitales	Nº	%
Total	100	100.00
Si	29	29.00
No	71	71.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 24.**  
**Empresas PYMES, según si conoce como funciona el mercado de capitales. Panamá. 2014**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

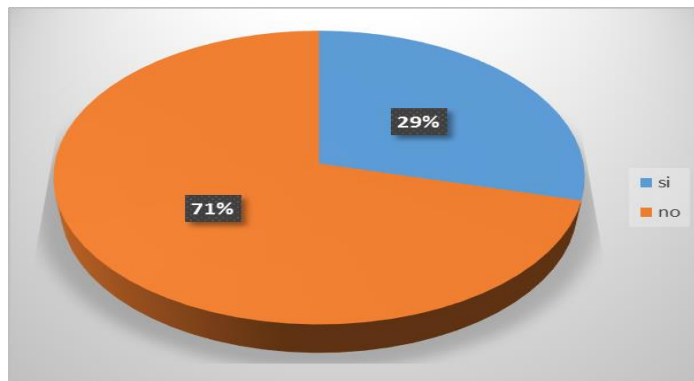
Los empresarios de PYMES respondieron en un 29% que si conocen como funciona el mercado de valores y el 71% dice no saber.

**Cuadro 22.**  
**Empresas PYMES, según si conoce el funcionamiento de la Bolsa de Valores de Panamá. Panamá. 2014.**

Conoce el funcionamiento de la Bolsa de Valores de Panamá	Nº	%
Total	100	100.00
Si	29	29.00
No	71	71.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 25.**  
**Empresas PYMES, según si conoce el funcionamiento de la Bolsa de Valores de Panamá. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

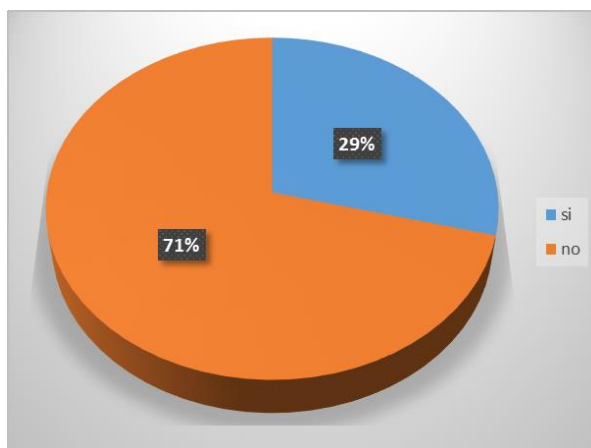
Los empresarios de PYMES respondieron 29% que si conoce como funciona la Bolsa de alores de Panamá y el 71% dice no saber.

**Cuadro 23.**  
**Empresas PYMES, según si conoce quienes participan en la Bolsa de Valores de Panamá. Panamá. 2014.**

Conoce quienes participan en la Bolsa de Valores de Panamá	Nº	%
Total	100	100.00
Si	29	29.00
No	71	71.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 26.**  
**Empresas PYMES, según si conoce quienes participan en la Bolsa de Valores de Panamá. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

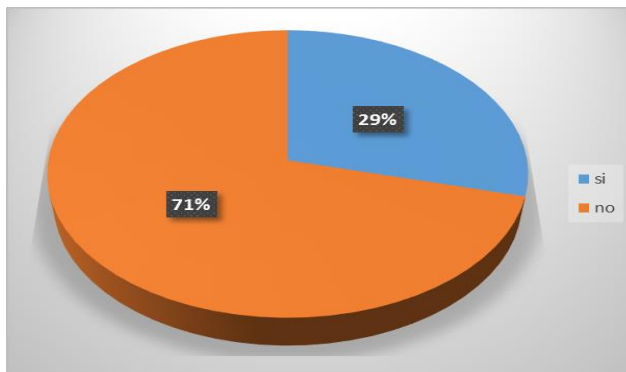
Los empresarios de PYMES respondieron 29% que si conoce quienes participan en la Bolsa de valores de Panamá y el 71% dice no saber.

**Cuadro 24.**  
**Empresas PYMES, según si tiene conocimiento sobre los instrumentos financieros que facilita el acceso al mercado de capitales. Panamá. 2014.**

Tiene conocimiento sobre los instrumentos financieros que facilita el acceso al mercado de capitales	Nº	%
Total	100	100.00
Si	29	29.00
No	71	71.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 27.**  
**Empresas PYMES, según si tiene conocimiento sobre los instrumentos financieros que facilita el acceso al mercado de capitales. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

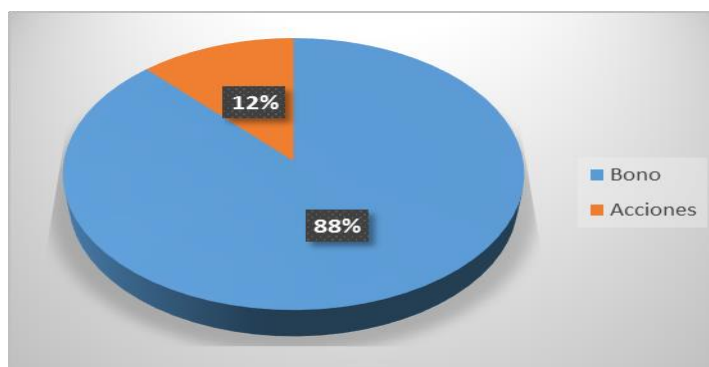
Los empresarios de PYMES respondieron 29% que si tiene conocimiento sobre los instrumentos financieros que facilita el acceso al mercado de Valores y el 71% dice no saber.

**Cuadro 25.**  
**Empresas PYMES, según cuáles son los instrumentos financieros aplicables a las PYMES. Panamá. 2014.**

Instrumentos financieros aplicables a las PYMES	Nº	%
Total	100	100.00
Bono	88	88.00
Acciones	12	12.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 28.**  
**Empresas PYMES, según cuáles son los instrumentos financieros aplicables a las PYMES. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

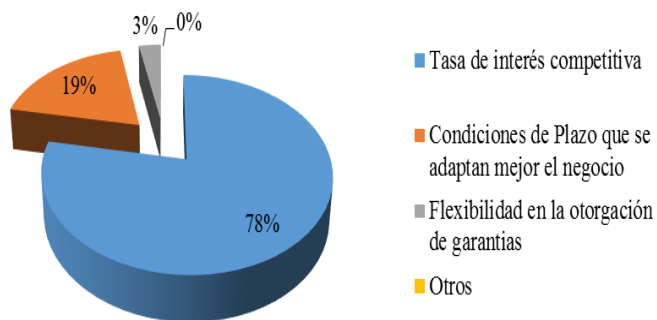
La gráfica 23 identifica que las respuestas de los empresarios son en un 88% para los bonos para los instrumentos financieros aplicables a las PYMES, el 12% restante las acciones, mientras que nadie menciona los cheques posfechados, valores comerciales, letra de cambio y letras del tesoro. Lo que pone de manifiesto el limitado conocimiento en este aspecto del estudio.

**Cuadro 26.**  
**Empresas PYMES, según las ventajas del financiamiento a través del**  
**Mercado de Capitales. Panamá. 2014.**

Ventajas del financiamiento a través del Mercado de Capitales	Nº	%
Total	100	100.00
Tasa de interés competitiva	78	78.00
Condiciones de Plazo que se adaptan mejor el negocio	19	19.00
Flexibilidad en la otorgación de garantías	3	3.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 29.**  
**Empresas PYMES, según las ventajas del financiamiento a través del**  
**Mercado de Capitales. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

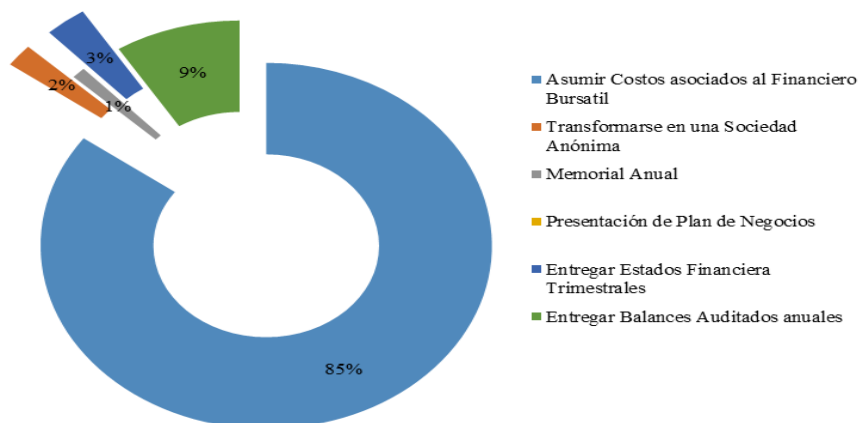
En cuanto a las ventajas del financiamiento a través del mercado de valores, vemos que 78% piensa que es una tasa de interés competitiva, un 19% condiciones de plazo que se adapta mejor al negocio. Mientras que un 3% opinó sobre la ventaja en la flexibilidad en la otorgación de garantías.

**Cuadro 27.**  
**Empresas PYMES, según cómo es su predisposición al cumplimiento de los requerimientos del Mercado de Capitales. Panamá. 2014.**

Predisposición al cumplimiento de los requerimientos del Mercado de Capitales	Nº	%
Total	100	100.00
Asumir costos asociados al financiamiento bursátil	85	85.00
Transformarse en una Sociedad Anónima	2	2.00
Memorial anual	1	1.00
Presentación de Plan de Negocios	0	0.00
Entregar estados financieros trimestrales	3	3.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

**Gráfica 30.**  
**Empresas PYMES, según cómo es su predisposición al cumplimiento de los requerimientos del Mercado de Capitales. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

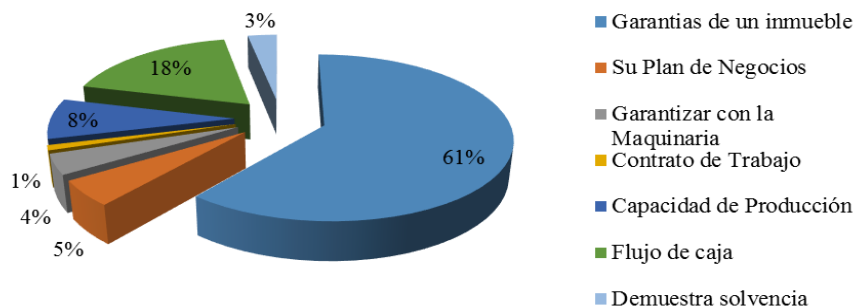
En cuanto a su predisposición al cumplimiento de los requisitos del mercado de valores, vemos que un 85% está por asumir costos asociados al financiamiento Bursátil, un 2% transformarse en una sociedad anónima, 3% entregar estados financieros trimestrales, 1% hacer un memorial anual y 9% entregar balances auditados anuales.

**Cuadro 28.**  
**Empresas PYMES, según percepción como inversor en PYMES. Panamá. 2014.**

Percepción como inversor en PYMES	Nº	%
Total	100	100.00
Garantías de un inmueble	61	61.00
Su Plan de Negocios	5	5.00
Garantizar con la Maquinaria	4	4.00
Contrato de Trabajo	1	1.00
Capacidad de Producción	8	8.00
Flujo de caja	18	18.00
Demuestra solvencia	3	3.00

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

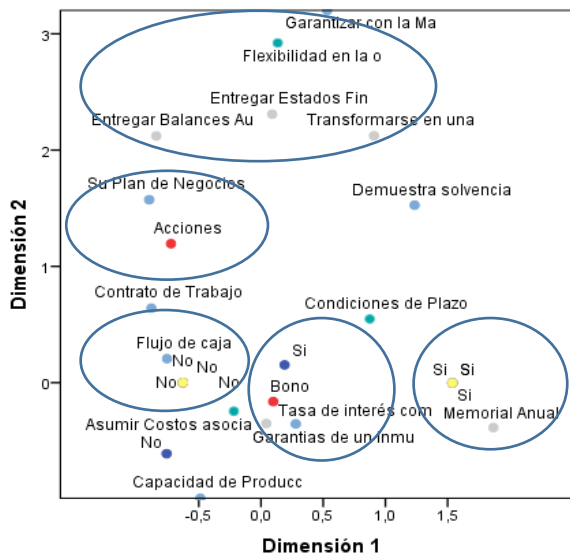
**Gráfica 31.**  
**Empresas PYMES, según percepción como inversor en PYMES. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Finalmente vemos la percepción como inversor en PYMES, en este caso vemos que un 61% lo ve como Garantías de inmuebles, 18% como flujo de caja, 8% capacidad de producción, 5% su plan de negocios, 4% para garantizar con la maquinaria, 1% como contrato de trabajo.

**Gráfica 32.**  
**Mapa perceptual del aspecto del mercado de valores, por los entrevistados en las empresas. Panamá. 2014.**

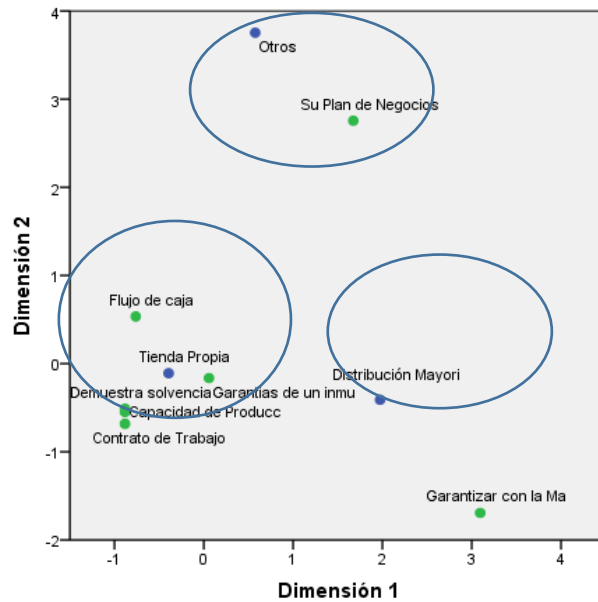


Normalización de principal de variable.

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Garantizar con la maquinaria, la flexibilidad en la otorgación entregar estados financieros trimestrales o anuales y transformarse en una sociedad anónima se ven asociados (valor de Chi-cuadrado significativo  $p < 0.05$ ). Por otro lado su plan de negocio y las acciones forma otro conglomerado de respuestas asociadas ( $p < 0.05$ ). Así como no conocer sobre el mercado de valores, su funcionamiento y usar acciones como instrumentos financieros aplicables a las PYMES, los que utilizan los bonos, tasas de interés, la garantía de inmuebles está asociada a conocer el mercado de valores. Y hacer memoriales anuales también demuestra conocimiento sobre el funcionamiento de la bolsa de valores de Panamá.

**Gráfica 33.**  
**Mapa perceptual del aspecto del mercado de valores, por los entrevistados en las empresas. Panamá. 2014**

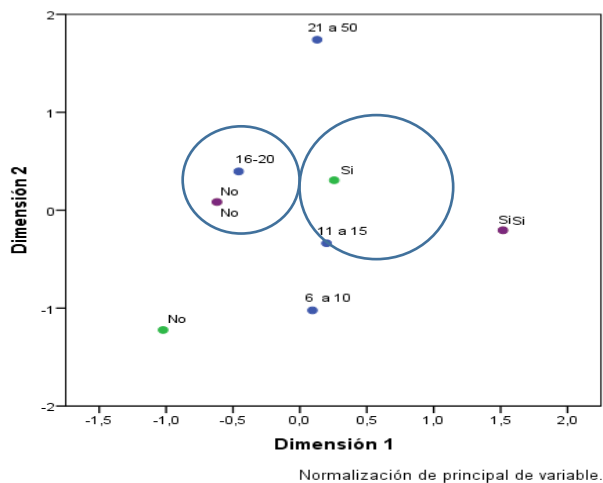


Normalización de principal de variable.

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Tomado en cuenta las principales canales de distribución utilizados para comercializar su producto, y tomando en cuenta que el 81% tienen tienda propia y 15% tienen distribución mayorista, vemos una asociación significativa ( $p < 0.05$ ), de aquellos que tienen tiendas propias con los flujo de caja capacidad de producción contratos de trabajos, solvencia y contratos de trabajo. Los de distribución mayorista algo asociada con garantizar con la maquinaria y los otros con su plan de negocio.

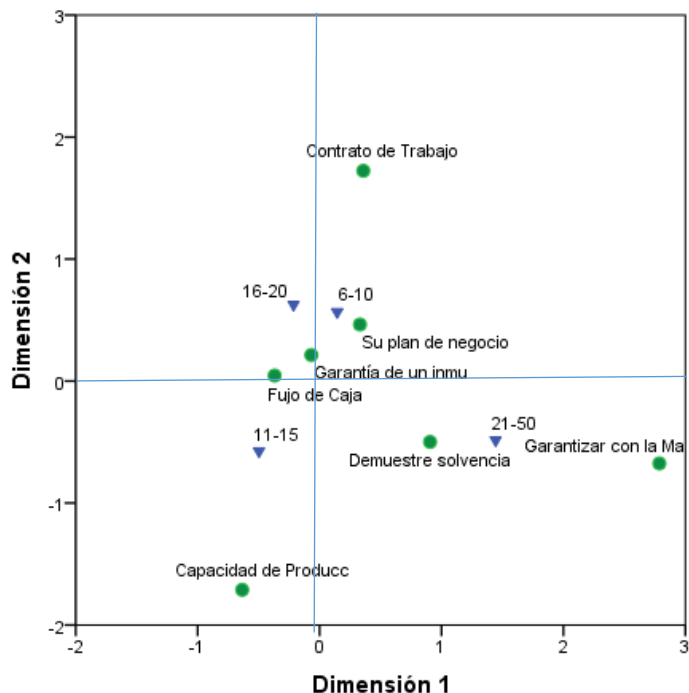
**Gráfica 34.**  
**Mapa perceptual del aspecto del mercado de valores, por los entrevistados en las empresas. Panamá. 2014**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

En cuanto a la cantidad de empleados en la empresa vemos que el 23% tiene de 6 a 10 empleados, 37% de 11 a 15 empleados 25% de 16 a 29 y 15% de 21 a 50 empleados. En estas empresas vemos que aquellas de 16-20 empleados no tienen conocimiento del funcionamiento de la bolsa de valores, y los de 11 a 15 demuestra algo de conocimiento sobre la bolsa de valores, no se observa asociación en las empresas con 6 a 10 así como 21 y 50 empleados con el conocimiento o no de la bolsa de valores.

**Gráfica 35.**  
**Mapa perceptual del aspecto del mercado de valores, por los entrevistados en las empresas. Panamá. 2014**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Vemos que la percepción que tienen como inversor en PYMES se observa que las empresas que tienen de entre 21-50 años de funcionamiento su percepción esta correlacionada con demuestran solvencia y garantizar con la maquinaria, mientras que el resto menos de 21 años se asocian con su plan de negocios, garantía de un inmueble y los flujos de cajas, las empresas que tienen de 16 a 20 años no tienen mucha asociación con los temas mencionados.

#### 4.5 Resultados de las pruebas estadísticas para evaluar hipótesis

En esta sección se presentan los principales resultados de la encuesta. Se utilizó la prueba estadística de Chi cuadrada ( $X^2$ ), la cual es una prueba estadística para evaluar hipótesis acerca de la relación entre dos variables categóricas. La prueba estadística de Chi cuadrada se calculó por medio de una tabla de contingencias o tabulación cruzada, que es una tabla de dos dimensiones y cada dimensión contiene una variable. Con 95 % de nivel de confiabilidad y con 5% de Grado de libertad.

**Cuadro 29.**  
**Empresas PYMES, según género del empresario y tamaño de la empresa.**  
**Panamá. 2014.**

Género del Empresario	Tamaño de la empresa		Total
	Pequeñas	Mediana	
Masculino	88.3%	82.5%	86.0%
Femenino	11.7%	17.5%	14.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

El empresario de las PYMES es en su mayoría masculino. El género femenino solo representa el 14% de los entrevistados. En términos del tamaño de la empresa se observa que la participación masculina aumenta con el tamaño de la empresa, disminuyendo en el género femenino.

**Cuadro 30.**  
**Empresas PYMES, según la edad del empresario y tamaño de la empresa.**  
**Panamá. 2014.**

Edad del empresario	Tamaño de la empresa		Total
	Pequeñas	Mediana	
Total	79.00%	21.00%	100.00%
Menos de 26 años	0.00%	0.00%	0.00%
26-35 años	1.00%	0.00%	1.00%
36-45 años	54.00%	19.00%	73.00%
46-55 años	23.00%	2.00%	25.00%
Más de 55 años	1.00%	0.00%	1.00%

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

En cuanto a la edad del empresario podemos ver que la mayoría tiene edades entre 36 y 55 años de edad solo un 1% tiene más de 55 años, así que la edad del empresario no lo consideraremos como riesgo en el éxito en el financiamiento con la inserción de las PYMES al mercado de capitales, porque no son ni muy jóvenes (menos de 26 años) ni muy viejo (más de 55 años de edad) y se encuentra dentro de la edad productiva.

**Cuadro 31.**  
**Empresas PYMES, según registro y tamaño de la empresa. Panamá. 2014.**

El registro de la empresa	Tamaño de la empresa		Total
	Pequeñas	Mediana	
Persona Natural y Familiar	16.7%	35.0%	24.0%
Persona Jurídica y sociedad anónima	83.3%	65.0%	76.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Las PYMES encuestadas se encuentran constituidas formalmente en su mayoría como personas jurídicas. Por su tamaño se observa que las pequeñas empresas tienen una mayor probabilidad de estar constituidas como personas jurídicas en un 83% y las medianas en un 65%. Las empresas encuestadas como persona jurídica representan el 76% mientras que el 24% son persona natural y representan los sectores de comercio y servicios.

**Cuadro 32.**  
**Empresas PYMES, según propósito del financiamiento y tamaño de la empresa. Panamá. 2014.**

Propósito del financiamiento	Tamaño de la empresa		Total
	Pequeñas	Mediana	
Aumentar capital	82.5%	75.5%	56.0%
Adquisición de activos (equipo y estructura)	16.0%	19.5%	25.0%
Nuevos mercados	1.5%	5.0%	19.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

En este cuadro observamos que las respuestas de los empresarios entrevistados el propósito del financiamiento resulto ser aumentar capital, en el 82.5% las empresas pequeñas, mientras que el 16%, es para la adquisición de activos y apenas un 1.5% para nuevos mercados. Por otro lado las empresas medianas dicen que el 75.5% del propósito del financiamiento es para aumentar capital y el 19.5% dice que lo utilizarían para la adquisición de activos y en un mínimo porcentaje del 5% para nuevos mercados.

**Cuadro 33.**  
**Empresas PYMES, según principal fuente de financiamiento y tamaño de la empresa. 2014.**

Principal fuente de financiamiento	Tamaño de la empresa		Total
	Pequeñas	Mediana	
Bancario	83.3%	77.5%	81.0%
Socios	15.0%	17.5%	16.0%
Familiares	1.7%	5.0%	3.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Las principal fuente de financiamiento para las PYMES es el Bancario (81%) con socios 16% y familiares solo el 3%, si consideramos este último como factor de riesgo no podríamos asegurar que la probabilidad de éxito en el financiamiento con la inserción de la PYMES en el mercado de valores se deba a esta condición.

Ambos tipos de empresas han contado con financiamiento bancario o de socios, un 5% familiar en las medianas empresas y 1% en las pequeñas.

**Cuadro 34.**  
**Empresas PYMES, según aprobación de crédito y tamaño de la empresa.**  
**Panamá. 2014.**

Aprobación de crédito	Tamaño de la empresa		Total
	Pequeñas	Mediana	
Sí	80.0%	77.5%	79.0%
No	20.0%	22.5%	21.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Un 80% de la PYMES pequeñas entrevistadas muestran que en los últimos dos años han solicitado crédito y que se lo han aprobado en relación al 77% de las PYMES medianas. Refleja que ambos grupos buscan ayuda en el sector bancario. Se podría considerar un riesgo en el éxito en el financiamiento con la inserción en el mercado de capitales al no haber solicitado financiamiento, un 20% de las empresas tiene esta característica.

**Cuadro 35.**  
**Empresas PYMES, según conocimiento del mercado de capitales y tamaño de la empresa. Panamá. 2014.**

Conoce el mercado de capitales	Tamaño de la empresa		Total
	Pequeñas	Mediana	
Si conoce	35.0%	20.0%	29.0%
No conoce	65.0%	80.0%	71.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

La variable conocimiento sobre el mercado de capitales se construyó con las respuestas de los entrevistados en respuestas sobre si conocen el mercado de capitales, cómo es su funcionamiento, quiénes participan y sobre los instrumentos financieros que facilitan el acceso a este. Basado en esta correlación significativa vemos que existe más probabilidad que una empresa mediana no conozca el mercado de capitales, mientras que 65% de las pequeñas no conoce el mercado de valores, según el empresario entrevistado, manifestó no tener conocimiento cierto sobre el funcionamiento del mercado de valores y de las oportunidades que ofrece.

Seguidamente se presentan los resultados de la información de las PYMES en base a la información obtenida en la encuesta al cruzar las variables con el tamaño de la empresa. Con el modelo econométrico analizamos los aspectos

generales del empresario (edad y género), historia comercial de la empresa (el registro de constitución), aspecto del financiamiento en los dos últimos años y el aspecto del mercado de valores en cuanto al conocimiento del empresario.

#### **4.5.1 El modelo Econométrico para la prueba de hipótesis**

Para el análisis de este estudio y la comprobación de la hipótesis se seleccionó un modelo que agrupa los factores condicionantes de éxito en el financiamiento con la inserción en las Pequeñas y Medianas Empresas en el Mercado de Capitales de Panamá.

Con base a la referencia del Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral de Panamá, quien clasifica a las PYMES por la cantidad de empleados, siendo las pequeñas empresas aquellas que emplean de 6 hasta 20 personas y las medianas empresas emplean entre 21 hasta 50 empleados. Esto nos facilitó el estudio con la muestra de 100 empresas de la ciudad de Panamá. El cuestionario abarcó las características generales del empresario, funcionamiento comercial de la empresa, aspecto del financiamiento, y aspecto del mercado de valores. La persona que respondió el cuestionario fue el propietario de la empresa 85% y el 15% por una persona delegada. En esta sección se presentará los principales resultados de la encuesta.

#### **4.5.1.1 Factores de la variable éxito**

Para la creación de la variable de éxito en el financiamiento con la inserción, de acuerdo a la información recopilada en la encuesta basada en los datos de los últimos dos años de vida empresarial de los encuestados. A criterio del investigador se relacionan los factores: las ventas de la empresa, la cantidad de empleados y la plaza donde ofrece sus productos o servicios la empresa en el mercado, todas incluidas en la historia comercial de la empresa. Con base en estas respuestas se usó la metodología del Alpha de Cronbach's para construir una variable de **éxito** estandarizada que posteriormente fue convertida en una variable dicotómica que tomó valores de 0 y 1. A continuación se estimará la probabilidad de éxito en el financiamiento con la inserción en las Pequeñas y Medianas Empresas.

#### **4.5.1.2 Estimación de la probabilidad de éxito en el financiamiento con la inserción al mercado de capitales**

Para la estimación de la probabilidad de éxito en el financiamiento con la inserción de las PYMES al mercado de capitales con base en la información obtenida de las encuestas se utilizó un modelo **Logit Binario**, para la variable éxito se seleccionó los indicadores que reflejan una  $P < 0.05$  en la información de las empresas. Seguidamente se presentan los resultados de la estimación

de las PYMES en base a la información obtenida en la encuesta. En donde se evaluamos aspectos del empresario, aspectos de la historia comercial de la empresa, aspecto de financiamiento y el conocimiento del empresario sobre el funcionamiento del mercado de capitales, además de los aspectos relacionados a la logística utilizada en el mercado de capitales.

**Tabla 1.**  
**Estimación para el aspecto del empresario.**

95% CI							
Predictor	Coeficient	SE Coeficient	Z	P	Odds Ratio	Lower	Upper
Constant	0.0156138	1.55981	0.01	0.992			
Género	-0.324187	0.585219	-0.55	0.580	0.72	0.23	2.28
Edad	0.0310513	0.447761	0.07	0.945	1.03	0.43	2.48
Constitución del emprendimiento de la empresa	0.317629	0.433682	0.73	0.464	1.37	0.59	3.21

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

En las variables antes expuestas el género tienen un efecto negativo en el éxito, la edad si afecta de manera positiva y cómo está constituida la empresa también lo hace de manera positiva, pero a pesar de esto no tienen significancia estadística en el éxito en el financiamiento con la inserción de las PYMES al mercado de capitales, el valor calculado de  $P > 0.05$  en todos los indicadores.

**Tabla 2.**  
**Estimación para la historia comercial.**

95% CI							
Predictor	Coefficient	SE Coeficient	Z	P	Odds Ratio	Lower	Upper
Constant	-21.1309	7347.54	-0.00	0.998			
Corregimiento	-0.622516	0.540055	-1.15	0.249	0.54	0.19	1.55
<b>Registro</b>	<b>-1.41186</b>	<b>0.743591</b>	<b>-1.90</b>	<b>0.050</b>	<b>0.24</b>	<b>0.06</b>	<b>1.05</b>
Responsable	-20.8553	24551.0	-0.00	0.999	0.00	0.00	*
Plaza	20.9905	17312.8	0.00	0.999	1.30638E+09	0.00	*
Años de Funcionamiento	0.0445332	0.674777	0.07	0.947	1.05	0.28	3.92
Canales de distribución	21.0913	12271.7	0.00	0.999	1.44488E+09	0.00	*
Ventas anuales	0.719086	0.455022	-1.57	0.102	0.46	0.17	0.17
Número de empleados	0.299255	0.890859	0.32	0,730	1.34	0.22	2.86

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

En cuanto a las variables del corregimiento donde está la empresa, el tipo de registro, la responsabilidad de la administración, la plaza donde ofrece sus productos, los años de estar en funcionamiento y los principales canales de

distribución también influye de manera negativa. El registro de la empresa sea esta persona jurídica marca una significancia estadística con  $P < 0.05$ , o sea es favorable para el éxito en la inserción de las PYMES al mercado de capitales.

Los canales, años de funcionamiento, la plaza donde ofrece sus productos y servicios a pesar de tener el signo correcto, no tienen una influencia estadísticamente significativa sobre la probabilidad de éxito de las empresas. La plaza donde ofrecen sus productos o servicios a nivel nacional o internacional se puede traducir en mayor productividad y en consecuencia, un mayor retorno para el empresario. Así como tener muchos años de funcionamiento y utilizar canales de venta mayoristas.

**Tabla 3.**  
**Estimación para aspectos del financiamiento.**

95% CI							
Predictor	Coefficient	SE Coeficient	Z	P	Odds Ratio	Lower	Upper
Constant	2.40655	1.16240	2.07	0.038			
Fuente de financiamiento	0.739086	0.465022	-1.59	0.112	0.48	0.19	0.19
Experiencia en financiamiento	0.309255	0.900859	0.34	0,731	1.36	0.23	7.96
<b>Propósito</b>	<b>-1.15038</b>	<b>0.496351</b>	<b>-2.32</b>	<b>0.020</b>	<b>0.32</b>	<b>0.12</b>	<b>0.84</b>
Créditos	-20.2643	24644.9	-0.00	0.999	0.00	0.00	*
Aprobación	20.2635	24644.9	0.00	0.999	0.31404E+08	0.00	0.00
Plazo de los préstamos	-0.180544	0.491806	-0.37	0.714	0.83	0.32	2.19
Tasa de interés	-0.353131	0.505311	-0.70	0.485	0.70	0.26	1.89

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Las fuentes de financiamiento influyen negativamente en el éxito de las empresas, así como el propósito, los créditos, el plazo de los préstamos y la tasa de interés. De manera muy particular de todo los indicadores relacionados al aspecto de financiamiento, el propósito del préstamo refleja una significancia

con un valor de  $P < 0.05$  que es una variable predictora significativa en el modelo logit binario.

**Tabla 4.**  
**Nivel de correlación para variable conocimiento, Alpha Crombach's.**

Adj Adj Squarred							
Omitted variable	Total mean	Total Standard Desviation	Item-Adj Correlation	Total	Multiple Correlation	Alpha Cronbach's	
P4.1	6.840	1.824	0.3196		0.1021	1.0000	
P4.2	6.330	1.544	0.9616		1.0000	0.8858	
P4.3	6.330	1.544	0.9616		1.0000	0.8858	
P4.4	6.330	1.544	0.9616		1.0000	0.8858	
P4.5	6.330	1.544	0.9616		1.0000	0.8858	

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Utilizamos la metodología de la Alpha de Cronbach para la variable aspectos del mercado de capitales, se cuantifica el nivel de correlación entre la escala de medida para la magnitud de la variable conocimiento que se midieron en la encuesta. El coeficiente de Cronbach resultó de 0.8858 a 1.0, lo cual refleja una elevada correlación entre la escala construida y otras posibles escalas que se pueden construir con 5 ítems que traten de medir el conocimiento del empresario de las PYMES sobre el mercado de capitales. La tabla 4 muestra la correlación individual entre los diferentes ítem de la encuesta que conforman la variable conocimiento de los empresarios sobre el mercado de capitales.

A continuación presentamos la estimación sobre el conocimiento y su influencia sobre el éxito en el financiamiento con la inserción en el mercado de capitales.

**Tabla 5.**  
**Estimación sobre el conocimiento del Mercado de Capitales.**

95% CI							
Predictor	Coeficient	SE Coeficient	Z	P	Odss Ratio	Lower	Upper
Constant	0.965081	0.415474	2.32	0.020			
<b>Conocimiento</b>	<b>-0.993252</b>	<b>0.478506</b>	<b>-2.08</b>	<b>0.038</b>	<b>0.37</b>	<b>0.14</b>	<b>0.95</b>

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

No tener un conocimiento sobre este tema definitivamente es un factor de riesgo de las PYMES al incursionar en el Mercado de Capitales. En la tabla anterior vemos que existen altas probabilidades para el éxito en las empresas con relación a la variable de conocimiento sobre el mercado de capitales, que tengan propósitos de que no sea aumentar capital de trabajo y que el registro de ellas no sea empresas de familia. Finalmente no tener conocimiento sobre el mercado de capitales afecta negativamente y tiene un valor significativo al ser  $P < 0.05$ , para el éxito de la empresa en el financiamiento con la inserción en el mercado de capitales.

**Tabla 6.**  
**Estimación sobre aspectos relacionados a la logística utilizada en el mercado de capitales.**

95% CI							
Predictor	Coefficient	SE Coefficient	Z	P	Odss Ratio	Lower	Upper
Constant	0.965081	0.415474	2.32	0.020			
Instrumentos financieros aplicables a las PYMES	18.9900	1.2534	0.04	0.062	0.34	0.19	0.41
Ventajas de financiamiento con el mercado de capitales	20.2234	21533.6	0.11	0.725	1.23	0.16	2.00
Predisposición al cumplimiento de requisitos del mercado de valores	0.180542	0.367210	0.32	0.465	0.84	0.24	0.91
Percepción como inversor en PYMES	0.353130	0.505211	0.00	0.831	1.01	0.28	3.04

Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

La estimación sobre aspectos relacionados a la logística utilizada en el mercado de capitales, nos demuestra que los instrumentos financieros aplicados a las pymes, las ventajas de financiamiento con el mercado de capitales, la predisposición al cumplimiento de requisitos del mercado de valores y la percepción como inversor en pymes muestran signos correcto, no tienen influencia positiva o favorable para el éxito en la inserción al mercado de capitales.

#### 4.5.2 Modelo econométrico teórico

Se utilizó un modelo econométrico que Gujarati (2005) explica que los modelos de regresión en los que la variable dependiente es cualitativa por naturaleza se estudian con estos modelos, para los que la regresada es del tipo sí o no. Puesto que los MCO (mínimo cuadrado ordinal) plantean diversos problemas al estimar tales modelos, por lo cual se han desarrollado diversas alternativas. El modelo *logístico* ha sido utilizado extensamente en análisis de fenómenos de crecimiento tales como la población, el PIB, la oferta monetaria, etc. Existen dos modelos de este tipo, uno el modelo logit y el otro el modelo probit. (pp. 541, 542 y 574).

Además durante la búsqueda de investigaciones previas sobre las PYMES en el mercado de capitales encontramos la referencia del estudio realizado con las PYMES en la República Dominicana por Aristi Escuder (2012), en donde este modelo econométrico tuvo una eficiente aceptación y significancia (p. 574) fue motivo por el cual utilizamos esta referencia para nuestro estudio.

La fórmula correspondiente al modelo logit binario devuelve la probabilidad de éxito en las variables planteadas como criterios de inclusión: plaza, número de empleados y ventas anuales.

$$P\left(\text{Exito} = \frac{1}{X}\right) = \frac{1}{1 + e^{-z}}$$

Donde la Z está dado por

$$Z = 1.663 - 16.79X_1 - 0.841X_2 - 0,745X_3$$

Donde

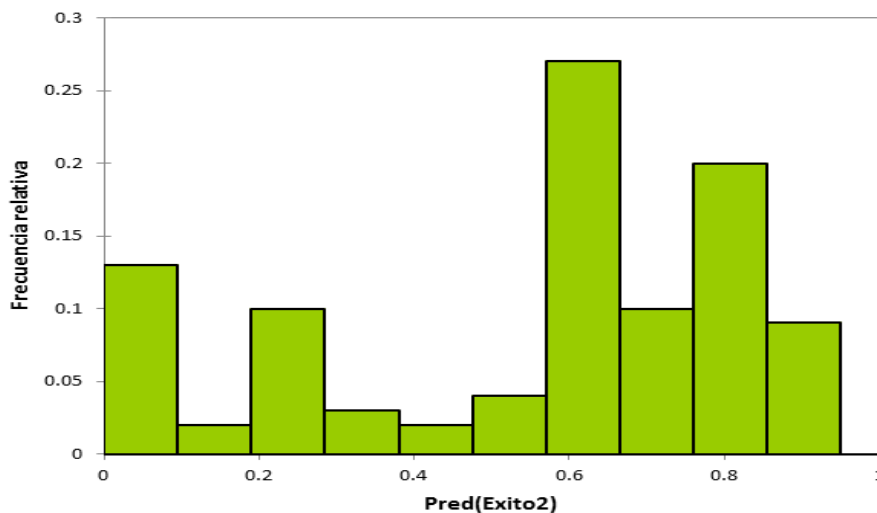
$X_1$  es el registro de la empresa

$X_2$  el propósito del financiamiento

$X_3$  el conocimiento sobre el mercado de valores.

Para una mejor visualización de la probabilidad que genere un resultado optimista de éxito sobre la muestra del estudio, elaboramos un histograma.

**Gráfica 36.**  
**Probabilidad de éxito de las PYMES en la inserción al Mercado de Capitales de acuerdo al modelo Logit Binario. Panamá. 2014.**



Fuente: Encuesta a empresarios PYMES

Las empresas que tienen mayor probabilidad de éxito son las que se alejan del valor de cero, con igual o mayor de 0.1 de frecuencia relativa.

## **CAPÍTULO V**

### **PROPUESTA DEL MODELO DE INSERCIÓN PARA EL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES.**

## **5.1 Estrategias para la inserción al financiamiento a través del mercado de capitales.**

La presente propuesta se constituye en una primera aproximación a las acciones que desde nuestro punto de vista deberían ser tomadas en cuenta a objeto de promover el acceso de las pyme al mercado de valores panameño.

Consideramos, que la puesta en marcha de una estrategia integral de promoción de acceso de las pymes al financiamiento a través del mercado de valores requiere de una participación activa de los diversos participantes involucrados (Gobierno Nacional, Superintendencia del Mercado de Valores, Bolsa de Valores de Panamá, S.A., Empresas Calificadoras de Riesgo, Sociedades Administradoras de Fondos, Agencias de Bolsa, Inversionistas Institucionales, Pyme, etc.).

De esta manera se podrán lograr sinergias importantes, que permitirán introducir mejoras en diferentes áreas del Mercado de Valores, creando las condiciones para el fortalecimiento de los mecanismos de financiamiento e inversión actualmente existentes, garantizando la transparencia del mercado, y creando los medios de difusión que contribuyan a mejorar el conocimiento respecto a las ventajas y riesgos del financiamiento bursátil.

Para lograr los objetivos planteados se debe trabajar en los siguientes aspectos:

1. Promover entre los participantes del Mercado de Valores, las potencialidades del sector pyme identificados en el presente trabajo de investigación, con el objetivo de cambiar la percepción actual que se tiene de este estrato empresarial. Esto permitirá contar con todos los elementos que permitirán realizar una evaluación adecuada del riesgo asociado a esta operación.
2. Incluir nuevos emisores al Mercado de Valores, con especial énfasis en la pequeña y mediana empresa, mediante la estructuración de mecanismos e instrumentos adecuados a las necesidades y requerimientos tanto de demandantes de recursos como de inversionistas. Esta tarea deberá ir acompañada de la adecuación del marco legal del Decreto Ley N°.1 de 8 de julio de 1999, para viabilizar la canalización de recursos hacia valores emitidos por las PYMES.
3. Apoyar la transparencia y formalidad de las pymes mediante la difusión de los beneficios y ventajas de participar y obtener financiamiento a través de los mecanismos disponibles existentes en el mercado de valores.

El éxito de los objetivos estratégicos planteados, depende de la realización de una serie de tareas que demandan la participación activa de un conjunto de

instituciones, y que deberán trabajarse en horizontes de corto, mediano y largo plazo. Estas acciones de carácter estratégico para el desarrollo del Mercado de Valores han sido identificadas y agrupadas en tres componentes: (1) Difusión de las potencialidades del sector pyme entre los participantes del mercado (2) Incorporación de nuevos emisores e inversores al mercado de valores (3) Incentivar la transparencia y formalidad de las pyme.

## **5.2 Difusión de las potencialidades del sector PYMES.**

Establecer un programa de difusión, que dé a conocer a los participantes del mercado de valores, principalmente Agencias de Bolsa e Inversionistas Institucionales, las potencialidades y particulares de este sector a fin de que se tenga un conocimiento claro del ámbito en que las PYMES desarrollan sus actividades.

En la medida en que las agencias de Bolsa e Inversionistas tengan un conocimiento adecuado de este estrato empresarial y sean conscientes de las características propias de la pequeña y mediana empresa, podrán desarrollar técnicas de evaluación financiera y análisis de riesgo que permitan incorporar a las PYMES en sus políticas de inversión.

El objetivo del programa será aportar a la generación de una base común de información sobre el sector pyme entre los actores que conforman el Mercado de Valores.

El programa de difusión debe considerar el contenido y las estrategias y mecanismos de difusión. Los siguientes aspectos son fundamentales a la hora de difundir la información. La diferenciación entre las micro, pequeñas y medianas empresas, enfatizando la diferencia entre los estratos y los aspectos comunes entre pequeñas y medianas empresas, principalmente en los temas asociados con su nivel de formalización. La caracterización de la pyme presentada en la presente investigación permitirá difundir esas diferencias y potencialidades.

Características del sector pyme que muestran que su nivel de informalidad es menor al percibido por el entorno, principalmente por los actores relacionados al mercado de valores.

En el ámbito legal, la existencia de empresas que están constituidas como sociedades jurídicas las convierte en clientes que pueden ser atendidos de manera inmediata.

En el ámbito comercial, la vinculación de una importante proporción de empresas pyme a empresas de mayor tamaño a partir de contratos de provisión que avalan la seriedad y formalidad de las empresas. Este hallazgo es una condición favorable para el desarrollo de mecanismos intermedios de financiamiento, que pueden aprovechar esta vinculación (pyme-empresa grande) disminuyendo el riesgo percibido por los inversionistas institucionales.

En el ámbito del acceso a financiamiento es importante transparentar el hecho de que la pyme es sujeto de crédito en el sistema financiero formal y que tiene un registro o historial de cliente al que pueda acceder un inversor, y que se convierte en un antecedente de la formalidad en cuanto al cumplimiento de obligaciones.

En el ámbito de la formalidad interna de las empresas, información sobre la existencia de registros y reportes contables y financieros en las empresas es un aspecto clave que permite al inversor, agente o mecanismo de intermediación.

No menos importante es el ámbito relacionado con la predisposición de los empresarios PYME a convertirse en actores del Mercado de Valores, cumpliendo los requisitos exigidos para su participación. No obstante, como se verá más adelante, los beneficios y costos de cumplir con estos requisitos deben estar claros para los empresarios de manera que se motiven a tomar

decisiones en esta dirección. Los agentes y posibles inversionistas deben conocer la existencia de un potencial segmento de clientes que pueden incrementar la dinámica del mercado.

La difusión de información sobre un tema que, en la actualidad, no es el de mayor interés de los actores que conforman el Mercado de Valores, está en la obligación de enmarcarse en una estrategia y medios de alto impacto.

El contenido de la información, descrito en párrafos precedentes, cumplirá con las siguientes características:

- Será puntual y concreto. El exceso de información podría hacer que los destinatarios eludan su lectura y análisis.
- Relacionará, en cuanto sea posible y de manera deliberada, los datos y textos con las actividades e intereses de los destinatarios.
- Resaltará elementos clave que aporten a una toma de decisiones positivas con respecto de la incorporación de la pyme como actor del Mercado de Valores, enfatizando tanto los aspectos de atraktividad económica del estrato como los aspectos positivos que, en la línea de la responsabilidad social empresarial, representa atender un segmento generador de empleo y valor agregado en el país.

### **5.3 Incorporación de nuevos emisores e inversores al Mercado de Capitales.**

Es preciso establecer y construir un marco adecuado que permita transparentar tanto la información como las operaciones, viabilizando el acceso de los agentes económicos hacia los mecanismos e instrumentos actualmente existentes, y crear las condiciones apropiadas para desarrollar nuevas alternativas de financiamiento e inversión.

#### **5.3.1 Flexibilización de requisitos a los cuales se encuentran sujetas las emisiones PYME.**

Con el propósito de promover el desarrollo del Mercado de Valores, e incorporar nuevos emisores, se propone establecer ciertas excepciones a requisitos que resulten excesivos o impongan costos asociados elevados, siempre y cuando se trate de emisiones de valores de montos pequeños a plazos cortos. Esta flexibilización estaría asociada a las emisiones en mesa de negociación.

Estas excepciones podrían dar lugar a la posibilidad de incorporar asesores independientes que realicen los trabajos de estructuración para que luego estos proyectos se presenten a las agencias de bolsa para su colocación. En este sentido, es muy importante la incorporación de esta figura por parte de la

Superintendencia del Mercado de Valores como entidad que fiscaliza y regula a todos los participantes del Mercado de Valores.

Otro incentivo interesante, muy utilizado en otros países para que más pyme acudan al Mercado de Valores es la excepción del pago de registros bursátiles por un periodo de tiempo determinado, mediante la construcción de programas de apoyo económico a PYME.

### **5.3.2 Creación de un departamento PYME dependiente de la Bolsa de Valores de Panamá.**

La incorporación de las PYMES emisoras al mercado bursátil requiere de un cambio de estrategia por parte de la Bolsa de Valores de Panamá. Las actuales circunstancias hacen que las agencias de bolsa no tengan una participación activa en este proceso, por ende se hace necesario que la BVP participe activamente promocionando y difundiendo los beneficios del mercado de valores entre las pyme con potencial bursátil sobre las mejores alternativas de financiamiento disponibles y posteriormente las ponga en contacto con los intermediarios bursátiles.

Mediante la creación de un departamento dirigido a incorporar a las PYMES se eliminan las iniciativas esporádicas y se crea una ventanilla de atención estable

que coordine y canalice todos los esfuerzos para que nuevas empresas emisoras entren a financiarse a través de los mecanismos disponibles.

### **5.3.3 Incorporar mecanismos que disminuyan el riesgo y el costo asociado a emisiones de PYMES.**

Las soluciones a esta problemática no sólo vienen por el lado de la flexibilización de los requisitos establecidos por el Mercado de Capitales. La experiencia de otros países indica que la flexibilización de requisitos no ha tenido resultados alentadores, sino viene acompañada de mecanismos intermedios que minimicen el riesgo y disminuyan los costos asociados a la evaluación y monitoreo de estas emisiones.

Los mecanismos más adecuados para lograr este objetivo vienen a través de los Fondos de Inversión cerrados en PYME, Sociedades de Garantía Recíproca, la constitución de Patrimonios Autónomos (titularización), y la constitución de esquemas de garantía que posibiliten mejorar las condiciones de crédito.

Tomando en cuenta que los agentes de bolsa consideran que realizar un esfuerzo de estructuración y/o colocación de valores individuales de PYME representa un alto costo marginal comparado con emisiones de títulos para

empresas grandes, y que de acuerdo a los resultados del trabajo de campo, un porcentaje importante de estas empresas estarían dispuestas a asociarse para obtener mejores condiciones de financiamiento, existe la posibilidad de conformar una alianza entre ellas, que agrupe a distintas empresas estableciendo una sola emisión PYME respaldada con avales externos.

#### **5.4 Incentivar la transparencia y formalidad de las PYMES.**

La formalidad en la PYME es un tema que ha sido abordado desde diferentes perspectivas y siempre con el ánimo de incentivar y promover la incorporación de importantes segmentos empresariales a la formalidad legal y profundizar los niveles de formalidad comercial y de gestión de las empresas.

Las propuestas para lograr estos importantes objetivos van desde la modificación del marco normativo hasta la modificación de la actitud y visión de los empresarios, siendo todas válidas e importantes pero no fácilmente abordables y con resultados a corto plazo.

Una de las principales conclusiones a las que se puede arribar como fruto de la investigación y de la revisión de la documentación relacionada, es que, sin modificaciones de fondo en la normativa y legislación empresarial, la formalización de las empresas está ligada a la existencia de beneficios

comerciales y financieros concretos que las mismas pueden obtener en el corto plazo.

En esta línea, lo primero que debe realizarse cuando se pretende incentivar la transparencia y formalidad de la PYME, es preguntarse cuáles son los beneficios que las empresas obtendrán y cómo estos beneficios se conjugan con las expectativas que tienen los empresarios, que buscan nuevas alternativas de financiamiento en los mercados formales de crédito.

La difusión entre la PYME del cálculo y análisis comparativo de los beneficios y costos de la formalización comparados con los beneficios y costos de acceder a una nueva fuente de financiamiento, que presente resultados positivos en el corto plazo, se presenta como un incentivo concreto que puede apoyar el tránsito de empresas hacia la formalidad y de empresas formales hacia formas societarias de organización jurídica.

Este incentivo debe estar acompañado de programas de información, asesoramiento e inclusive de facilitación de trámites para la formalización en el ámbito legal y de asistencia técnica para la formalización comercial e interna de las empresas.

Esta tarea debe ser impulsada por todos los actores involucrados en el desarrollo del Mercado de Valores así como de actores relacionados con la actividad empresarial (gremios empresariales, Entidades prestadoras de servicios y agencias de cooperación internacional) mediante la implementación de mecanismos de difusión y, sobre todo de programas de apoyo a la formalización para clientes potenciales del Mercado de Valores.

## **CONCLUSIONES**

1. La muestra de estudio la constituyeron 100 empresarios, de ellos 86% son masculinos y 14% son mujeres, un 73% oscila entre las edades de 36 a 45 años, y el 25% de 46 a 55 años de edad. Es evidente que los hombres son los que más se enfrentan a la labor de administrar los negocios y por lo tanto los que más arriesgan. Al igual que la edad promedio es de 46 a 55 años de edad.
2. El 54% de las empresas son de primer emprendimiento, 39% ha emprendido varias veces y aún existe el emprendimiento, y 7% ha emprendido varias veces, pero cerró. Este porcentaje de 54% de las empresas que son de primer emprendimiento nos demuestra que muchos empresarios han logrado mantenerse en su primer negocio.
3. En general los empresarios PYMES son varones que han emprendido varias veces, de 36 a 45 años, como característica estadísticamente significativa ( $p < 0.05$ ).
4. El 47% de las empresas están en el corregimiento de Bella Vista, 27% en Pueblo Nuevo y 26% en Betania. Mientras que 66% del registro de empresa es de sociedades anónimas, 19% de persona natural, 10% de sociedad de accionistas y 5% de empresas de familia. De acuerdo a la clasificación de pymes el 81% está dentro de esta clasificación siendo la pequeña la del más alto porcentaje.
5. En cuanto a la responsabilidad de la administración y la plaza donde ofrece sus productos y servicios, en 85% el responsable es el propietario

y el 15% delega la administración. Por otro lado el 83% ofrece sus productos y servicios a nivel local y 17% a nivel nacional.

6. Los principales canales de distribución utilizados para la comercialización de sus productos, lo hacen en tienda propia (81%) , distribución mayorista 15% y otras formas 4%. Por otro lado las empresas se clasifican según condición de venta efectiva 89% y crédito 11%.
7. El 98% de las empresas hace su cancelación de compromisos con cheques y 2% con letras de cambio. Ahora bien el 37% tiene ventas de 500,0001 a 1, 000,000; 44% de 250.000 a 500,000, menos de 250,000 16% y 1, 000,001 y más solo un 3%. El 89% sus ventas son en efectivo, es decir de contado.
8. El 81% de las empresas de acuerdo a sus ventas anuales está dentro de la clasificación de pequeñas, el 16% microempresa y el 3% empresa mediana.
9. En promedio las empresas son propietarios que utilizan los cheques para cancelar sus compromisos y tienen 16 a 20 años de estar funcionando. Las empresas de Betania son familiares. Las empresas que utilizan los canales de distribución para comercializar sus producto de distribución mayorista lo realizan a nivel nacional y delegan la administración que tienen de 21 a 50 empleados, con 21 años y más de estar funcionando y ventas de 250,000 a 500, 000. Las empresas de registro de sociedad anónima tienen ventas de 500,0001 a 1000000 y

más localizadas en Bella Vista o Pueblo Nuevo con 11 a 15 años de estar funcionando y de 11 a 15 empleados que ofrecen sus productos y servicios a nivel local. Las empresas de tipo persona natural tienen ventas anuales de menos de 250,000 dólares.

10. Los resultados de los aspectos del financiamiento, manifiestan que sus principales fuentes de financiamiento son bancarios 81%, con socios 16% y familiares 3%, su experiencia con estos financiamientos ha sido excelente 55%, buena 37% y regular 8%.
11. El 56% de los empresarios afirma que el propósito del financiamiento fue el de aumentar el capital de trabajo, para ir a nuevos mercados 19%, invertir en equipo 16%, adquisición de activos 6% y ampliación de estructuras el 3%. Por otro lado el 80% de los empresarios pidieron crédito y a 79% les fue aprobado.
12. Al 61% de los empresarios les fue aprobado el crédito en el sector financiero a mediano plazo, corto 29% y largo plazo 10%, ellos dicen que su tasa de interés fue regular en 65% y 35% alta.
13. En promedio a los empresarios les fue aprobado el financiamiento a plazo mediano (5 a 10 años) y para invertirlo en equipos, aquellos que su principal fuente de financiamiento es la familiar y con socios, hacen préstamos para ir a nuevos mercados. Y aquellos que se les ofrecieron tasas altas y el propósito era aumentar su capital de trabajo.

14. En caso del conocimiento que tienen sobre algunos aspectos del tema del mercado vemos que el conocimiento sobre los instrumentos financieros que facilitan el acceso al mercado de valores, si conoce quienes participan y el funcionamiento, está en un 29% sí lo conoce y 71% no conoce sobre estos aspectos.
15. Por otro lado si conoce en sí el mercado de valores vemos que el 80% sí lo conoce y solo un 20% no lo conoce.
16. El aspecto de cuáles son los instrumentos financieros aplicables a las PYMES, el 80% menciona que son los bonos, mientras el 12% restante las acciones, nadie menciona los cheques posfechados, valores comerciales, letras de cambio y de tesoro.
17. En cuanto a las ventajas del financiamiento a través del mercado de valores, vemos que 78% piensa que es una tasa de interés competitiva, un 19% condiciones de plazo que se adaptan mejor al negocio.
18. Mientras que un 3% flexibilidad en la otorgación de garantías. En cuanto a su predisposición al cumplimiento de los requisitos del mercado de valores, vemos que un 85% está por asumir costos asociados al financiamiento Bursátil, un 2% transformarse en una sociedad anónima, 3% entregar estados financieros trimestrales, 1% hacer un memorial anual y 9% entregar balances auditados anuales.
19. La percepción como inversor en PYMES, en este caso vemos que un 61% lo ve como Garantías de inmuebles, 18% como flujo de caja, 8%

capacidad de producción, 5% su plan de negocios, 4% para garantizar con la maquinaria, 1% como contrato de trabajo.

20. Garantizar con la maquinaria, la flexibilidad en la otorgación entregar estados financieros trimestrales o anuales y transformarse en una sociedad anónima se ven asociados (valor de Chi-cuadrado significativo  $p < 0.05$ ).

21. Por otro lado su plan de negocio y las acciones forma otro conglomerado de respuestas asociadas ( $p < 0.05$ ). Así como no conocer sobre el mercado de valores, su funcionamiento y usar acciones como instrumentos financieros aplicables a las PYMES, los que utilizan los bonos, tasas de interés, la garantía de inmuebles está asociada a conocer el mercado de valores. Hacer memoriales anuales también demuestra conocimiento sobre el funcionamiento de la bolsa de valores de Panamá.

22. Considerando los principales canales de distribución utilizados para comercializar su producto, y tomando en cuenta que el 81% tiene tienda propia y 15% tiene distribución mayorista, vemos una asociación significativa ( $p < 0.05$ ), de aquellos que tienen tiendas propias con los flujo de caja, capacidad de producción, solvencia y contratos de trabajo. Los de distribución mayorista algo asociada con garantizar con la maquinaria y los otros con su plan de negocio.

23. En cuanto a la cantidad de empleados en la empresa vemos que el 23% tiene de 6 a 10 empleados, 37% de 11 a 15 empleados 25% de 16 a 29 y 15% de 21 a 50 empleados. En estas empresas vemos que aquellas de 16-20 empleados no tiene conocimiento del funcionamiento de la bolsa de valores, y las de 11 a 15 empleados demuestra algo de conocimiento sobre la bolsa de valores, no se observa asociación en las empresas con 6 a 10 empleados, así como 21 y 50 empleados con el conocimiento o no de la bolsa de valores.
24. En cuanto a los años de estar en funcionamiento, vemos que el 25% de las empresas encuestadas tiene de 6-10 años, 38% de 11 a 15 años, 23% de 16 a 20 años y 14% de 21 a 50 años, por otro lado vemos que la percepción que tienen como inversor en PYMES se observa que las empresas que tienen de entre 21-50 años de funcionamiento su percepción está correlacionada con demuestran solvencia y garantizar con la maquinaria, mientras que resto menos de 21 años se asocian con su plan de negocios, garantía de un inmueble y los flujos de cajas.
25. Entre los principales hallazgos podemos mencionar que las pequeñas y medianas empresas presentan algunos obstáculos, como el acceso a los mercados, una limitada capacidad de gestión y la obtención de créditos del sector bancario. Por otro lado, se evidencia una limitada participación de empresas en este mercado por diferentes razones.

26.El mercado panameño está conformado por más del 24% por PYMES.

Los resultados mostrados en este informe nos permiten mostrar el carácter heterogéneo de las pequeñas y medianas empresas: elementos como el tamaño de las PYMES, la edad del empresario, su experiencia laboral y empresarial, el carácter familiar de la unidad económica, el sector en el que se desarrolla, vinculación con el ecosistema empresarial, sistema financiero, su dotación de capital, nos permiten identificarlo como un sector marcado de diferencias entre cada una de ellas.

27.Uno de los aspectos a destacar es que existe un desconocimiento del mercado de valores y de su funcionamiento, así como de sus ventajas de participar utilizando los instrumentos financieros que les permite a las empresas fondearse de recursos financieros accesibles y a bajo costo.

## RECOMENDACIONES

1. Facilitar la puesta en marcha de una estrategia integral de promoción de acceso de pyme al financiamiento a través del Mercado de Valores con una participación activa de los diversos participantes involucrados (Gobierno Nacional, Superintendencia del Mercado de Valores, Bolsa de Valores de Panamá, S.A., Empresas Calificadoras de Riesgo, Sociedades Administradoras de Fondos, Agencias de Bolsa, Inversionistas Institucionales, PYME, etc.).
2. Desarrollar políticas que permitan introducir mejoras en diferentes áreas del Mercado de Valores, creando las condiciones para el fortalecimiento de los mecanismos de financiamiento e inversión actualmente existentes, garantizando la transparencia del mercado, y creando los medios de difusión que contribuyan a mejorar el conocimiento respecto a las ventajas y riesgos del financiamiento bursátil.
3. Exaltar entre los participantes del Mercado de Valores, las potencialidades del sector PYME identificados en el presente trabajo de investigación, con el objetivo de cambiar la percepción actual que se tiene de este estrato empresarial. Esto permitirá contar con todos los elementos que permitirán realizar una evaluación adecuada del riesgo asociado a esta operación.
4. Favorecer medidas para incorporar nuevos emisores al Mercado de Valores, con especial énfasis en la pequeña y mediana empresa, mediante la estructuración de mecanismos e instrumentos adecuados a

las necesidades y requerimientos tanto de demandantes de recursos como de inversionistas. Esta tarea deberá ir acompañada de la adecuación del marco legal para viabilizar la canalización de recursos hacia valores emitidos por pyme.

5. Fomentar e incentivar la transparencia y formalidad de las pyme mediante la difusión de los beneficios y ventajas de participar y obtener financiamiento a través de los mecanismos disponibles existentes en el mercado de valores.
6. Facilitar acciones de carácter estratégico para el impulso del Mercado de Valores y han sido identificadas y agrupadas en tres componentes: (1) Difusión de las potencialidades del sector pyme entre los participantes del mercado (2) Incorporación de nuevos emisores e inversores al mercado de valores (3) Incentivar la transparencia y formalidad de las pymes.
7. Desarrollar y construir un marco adecuado que permita transparentar tanto la información como las operaciones, viabilizando el acceso de los agentes económicos hacia los mecanismos e instrumentos actualmente existentes, y crear las condiciones apropiadas para desarrollar nuevas alternativas de financiamiento e inversión.
8. Proponer el establecimiento de ciertas excepciones a requisitos que resulten excesivos o impongan costos asociados elevados, siempre y cuando se trate de emisiones de valores de montos pequeños a plazos

cortos. Esta flexibilización estaría asociada a las emisiones en mesa de negociación.

9. Establecer incentivos para la exoneración del pago de registro bursátil, muy utilizado en otros países para que más pyme acudan al Mercado de Valores, mediante la construcción de programas de apoyo económico a las PYMES.
  10. Se hace necesario que la Bolsa de Valores de Panamá, participe activamente promocionando y difundiendo los beneficios del mercado de valores entre las PYMES con potencial bursátil sobre las mejores alternativas de financiamiento disponibles y posteriormente las ponga en contacto con los intermediarios bursátiles.
  11. La creación de un departamento dirigido a incorporar PYME se eliminan las iniciativas esporádicas y se crea una ventanilla de atención estable que coordine y canalice todos los esfuerzos para que nuevas PYMES emisoras entren a financiarse a través de los mecanismos disponibles.
- Promover iniciativas para dar soluciones a la problemática de la pyme relacionada a la flexibilización de los requisitos establecidos por el Mercado de Valores. La experiencia de otros países indica que la flexibilización de requisitos no ha tenido resultados alentadores, sino viene acompañada de mecanismos intermedios que minimicen el riesgo y disminuyan los costos asociados a la evaluación y monitoreo de estas emisiones.

12. Efectuar PYME representa un alto costo marginal comparado con emisiones de títulos para empresas grandes, y que de acuerdo a los resultados del trabajo de campo, un porcentaje importante de pyme estaría dispuesto a asociarse para obtener mejores condiciones de financiamiento.
13. Apoyar la formalidad en la pyme este ha sido un tema que se ha abordado desde diferentes perspectivas y siempre con el ánimo de incentivar y promover la incorporación de importantes segmentos empresariales a la formalidad legal y profundizar los niveles de formalidad comercial y de gestión de las empresas.
14. Elaborar propuestas para lograr importantes cambios que van desde la modificación del marco normativo hasta la modificación de la actitud y visión de los empresarios, siendo todas válidas e importantes pero no fácilmente abordables y con resultados a corto plazo.
15. Realizar una modificación de fondo en la normativa y legislación empresarial, la formalización de las empresas está ligada a la existencia de beneficios comerciales y financieros concretos que las mismas pueden obtener en el corto plazo.
16. Incentivar la transparencia y formalidad de la pyme, indicando cuáles son los beneficios que las empresas obtendrán y cómo estos beneficios se conjugan con las expectativas que tienen los empresarios, que

buscan nuevas alternativas de financiamiento en los mercados formales de crédito.

17. Permitir un análisis comparativo de los beneficios y costos de la formalización comparados con los beneficios y costos de acceder a una nueva fuente de financiamiento, que presente resultados positivos en el corto plazo, se presenta como un incentivo concreto que puede apoyar el tránsito de empresas hacia la formalidad y de empresas formales hacia formas societarias de organización jurídica.
18. Crear un incentivo que acompañe los programas de información, asesoramiento e inclusive de facilitación de trámites para la formalización en el ámbito legal y de asistencia técnica para la formalización comercial e interna de las empresas.
19. Facilitar la creación de nuevos instrumentos financieros que permitan a las pymes acceder al mercado de valores a través de estos instrumentos.
20. Entre las principales contribuciones que planteamos en nuestra investigación es proponer instrumentos innovadores para el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas, a través del mercado de capitales en Panamá, sugiriendo un régimen especial simplificado para PYMES, con asesorías financieras, difusión de las posibilidades de financiamientos y nuevos instrumentos que puedan utilizarse en el mercado de capitales.

## **BIBLIOGRAFÍA**

## TEXTOS

Anzola Rojas, Sérvulo. (2007) *Administración de Pequeñas Empresas*. Segunda Edición. México: McGraw-Hill Editorial.

Arias, F. (1999). *El Proyecto de Investigación*. Caracas: Editorial Episteme.

Balestrini, M. (1997). *Cómo se elabora un proyecto de Investigación*. Caracas: Fitolito Quintana.

Bermejo, Manuel e Ignacio de la Vega. (2003). *Crea tu propia Empresa*. Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

Block, Stanley y Geoffrey A. Hirt. (2001). *Fundamentos de Gerencia Financiera*. Novena Edición. Bogotá: McGraw-Hill Interamericana.

Chuliá Vincent. (1995). *Derecho Mercantil*. México: Editorial Tirant.

Frixione Cerón, Domingo. (2003). *Autodiagnóstico de pequeñas y medianas empresas*. México: Limusa, Noriega editores.

Gitman, W. (1997). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Editorial Mc Graw Hill Interamericana.

Grinblatt, Mark y Sheridan, Titman. (2003). *Mercados Financieros y Estrategia Empresarial*. Madrid: McGraw – Hill Interamericana.

Gujarati, Damodar N. (2005) *Econometría*. Cuarta edición. México: McGraw-Hill Interamericana.

Hernández, Roberto, Fernández, Carlos y Baptista Pilar (2008) *Metodología de la investigación*, cuarta edición, México: Mc Graw-Hill Interamericana.

- Higgins, Roberto. (2004) *Análisis para la Dirección Financiera*. México: McGraw- Hill Interamericana, S.A.
- Jhonson, R.W. y Melicher, R.W. (2004). *Administración Financiera*. 5a. Edición. México: Compañía Editorial Continental.
- Laming, Peggy y Charles Kuehl. (1998). *Empresarios Pequeños y Medianos*. México: Editorial Pearson Education.
- Longenecker, Justin y otros (2006). *Administración de Pequeñas y Medianas Empresas*. Decimotercera edición. México: EDAMSA Impresiones S.A.
- Martín Mato, Miguel Ángel. (2010) *Mercado de Capitales: Una Perspectiva Global*. Buenos Aires. Cengage Learning.
- Mojica P. Juan E. y otros. (2012). *Análisis estratégico para el Desarrollo de la Mipyme en Panamá*. Panamá: Imprenta Universidad de Panamá.
- Moreno Fernández, Joaquín y Sergio Rivas Merino. (2002). *La Administración Financiera de los activos y Pasivos a Largo Plazo el Capital y los Resultados*. México: Compañía Editorial Continental.
- Nieto, Ubaldo. (1993). *Mercado de valores: organización y funcionamiento*. Cataluña: S.L. Civitas Ediciones.
- Pinilla D., Silma. (2002) *Una oportunidad para Panamá: Remover los obstáculos al desarrollo de las Pymes*. Panamá: Fundes.
- Ramírez Padilla, David Noel y Cabello Garza, Mario A. (1997). *Empresas Competitivas*. México: Editorial McGraw-Hill.
- Ross Anguizola, Julio. (2003). *Guía práctica para el empresario*. Panamá: Editora Sibauste, S.A.

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph y Bradford D. Jordan. (2010)

*Fundamentos de Finanzas Corporativas*. México: McGraw-Hill  
Interamericana.

Weston, J. (1997). *Fundamentos de Administración Financiera*. México:

Pearson Educación.

## **DOCUMENTOS DE INTERNET**

Arce, Óscar, López, Elías y Sanjuán, Lucio. (2011) *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*. La Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV. Documento de trabajo nº 52. ISSN (edición electrónica): 2172-7147. España: Composiciones Rali, S.A. Consultado el: 22-2-13. Disponible en:

<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT52.pdf>.

Aristy Escuder, Jaime. *Determinantes del éxito de las pymes en la Republica Dominicana. Ciencia y Sociedad*. 2012. Consultado el: 15-11-14 Disponible en:

<http://www.impulsapopular.com/assets/CISO20123704-497-528.pdf>.

De la Mata, Guadalupe. (2006). *Nuevos instrumentos financieros de apoyo a la financiación de las pequeñas y medianas empresas como estrategia de desarrollo local*. Madrid: Editorial Revista Local Nº 58 1/2005. Consultado el: 18-11-2014. Disponible en:

[http://www.academia.edu/832990/Nuevos\\_instrumentos\\_financieros\\_para\\_apoyar\\_a\\_pymes](http://www.academia.edu/832990/Nuevos_instrumentos_financieros_para_apoyar_a_pymes)

Díaz, Enrique (2013) *Alternativa de financiamiento para las Pymes*, Perú:

Conexionexan. Consultado el 10-2-14. Disponible en:

[www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2013/10/25](http://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2013/10/25).

Escalera Chávez, Milka Elena y Herrera Santiago, Gregorio (2008). *Estudio empírico sobre las fuentes de financiamiento en las pymes de los sectores: industrial, comercio y servicios de San Luis de Potosí*. Medellín: Colombian Accounting Journal, Vol. 2, Nº 2. ISSN: 2011-7094. Consultado el: 22-11-2013.

Disponible en:

[http://www.researchgate.net/publication/228470529\\_ESTUDIO\\_EMPRICO\\_SOBRE\\_LAS\\_FUENTES\\_DE\\_FINANCIAMIENTO\\_EN\\_LAS\\_PYMES\\_DE\\_LOS\\_SECTORES\\_INDUSTRIAL\\_COMERCIO\\_Y\\_SERVICIOS\\_DE\\_SAN](http://www.researchgate.net/publication/228470529_ESTUDIO_EMPRICO_SOBRE_LAS_FUENTES_DE_FINANCIAMIENTO_EN_LAS_PYMES_DE_LOS_SECTORES_INDUSTRIAL_COMERCIO_Y_SERVICIOS_DE_SAN)

Figuroa D., Luis, Vicente Lazen J., Francisco Santibañez M. y Francisco Silva. División de Estudios y Relaciones Internacionales Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. (2002) Un diagnóstico del capital de riesgo. Caso chileno.

Internet Páginas13-14.Consultado el: 10-10-14. Disponible en:

[http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-13944\\_Diagnostico\\_del\\_Capital\\_de\\_Riesgo.pdf](http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-13944_Diagnostico_del_Capital_de_Riesgo.pdf).

González, Mirla; Lárez, Arquímedes; Medina, Humberto. (2002) *Mercado de capitales como alternativa de financiamiento para la pyme en Venezuela*.

Consultado el: 22- 8- 09. Disponible en:

<http://www.monografias.com/trabajos14/mercados-capitales/mercados-capitales2.shtml>.

Olivares, Francisco. (1997). *La Micro y Pequeña Empresa en Centroamérica y Panamá. Situación y Tendencias*. Costa Rica. INCAE (CLACDS). Consultado el:

12-4-12. Disponible en: <http://www.metabase.net/docs/procomer/07431.html>.

Orlandi, Pablo. (2002) *Un análisis de las alternativas de financiamiento para las pymes exportadoras*. Buenos Aires. Editorial Centro Estudios para el Desarrollo

Exportador. Consultado el: 20-12-14. Disponible en:

<http://www.palermo.edu/cedex/pdf/CEDEXEnero06PymesFin.pdf>.

Payet José Antonio. (1999). *Razones para regular el Mercado de Valores*.

Revista Thémis nº 33. Consultado en: 25- 8- 2013. Disponible en:

[http://themis.pe/wp/wp-content/uploads/2011/11/%C3%8Dndice-Tem%C3%A1tico-THEMIS-Revista-de-Derecho\\_2\\_.pdf](http://themis.pe/wp/wp-content/uploads/2011/11/%C3%8Dndice-Tem%C3%A1tico-THEMIS-Revista-de-Derecho_2_.pdf).

Pérez, Carlota. (1994). *Opciones para la Pequeña y mediana empresa en un ambiente competitivo, Presentación en el XVI Simposio Latinoamericano de la*

*Pequeña y mediana Industria (SLAMP'93)*. Venezuela. Consultado el 15- 3-13.

Disponible en: <http://servicio.bc.uc.edu.ve/faces/revista/a9n19/9-19-3.pdf>.

Randall, Dodd. *¿Qué son los mercados monetarios?* Revista Finanzas &

Desarrollo junio de 2012.p46 Consultado el: 18-11-14 Disponible en:

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2012/06/pdf/basics.pdf>.

Rhoads, Jhon. (1997). *Mercado de Valores para empresas Pequeñas y*

*medianas*. México: Instituto mexicano de contadores públicos. Consultado el:

21- 8-08. Disponible en: <http://www.ejournal.unam.mx/rca/191/RCA19110.pdf>.

Tola Nosiglia José, (1994) *El Mercado de Valores, Banco Mercantil*. Consultado

el 22- 8-08. Disponible en:

[http://www.unfv.edu.pe/facultades/fcfc/images/pdf/syllabus/3RO\\_CCC316.pdf](http://www.unfv.edu.pe/facultades/fcfc/images/pdf/syllabus/3RO_CCC316.pdf).

Zevallos, Emilio. (2006). *Obstáculos al Desarrollo de las Pequeñas y Medianas*

*Empresas en América Latina*. Costa Rica: Fundes. Consultado el: 24-6-12.

Disponible en:

[http://www.alide.org/DataBank2007/Reclnformation/3APP\\_Enterprise/51MicroP](http://www.alide.org/DataBank2007/Reclnformation/3APP_Enterprise/51MicroP)

[YMRZevallos.pdf](http://www.alide.org/DataBank2007/Reclnformation/3APP_Enterprise/51MicroPYMRZevallos.pdf).

## DICCIONARIO

Diccionario de la Lengua Española (DRAE). (2012). 22ª edición. España.

Consultado el: 1-10-12. Disponible en:

<http://lema.rae.es/drae/?val=mercado+de+capitales>

## INSTITUCIONES

Autoridad de a micro, pequeña y mediana empresa. (AMPYME). (2009).

Panamá. Consultado el 10-10-2009. Disponible en:

<http://www.ampyme.gob.pa/home/noticias>.

Banco Interamericano de Desarrollo (2015) BID. *Acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento*. Washington. Consultado el: 30 -1- 2015.

Disponible en: [www.iadb.org/es/recursos-para-empresas/financiamiento-para-pequeñas-y-medianas-empresas-en-america-latina,5756.html](http://www.iadb.org/es/recursos-para-empresas/financiamiento-para-pequeñas-y-medianas-empresas-en-america-latina,5756.html)

Bolsa de Valores de Panamá. (1989) Boletín informativo. Panamá. Consultado

el: 7-4-10. Disponible en: <http://www.panabolsa.com/es/bvp/historia-y-evolucion/>.

Bolsa de Valores de Panamá. (2007). Informe Anual. Panamá. Consultado el: 7-4-10. Disponible en: <http://www.panabolsa.com/es/actividad-bursatil/estadistica/volumen-mensual-de-negociacion/>.

Bolsa Boliviana de Valores. Financiamiento de Pymes a través del mercado de valores. Bolivia 2007. Consultado en: 4- 12- 09, Disponible en: [http://www.bbv.com.bo/archivos/financiamiento\\_pymes.pdf](http://www.bbv.com.bo/archivos/financiamiento_pymes.pdf).

Comisión Económica para América Latina y el Caribe CEPAL. (2011). *Eliminando Barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina*. Santiago de Chile: Naciones Unidas. Consultado el: 20- 5- 2014. Disponible en: [www.cepal.org/es](http://www.cepal.org/es).

Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral. (2006). Boletín Informativo No. 3. Panamá.

Unión Nacional de Pequeñas y Medianas Empresas DE PANAMÁ (UMPYME). (2009) Panamá. Consultado el: 14- 11- 2009. Disponible en: <http://www.unpyme.org.pa/que-es-unpyme/>.

Ministerio de Industria y Productividad de Ecuador. (2012). Alternativas de Financiamiento a través del mercado de valores para PYMES. Consultado el:

14- 2- 2013. Disponible en:[http://www.industria.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012\\_Alternativas\\_Financiamientos\\_PYME\\_S\\_mercado\\_valores.pdf](http://www.industria.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamientos_PYME_S_mercado_valores.pdf).

## **LEYES**

Ley 53 del 28 de diciembre del 2005. Sobre el Mercado de Valores en la República de Panamá y la Superintendencia del Mercado de Valores. Gaceta Oficial de Panamá Digital N°. 26979-A, jueves 23 de febrero de 2012.

Consultado 10-10-12. Disponible en:

[http://www.gacetaoficial.gob.pa/index.php?id\\_gaceta=26979&gacReg=0&gacLiteral=A](http://www.gacetaoficial.gob.pa/index.php?id_gaceta=26979&gacReg=0&gacLiteral=A).

LEY N°. 8 del 29 de mayo de 2000 De la Autoridad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, Incluye reformas dispuestas por la Ley 72 de 9 de noviembre de 2009, reforma la Ley N° 8 del 2000 y la Ley N° 33 del 2000, que regulan la Micro, Pequeña y Mediana Empresa. Gaceta Oficial de Panamá Digital N° 24064. Consultado el 25-1-10. Disponible en: [http://www.ampyme.gob.pa/transparencia/marco\\_normativo/Ley\\_ampyme.pdf](http://www.ampyme.gob.pa/transparencia/marco_normativo/Ley_ampyme.pdf).

## **ENTREVISTA**

Lic. Juan Manuel Martans S. (2009) Entrevista con el Superintendente de Mercado de Valores. Oficina principal de la Superintendencia. Fecha: 19 de Marzo de 2:30 a 3:30 pm.