

PROBLEMÁTICA FINANCIERA DE LA PYME: ANÁLISIS TEÓRICO DE LOS FACTORES DETERMINANTES

Dr. D. Leonardo Cazorla Papis
Departamento de Dirección y Gestión de Empresas de la Universidad de Almería

Resumen: La existencia de una tejido de micro y pequeñas y medianas empresas competitivas constituye un factor clave para lograr un crecimiento económico sostenido en los países en desarrollo. Sin embargo, son muchas la barreras que dificultan la creación y consolidación de este colectivo empresarial. El acceso a los recursos financieros en la cuantía necesaria y en las condiciones de plazo, coste y exigibilidad óptimas, constituye para la mayoría de expertos una de las principales dificultades a las que se enfrenta este tipo de empresas. En los últimos años la literatura especializada ha centrado su atención en el estudio de la problemática financiera que presenta la PYME y el análisis de sus factores determinantes. Los trabajos concluyen que dichas dificultades son consecuencia de una amplio conjunto de variables de naturaleza diversa que podemos englobar: de una lado, en factores de oferta relacionados con el nivel de desarrollo y funcionamiento de los mercados financieros; y de otro lado, en factores de demanda relacionados con las características del ámbito interno de la empresa. En este trabajo desde un enfoque contingente, efectuamos en primer lugar una revisión de las teorías que explican el racionamiento de capital que sufre este tipo de empresas. A continuación se exponen los principales factores de oferta y demandan que condicionan las decisiones de financiamiento en este tipo de empresas. Por último, se describen los principales mecanismos e instrumentos financieros de apoyo puestos en práctica en la mayoría de países de la Unión Europea.

PROBLEMÁTICA FINANCIERA DE LA PYME: ANÁLISIS TEÓRICO DE LOS FACTORES DETERMINANTES

Dr. D. Leonardo Cazorla Papis
Departamento de Dirección y Gestión de Empresas de la Universidad de Almería

1.- Introducción

Disponer de un tejido de pequeñas y medianas empresas (en adelante PYME) consolidadas y competitivas constituye una condición necesaria para lograr un desarrollo económico, social y sostenible. La PYME constituye por tanto una pieza clave en la estructura económica y social, dada su contribución a la creación de empleo y la generación de valor añadido. Sin embargo, a pesar de su importancia este colectivo de empresas se enfrenta a graves problemas que tienen origen en su menor dimensión.

Recientes investigaciones han destacado la importancia de contar con una estructura financiera óptima como condición necesaria para afrontar con ciertas garantías de éxito los retos que plantea el entorno actual (Fazzari y Athey, 1987; Fazzari et al, 1988; etc.). Sin embargo, en el caso de la PYME, el acceso a una financiación en condiciones de coste, plazo y vencimiento adecuadas constituye uno de los principales problemas estructurales que limitan sus posibilidades de supervivencia y crecimiento en el mercado (Hellman y Stiglitz, 2000).

Conocer la naturaleza de las principales variables o factores que explican el racionamiento financiero que sufre este colectivo empresarial constituyen unos los principales puntos de interés de la literatura reciente sobre la estructura de capital. El trabajo que exponemos trata de efectuar un análisis de los factores/variables explicativas de la problemática financiera que en general sufre este colectivo empresarial. Con dicho objetivo, el trabajo se estructura en cuatro partes. Tras la introducción, en la sección dos efectuamos una exposición del marco conceptual que explica el racionamiento de capital que sufre este tipo de empresas. La sección tres tiene por objeto efectuar una síntesis de los principales factores explicativos determinantes de la problemática financiera de este colectivo empresarial. La sección cuatro tiene por objeto exponer los distintos instrumentos e iniciativas de apoyo financiero establecidos a nivel institucional, en el ámbito de la Unión Europea y el Estado Español.

2.- Marco conceptual relativos a la problemática financiera de la PYME.

En el ámbito de las finanzas corporativas el estudio de las decisiones de financiación y de la estructura financiera constituye una de las cuestiones que más polémica y debate han generado. Definido el objetivo financiero de la empresa en términos de maximizar la riqueza de sus propietarios, o lo que es lo mismo, en términos de maximizar el valor de mercado de las acciones o de la empresa, la mayor parte de los desarrollos teóricos-empíricos tratan de dar respuesta a dos cuestiones: de un lado, comprobar la existencia en la empresa de una estructura de capital óptima, esto es, de una combinación de recursos ajenos a largo plazo y recursos propios que maximice el valor de la empresa para sus propietarios (o, de forma equivalente, que minimice el coste de capital). Y de otro lado, analizar la naturaleza de los factores explicativos de este tipo de decisiones.

Con estos objetivos la literatura financiera ha evolucionado desde el enfoque tradicional y la “tesis de irrelevancia” del modelo propuesto por Modigliani y Miller (1958), pasando por la teoría de la compensación (*trade-off*) entre los beneficios y costes derivados de un mayor ratio de endeudamiento (Chem y Kim, 1979; Myers, 1984; Bradley, Jarrel y Kim, 1984), hasta las aportaciones más recientes que tienen en cuenta la existencia de asimetrías informativas y conflictos de intereses entre los agentes implicados en este tipo de decisiones. En esta última línea, podemos encuadrar la teoría financiera de la agencia, la teoría del orden de preferencia (*Pecking Order Theory*) y el enfoque de señales. En los últimos años, la denominada teoría de la estrategia empresarial constituye un nuevo enfoque que analiza la posible incidencia que las estrategias empresariales pueden ejercer sobre este tipo de decisiones.

Para financiar la actividad empresarial la empresa cuenta con una amplia variedad de fuentes de recursos. Cuando los recursos procedentes de la política de autofinanciación son insuficientes, la empresa tiene la necesidad de acudir a los mercados financieros. Éstos cumplen la función de canalizar de la manera más eficiente posible el ahorro desde las unidades económicas de superávit (oferta) hacia las unidades económicas de déficit (demanda). La eficiencia de cualquier mercado se puede medir, por tanto, en la medida en que las empresas se nutren y tienen acceso en condiciones óptimas al capital necesario para el desarrollo de su actividad (Petersen y Raghuram, 1994). Sin embargo, está claro que los mercados financieros presentan ciertas imperfecciones que inciden en su buen funcionamiento y que condicionan el acceso a la financiación de los demandantes de fondos (Althey, 1987; Fazzari *et al*, 1988; *et.*). Una de las principales imperfecciones del mercado de capitales que afectan a las decisiones de financiación es la asimetría de la información. Dicha imperfección consiste en que los potenciales suministradores de recursos financieros —accionistas y acreedores— tienen menos información sobre las características del proyecto a financiar y sobre las características de la empresa y del empresario. La consideración de esta imperfección ha enriquecido los estudios sobre la estructura de capital. De un lado, ampliando el número de factores y variables que pueden condicionar este tipo de decisiones (tamaño, reputación, estructura de propiedad y control, *etc.*). De otro lado, dando explicación al racionamiento de capital y de crédito que sufren determinados sectores de actividad y colectivos empresariales como es el caso de la PYME.

2.1. El racionamiento de la PYME en el mercado de crédito. De acuerdo a la teoría financiera de la agencia (Jensen y Meckling, 1976), las dificultades financieras de las empresas en el mercado de crédito tienen su origen en los conflictos agencia que surgen entre prestamistas y prestatarios en la relación de endeudamiento. Dichos conflictos son consecuencia de: i) la información privada de los propietarios (accionistas), ii) su responsabilidad limitada frente a los acreedores y iii) la distribución asimétrica entre ambos agentes de los resultados derivados de los proyectos de inversión. Tales circunstancias pueden llevar a los acreedores a racionar o condicionar el crédito cuando el riesgo de los proyectos a financiar es muy elevado.

La existencia de información asimétrica entre prestamista y prestatario conduce a un problema de selección adversa (oportunismo pre-contractual) y riesgo moral (oportunismo post-contractual). Antes de la firma del contrato financiero de deuda el prestamista tiene menos información que el demandante de fondos sobre las características de la empresa (empresario/promotor) y del proyecto a financiar. Además, una vez firmado el contrato, el prestamista, con más información, puede llevar a cabo determinadas acciones (reparto no anticipado de dividendos, emisión de deuda con mayor grado de relación, decisiones subóptimas de inversión, *etc.*) que tengan como finalidad la consecución de sus objetivos en contra de los intereses del acreedor (Jaffe y Russell, 1976; Stiglitz y Weiss, 1981; Smith y Warner, 1979). Cuando el riesgo percibido por el acreedor es muy elevado, éstos tienden a: i) establecer cláusulas contractuales que limitan la capacidad de actuación de la empresa, ii) exigir mayores garantías, o iii) elevar el coste financiero de la financiación. En aquellos casos en que la asimetría de la información es muy acusada y el nivel de riesgo es excesivo, los acreedores no siempre estarán dispuestos a conceder la financiación denegando el crédito (Stiglitz y Weiss, 1981; Stiglitz, 1987). Normalmente la PYME por sus rasgos característicos afronta su acceso al mercado de crédito en peor situación respecto a las empresas de mayor dimensión. Este tipo de empresas presentan normalmente un escaso volumen de activos tangibles —escaso nivel de garantías— y una alta volatilidad del beneficio, a la vez que suministran una información financiera escasa y de peor calidad. De ahí que este tipo de empresas sufran un mayor racionamiento del crédito a largo plazo recurriendo residualmente a la deuda a corto¹.

2.2. El racionamiento de la PYME en el mercado de capital-acciones. La existencia de información asimétrica entre los accionistas externos y PYME también puede explicar el racionamiento que sufre este tipo de empresas en el mercado de capital-acciones (recursos propios)². La teoría del orden de preferencia sugiere la existencia de cierta preferencia del empresario en la selección de las fuentes de financiación. En general, las empresas prefieren utilizar los recursos procedentes de la política de autofinanciación. Sólo cuando dichos recursos resultan insuficientes la empresa se ve obligada a utilizar fuentes de financiación externa. En estos casos la empresa muestra

¹ Las evidencias empíricas también señalan la preferencia de la PYME por la utilización de fuentes de financiación de coste implícito como los créditos de proveedores antes que aquellas fuentes de recursos de coste explícito como de la deuda bancaria. (Walter, 1991; Cosh y Hughes, 1993; Petersen y Rajan, 1994, 1996, 1997)

² Cuando los empresarios tienen información restringida sobre los rendimientos y riesgo de los proyectos, el racionamiento de crédito y del capital puede producirse de forma simultánea (Hellmann y Stiglitz (2000)

su preferencia por el endeudamiento, recurriendo en último extremo a la emisión de acciones dada la información negativa que estas decisiones transmiten al mercado, consecuencia del diferencial de información existente entre los potenciales inversores y la empresa (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984). En el caso de la PYME estas circunstancias se hacen más palpables. La menor profundidad, amplitud y eficiencia de los mercados de títulos de PYME, unidos a los rasgos específicos que caracterizan a este tipo de empresas, incrementan la infravaloración y el desinterés de los inversores potenciales por invertir sus recursos en el capital social de este tipo de empresas.

En el contexto de la PYME no cotizada algunos autores justifican el desinterés del empresario por la utilización de la emisión de acciones, como consecuencia de la pérdida del control que supondría la entrada de socios terceros (van-der-Wijst, 1989; van-der-Wijst y Thurik, 1993; Scherr *et al*, 1990; Holmes y Kent, 1991; Ang, 1991, 1992; Gibson, 1992; Cosh y Hughes, 1993; 1994; Berger y Udell, 1995; Chittenden *et al*, 1996; Cressy y Olofsson, 1997; Jonson, 1997; Hamilton y Fox, 1998; Jordan *et al*, 1998; Winker, 1999; Lopez-Gracia y Aybar-Arias, 2000)³. Así, la utilización de financiación interna permitiría al empresario evitar la disciplina que le impondrían los acreedores —entidades financieras de crédito y obligacionistas— en las relaciones de endeudamiento y la pérdida de control que podría suponer la emisión de nuevas acciones. Cuando la financiación interna no es suficiente la vía al endeudamiento sólo sería posible si la empresa ofrece adecuadas garantías e informes financieros suficientemente transparentes que compensen el riesgo adicional en el que incurre el prestamista. Además, la opción de ampliar capital permitiendo la entrada de nuevos socios resulta bastante complicada para este tipo de empresas. En general se trata de empresas desconocidas en los mercados financieros —reputación en el mercado—, con estructuras organizativas poco desarrolladas, basadas en la figura del empresario-propietario y que cuentan en general con personal directivo con escasa preparación financiera.

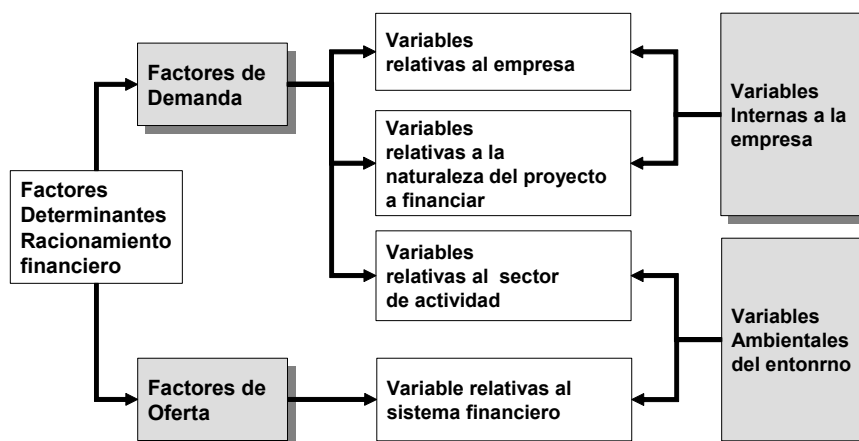


Gráfico 1.- Factores explicativos racionamiento financiero de la empresa

3.- Factores explicativos de la problemática financiera de la PYME

La consideración de la información asimétrica ha ampliado considerablemente el número de variables explicativas del racionamiento de capital que sufre la PYME. En consecuencia, la problemática financiera de este tipo de empresas tiene su origen en un amplio conjunto de factores de oferta y demanda relacionados, respectivamente, con aquellas variables internas relativas a las características de la empresa y del proyecto a financiar; y aquellas variables externas —del entorno— relacionadas con las características del marco legal y del sistema financiero, así como del sector en el que la empresa desarrolla su actividad —gráfico 1—(SEC, 2001)⁴.

³ El racionamiento de recursos propios es consistente con las aportaciones procedentes del *enfoque de señales*. De acuerdo con este enfoque la emisión de deuda, además de reducir los conflictos de intereses entre accionistas y directivos (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; y Stulz, 1990), también puede ser interpretada de acuerdo al *enfoque de señales* como una señal positiva de que la empresa no tendrá en el futuro problemas financieros y podrá hacer frente a las exigencias (pago de intereses y devolución del principal) de la deuda (Ross, 1977).

⁴ Existe una amplia gama de trabajos empíricos que seleccionan un conjunto de factores procedentes de diversos marcos teóricos que intentan dar una explicación a este tipo de decisiones. En el caso de las grandes sociedades capitalistas cotizadas la abundancia de este tipo de trabajos es mucho mayor. Entre la gran cantidad de trabajos existentes podemos destacar entre

3.1.- Factores ambientales relativos al sector. En el ámbito de la estructura de capital uno de los fenómenos observados en los distintos trabajos empíricos, establece que aquellas empresas pertenecientes a un mismo sector de actividad tienden a escoger estructuras de capital similares. En consecuencia, la estructura de capital óptima y el acceso a las fuentes de financiación de las empresas variaría de un sector a otro, reflejando los costes y beneficios diferenciales del endeudamiento ligados, probablemente, a los rasgos distintivos (rasgos estructurales, nivel de riesgo económico, etc.) que caracterizan a cada sector de actividad (Grinblatt y Titman, 2003). Respecto a los rasgos estructurales del sector, los proyectos desarrollados en el contexto de sectores de actividad de bienes duraderos, de alta tecnología y especificidad de los activos suelen tener mayores dificultades de acceso al mercado de crédito, presentado menores niveles de deuda. Por el contrario, aquellas empresas pertenecientes a sectores de actividad de bienes no duraderos y escasamente especializados, suelen presentar mayores niveles de endeudamiento a largo plazo. En estos sectores los niveles de asimetría informativa y de conflictos de intereses entre acreedores y empresa son menores, circunstancia que facilitaría su acceso al mercado de crédito en mejores condiciones. Otro de los factores a considerar es el relativo al nivel de riesgo económico del sector que tendría en cuenta el efecto que las condiciones de la demanda, competencia, costes y otras condiciones de mercado, podrían tener sobre los resultados futuros del proyecto a financiar. Cabe suponer que cuanto mayor sea la incertidumbre que la empresa tenga sobre el comportamiento de estas variables mayor sea el nivel de riesgo —gráfico 2—.

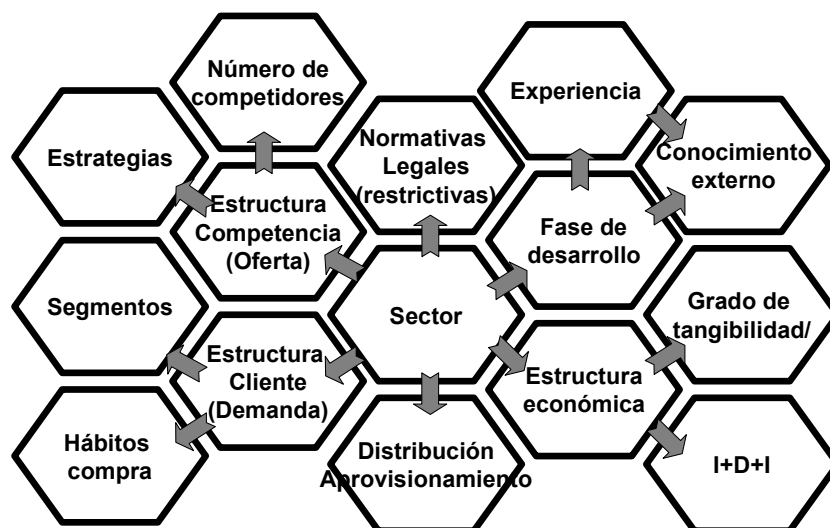


Gráfico 2. Factores relativos al sector

3.2.- Factores ambientales relativos al desarrollo y funcionamiento del sistema financiero. Las decisiones financieras de cualquier empresa no pueden ser analizadas independientemente de las características y condiciones particulares del sistema financiero dónde ésta se desenvuelve y desarrolla su actividad. Aunque la principal función del sistema financiero es lograr una canalización eficiente del ahorro (recursos financieros) desde las unidades económicas de superávit hacia las unidades económicas de déficit, no todas las empresas ni todos los proyectos participan en los mercados financieros en igualdad de condiciones. Estos fallos del mercado no sólo son consecuencia de factores de demanda, esto es, de los rasgos particulares del proyecto o de la empresa que los

otros los trabajos de: Ferri y Jones (1979); Bradley, Jarrell y Kim (1984); Kim y Sorensen (1986); Friend y Lang (1988), Titman y Wessels (1988); Bassin (1989); Menéndez y González (1996), etc. Por su parte, en el ámbito de sociedades capitalistas no cotizadas de pequeña dimensión podemos destacar los trabajos de Allen (1995); Constand, Osteryoung y Nast (1991); Wijst (1989); Wijst y Thurick (1993).

desarrolla. El racionamiento también puede tener su origen en condiciones de oferta, esto es, en factores relacionados al desarrollo, funcionamiento y características del sistema financiero⁵.

En el mercado de crédito el racionamiento puede tener su origen en la capacidad de información limitada y los fallos en los mecanismos internos de decisión que presentan la mayoría de entidades de crédito (López Gracia y Riaño Donnay, 1999). En general, la demanda de recursos es muy amplia y heterogénea. Son muchas las empresas de características diferentes que pertenecientes a sectores de actividad diversos concurren al mercado de crédito en búsqueda de recursos financieros. Las entidades de crédito tienen dificultades para tener un conocimiento detallado de las oportunidades de inversión y rentabilidad que ofrece cada sector de actividad, máxime cuando se trata de proyectos desarrollados en el seno de PYME. En estos casos, no suelen existir informes especializados realizados por expertos externos, ni el banco suele efectuar una evaluación especializada del riesgo con sus propios recursos. En consecuencia, las decisiones son adoptadas tomando en consideración los estudios e información suministrada por la propia PYME.

Por su parte, el fracaso del mercado de capitales tiene su origen, fundamentalmente, en los grandes requisitos exigidos para la admisión a cotización oficial que debe de cumplir las empresas para que sus títulos coticen en estos mercados. Tales circunstancias, explican el escaso desarrollo y fracaso que en general han tenido en Europa los denominados Segundos Mercado de Valores para la PYME.

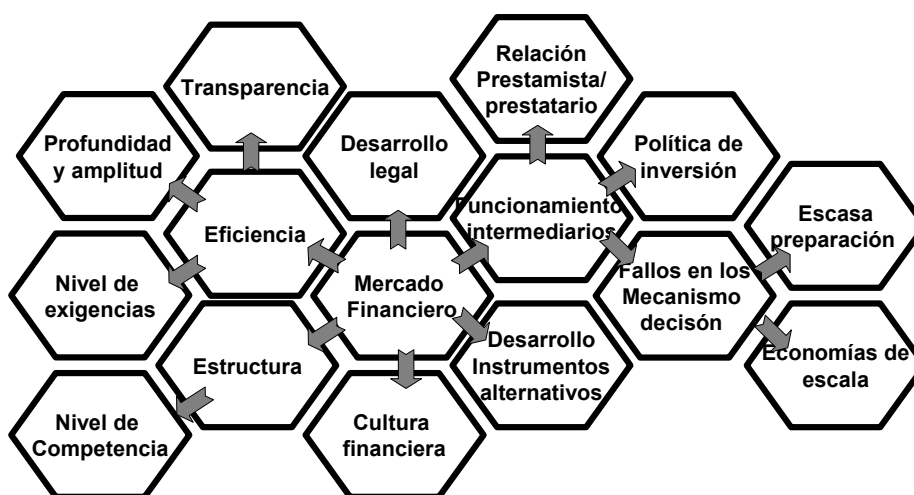


Gráfico 3. Factores del mercado financiero

3.3.- Factores internos relativos a las características de la empresa y del proyecto a financiar.

La PYME cuenta con una serie de rasgos específicos que pueden condicionar sus decisiones de financiación. Sin embargo, al analizar la problemática financiera de la PYME uno de los primeros problemas al que nos enfrentamos es definir claramente lo que se entiende por PYME. En general en los países desarrollados y en las economías en desarrollo, tanto a nivel institucional como nivel académico, se utilizan variables y criterios de clasificación diferentes. En algunos casos, se parte de criterios que toman en consideración únicamente el número de empleados, si bien la tendencia es a utilizar métodos mixtos que tengan en cuenta, además de la plantilla, otros indicadores cuantitativos como la cifra de negocio anual (el volumen de ventas) o el volumen de activo⁶.

⁵ En el contexto de la Unión Europea recientes estudios han señalado que la estructura financiera de la empresa y, por ende, su problemática financiera parece depender en mayor medida del sistema y las prácticas de financiación del país en el que opera la empresa que de las características de la misma como tamaño, antigüedad, reputación, rentabilidad o sector de actividad (CE, 2000)

⁶ Para el conjunto de los países de la Unión Europea, se PYME aquellas unidades económicas en las que concurren las siguientes características: 1) tengan menos de 250 empleados; 2) su facturación anual sea inferior a los 40 millones de euros, o su balance general anual (activo o pasivo total) inferior a los 27 millones de euros; y 3) sean independientes, entendiéndose por ello que otra/s empresa/s no PYME, no superaren el 25% de poder de voto o tengan una participación en el capital de la misma

Sin restar importancia a estas variables cuantitativas, recientes trabajos sobre la problemática financiera de la PYME, hacen hincapié en la importancia de incorporar además de la variable tamaño, otras variables de signo cualitativo como: i) la inexistencia de un mecanismo de valoración objetivo establecido por el mercado (cotización de las acciones en un mercado organizado), ii) la responsabilidad ilimitada que en la práctica tienen los propietarios en este tipo de empresas, y iii) en especial aquellos factores derivados de la estructura de propiedad y fórmulas de gobierno características, reputación (Ang, 1991; 1992; Osteryoung y Newman, 1993; etc.) y estrategias desarrolladas por este tipo de empresas.

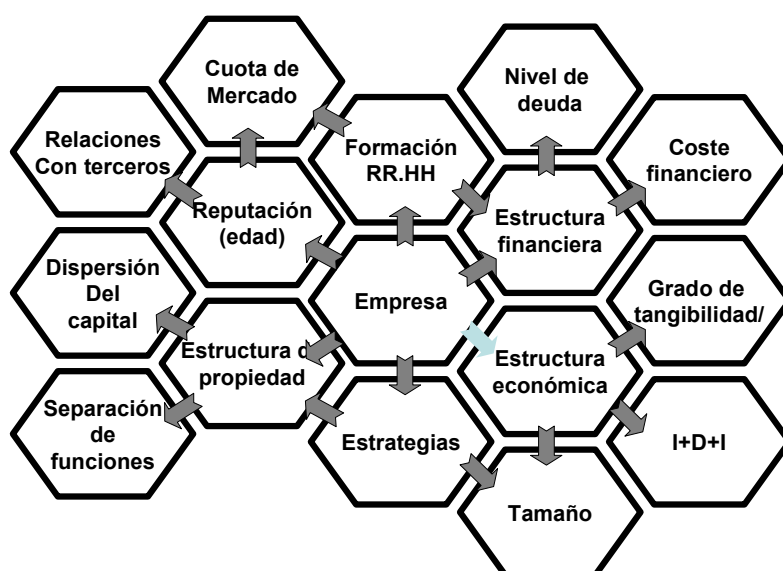


Gráfico 4. Factores relativos a la empresa

La Inexistencia de mecanismo de valoración y control que constituye el mercado de capitales genera un nivel de asimetría de la información y flexibilidad de actuación de la gerencia mucho mayor en este tipo de empresas que las empresas de mayor dimensión. Así, las relaciones entre los propietarios-gerentes y los diferentes grupos de interés (*stakeholders*), en especial, con los suministradores de capital deuda y capital-acciones no gerentes, presentan en este tipo de empresas un menor grado de formalidad, circunstancia ésta que es origen de importantes conflictos de agencia e intereses, dificultando su acceso al mercado de capitales (Boedo y Calvo, 1997).

Por su parte la variable tamaño constituye una de las principales fuentes de información existentes sobre la empresa. En el campo de las finanzas, tradicionalmente, esta variable se suele emplear para medir la capacidad de autofinanciación y el poder de mercado. Así, la dimensión empresarial es signo de su mayor capacidad de autofinanciación y nivel de garantías, favoreciendo la presencia de la empresa tanto en el mercado financiero como en el mercado de bienes y servicios. La variable dimensión, tradicionalmente, es utilizada como una variable *proxy* del *stock* de recursos y capacidades a disposición de la empresa, así como de la cantidad de información disponible sobre la misma. Un tamaño elevado puede ser sinónimo de una mayor disposición de información sobre la empresa y, por tanto, de mayores facilidades de obtener recursos a largo plazo. La disponibilidad de información sobre la situación de la empresa es una variable que puede discriminar aquellas PYME que tienen acceso o no al mercado de crédito a largo plazo, al tiempo que también puede incrementar la base de capital social mediante la incorporación de nuevos socios. Así, cuanto mayor y mejor sea

mayor a ese porcentaje. Dentro de este conjunto PYME, a su vez, podemos distinguir el colectivo de: microempresas, pequeña empresa y mediana empresa. Son microempresas aquellas unidades económicas con menos de 10 asalariados. Por su parte son pequeñas empresas, aquellas que i) emplean entre 10 y 49 personas además del promotor (emprendedor), ii) su volumen de negocio no supera los 7 millones de euros, o su balance general anual no excede de los 5 millones de euros, y iii) cumple con el criterio de independencia descrito con anterioridad. Por último, son medianas empresas aquellas que emplean entre 50m y 249 personas, además del promotor, y cumplen con el resto de características genéricas establecidas para la PYME.

la información suministrada por la empresa, mayor será la transparencia que trasmite al mercado y, en consecuencia, cabe esperar un mayor interés de los inversores potenciales por formar parte del capital social de la misma.

Aunque en general cabe esperar una relación positiva entre el tamaño de la empresa y el nivel de endeudamiento a largo plazo; no obstante, algunas teorías predicen una relación inversa entre ambas variables⁷, circunstancia a la que añadir el hecho de que los resultados que arrojan los distintos trabajos empíricos son contradictorios. Estos resultados contradictorios puede tener su explicación, además, en la heterogeneidad de variables que son consideradas para medir la variable dimensión empresarial⁸.

Algunos trabajos destacan la relación existente entre las variables tamaño y reputación (Hamilton y Fox 1998). En consecuencia, cabe suponer que la influencia de esta últimas sobre las problemática financiera de la PYME fuese similar.. Desde el punto de vista del ciclo de desarrollo —edad—, se argumenta que las empresas más jóvenes y dinámicas tenderán a financiarse intensamente, además de con deuda bancaria y comercial a corto plazo, con recursos aportados por los propietarios (Weston y Brigham, 1981). Para sobrevivir este tipo de empresas tienen que adaptar su ritmo de crecimiento a sus posibilidades de autofinanciación dada la dificultad de acceder a fuentes de financiación a largo plazo. Por tanto, mientras que cabe esperar una relación negativa entre edad y deuda a corto plazo, la relación con la deuda a largo plazo debería ser positiva. En este orden de ideas Diamond (1989) sugiere que la antigüedad de la empresa es una medida aproximada de la reputación alcanzada por ésta en los mercados financieros, de bienes y de servicios. La reputación conseguida a través del desarrollo de una gestión adecuada en el tiempo constituye unos de los principales activos de la empresa a la hora de obtener financiación permanente. Además de la edad, otras variables como la cuota de mercado o la relación de las empresas con entidades financieras y proveedores, podrían utilizarse como medidas aproximadas de la reputación alcanzada por ésta en el mercado.

Otro de los grupos de factores que ampliamente han sido analizados con las decisiones de financiación de las empresas son aquellos relativos a la estructura de propiedad y control. Cuando se reconoce la importancia que la información y los problemas de asimetría informativa ejercen sobre las decisiones de financiación, la estructura de propiedad, control y formas de gobierno que son adoptadas en las organizaciones son relevantes para el estudio de las decisiones de financiación de la empresa (Azofra y Fernández, 1999). En este sentido, tanto la preferencia de la PYME por determinadas fuentes de financiación, como la relevancia de los problemas de selección adversa y riesgo moral en sus relaciones de endeudamiento pueden explicarse a través de variables como la participación de la dirección en la propiedad del capital o el grado de concentración/dispersión del accionariado. En general, la PYME se caracteriza por 1) la identidad en una misma persona de las funciones de propiedad y control (no separación de propiedad y control) y 2) la concentración del capital en manos de un número reducido de agentes (empresario, promotores del proyecto y núcleos familiares). Tales circunstancias reducirían al mínimo los conflictos de agencia que caracterizan la relación directiva y, por tanto, justificaría la no utilización de la deuda como mecanismos de control de la función directiva (teoría de la agencia), al tiempo que supondrían un incremento de la discrecionalidad decisional de empresario-propietario en sus relaciones con acreedores y entidades financieras. Por otra parte, de acuerdo a la teoría del orden de preferencia, los propietarios de PYME no cotizadas y empresas familiares eludirían la emisión de acciones si ello implica la entrada de nuevos socios y la pérdida de control que ejercen.

⁷ De acuerdo con la teoría del orden de preferencia cabría esperar una relación negativa entre ambas variables. Normalmente, un mayor nivel de activos fijos implica una mayor capacidad de autofinanciación vía política de amortizaciones y, en consecuencia, un menor recurso al endeudamiento. Las consideración del ahorro fiscal de la deuda —teorías fiscales— también nos llevaría a suponer una relación negativa entre ambas variables. Aquellas empresas de mayor tamaño e intensivas en capital (activos tangibles) generan mayores deducciones por inversiones, que aquellas otras de menor tamaño y/o basadas en activos intangibles o en oportunidades de inversión futuras, reduciéndose en estas el atractivo fiscal de la deuda

⁸ Las variables más utilizadas son el valor total de los activos, el valor de mercado de los recursos propios, el valor del inmovilizado neto, el volumen total de ventas, el valor contable de los fondos propios, el valor de la empresa en el mercado, o el número de empleados. Si como medida representativa del tamaño tomamos el valor de los activos, el peso de estos en el activo total de la empresa constituye la mejor garantía para la solicitud de préstamos. Por contra, aquellas empresas con un volumen reducido de activos tangibles presentan normalmente un volumen reducido de patrimonio neto —capital social y reservas—, mayor volatilidad de los beneficios, al tiempo que suele suministrar una información financiera más opaca. De acuerdo con este razonamiento cabría esperar una relación positiva entre tamaño y el ratio de endeudamiento. Por otra parte, si medimos el tamaño en función del volumen de fondos propios podría darse una relación inversa entre ambas variables.

Algunos autores tratan también de analizar los efectos que las estrategias empresariales pueden ejercer sobre las decisiones de financiación de la empresa. Ha surgido así una corriente novedosa que trata de examinar los efectos que ciertas estrategias (diversificación, innovación, internacionalización, liderazgo o diferenciación) ejercen sobre la estructura de capital de las empresas y, por ende, pueden ofrecer una explicación satisfactoria de la problemática financiera que sufren determinados colectivos empresariales y sectores de actividad (Brander y Lewis, 1986; Bretón y Gordon, 1988, Chatterjee y Wernerfelt, 1991, Balakrishnan y Fox, 1993, Lowe et al (1994, Kochhar y Hitt, 1998). El desarrollo de estrategias de diversificación anima a los potenciales acreedores a financiar el proyecto, dado que se incrementa las posibilidades de recuperación de fondos en caso de que alguna de las actividades emprendidas por la empresa fracase. En consecuencia, y de acuerdo con la teoría, un alto nivel de diversificación en productos o servicios estará asociado a un mayor nivel de endeudamiento. Por su parte, aquellas empresas con ventajas competitivas desarrolladas al amparo de estrategias de diferenciación y liderazgo, transmiten una información positiva al mercado, incrementando sus posibilidades de financiación en el mercado de capitales. En el campo de las PYMES, aquellas empresas innovadoras que realizan fuertes inversiones en investigación y desarrollo, con un elevado peso de activos intangibles en su activo total y con grandes oportunidades de crecimiento futuros, tenderán a financiarse vía recursos de capital de riesgo, dadas sus mayores dificultades de acceso al mercado de crédito a largo plazo (Robson et al, 1994; Jordan et al, 1998).

3.4.-Factores internos relacionados con el proyecto a financiar. Al margen de aquellos factores relacionados con los rasgos estructurales de la empresa, la política financiera estará condicionada por aquellos factores internos relacionados con las características particulares del proyecto a financiar. En este grupo hay que tomar en consideración un amplio conjunto de variables relacionadas con: i) las actitudes, experiencia y nivel de preparación del equipo emprendedor; ii) la fase de desarrollo del proyecto; iii) las estrategias desarrolladas en cada una de las áreas funcionales (logística-productiva, comercial, etc.); y iv) la viabilidad económico financiera del mismo (volumen y naturaleza de los activos, estructura de capital, *cash-flow* generado, rentabilidad, etc.).

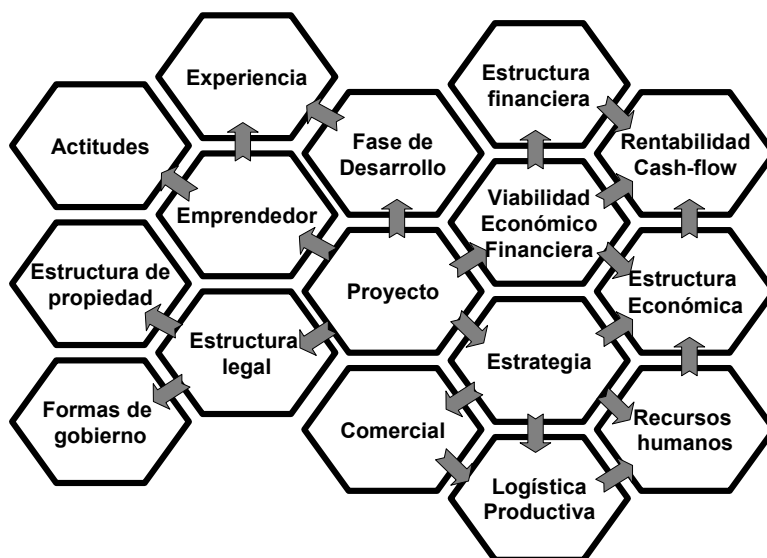


Gráfico 4: Factores relacionados con el proyecto

4.- Instrumentos financieros de apoyo desarrollados a nivel de la Unión Europea.

Conscientes de la mayor problemática financiera de la PYME la mayoría de países industrializados y en desarrollo han puesto en práctica un conjunto de instrumentos y mecanismos que tienen como objetivo paliar las problemática financiera de la PYME, bien actuando directamente sobre la PYME o bien indirectamente a través de de las instituciones financieras que actúan de intermediarios.

Los fondos comunitarios a favor de la PYME se articulan básicamente a través del Programa Plurianual a favor de la Empresa y el espíritu empresarial, en particular para las PYME (2001-2005) y los fondos FEDER (Fondo Europeo de Desarrollo Regional). El Programa Plurianual 2001-2005 fue aprobado por el Consejo de la UE el 20 de diciembre de 2000, con los objetivos, entre otros, de: i) ayudar a la creación y desarrollo posterior de la PYME; ii) mejorar su entorno financiero; y iii) facilitar su acceso a servicios y programas de apoyo comunitarios. Dotado de 450 millones de euros, destacan entre sus principales acciones: i) el Plan de ayuda inicial del Mecanismo Europeo para las Tecnologías (MET) y ii) Mecanismo de garantía para las PYMEs ambos gestionados por el FEI. La Comisión, si bien no actúa directamente sobre la PYME, incentiva el desarrollo de este tipo de acciones, al tiempo que asume parte del riesgo que corren estos intermediarios. Por su parte, el FEDER contribuye al desarrollo de la PYME en una serie de áreas específicas, mediante subvenciones, mediante préstamo o capital riesgo. La intensidad de su apoyo vendrá determinada por el nivel de desarrollo económico de las distintas regiones.

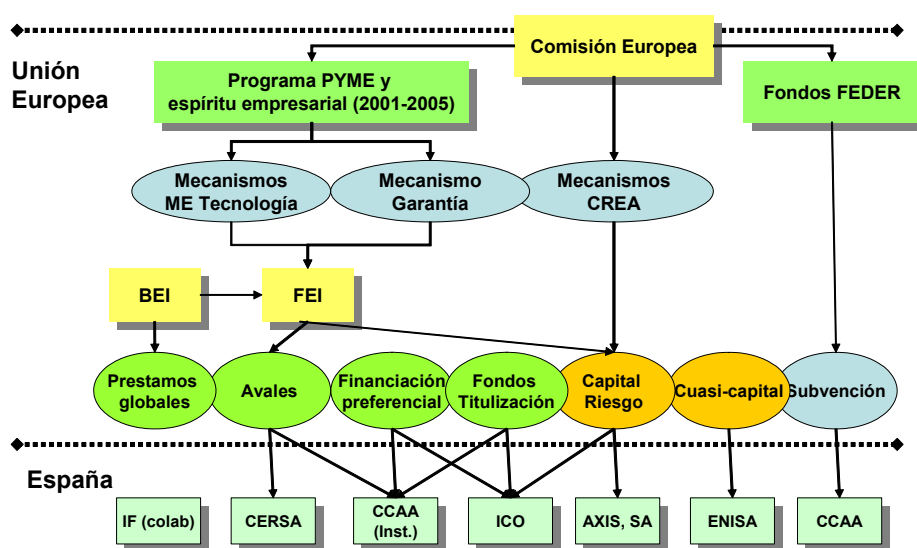


Gráfico 5.-Instrumentos de apoyo financiero en favor de la PYME en la Unión Europea

En el contexto de la UE estos recursos presupuestarios comunitarios articulados en los programas descritos son canalizados a través de tres organismos: la Comisión Europea (CE); el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI)

El BEI actúa como banca de segundo piso, financiando proyectos pequeños y medianos mediante préstamos globales que son articulados a través de líneas de crédito que son concedidos a instituciones financieras y organismos de los Estados miembros de la UE que actúan como intermediarios. Desde 1997, el BEI también ha realizado operaciones e capital riesgo diseñadas para PYME pertenecientes al sector de alta tecnología y con alto potencial de crecimiento.

No obstante, desde junio el FEI se han convertido en el brazo del BEI en materia de capital riesgo. El FEI no invierte en compañías, sino exclusivamente en fondos de capital riesgo especializados o garantizando las carteras de préstamo concedidos por entidades financieras a la PYME. Para realizar estas tareas cuenta con sus propios recursos y con los fondos procedentes del Mecanismo Europeo para la Tecnología, Mecanismo de Garantía y los recursos del Programa de Crecimiento y Medio Ambiente (CREA)

En los gráficos 5 y 6 se esbozan las principales líneas de actuación desarrolladas. Tres son las líneas de actuación: mejorar el acceso de la PYME al mercado de crédito en incrementar la oferta tanto de deuda a largo plazo como de recursos de capital riesgo a favor de la PYME.

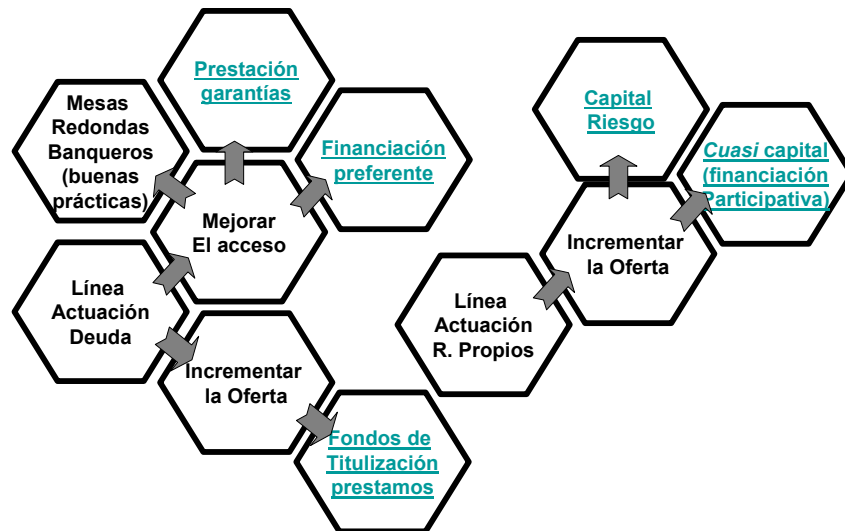


Gráfico 5.- Líneas de apoyo financiero en favor de la PYME

Para mejorar el acceso de la PYME al mercado de crédito, a nivel de la Unión Europea se está actuando en tres frentes. En primer lugar, mejorando las relaciones entre las entidades de crédito y la PYME mediante la celebración de mesas redondas de trabajo que tienen el objetivo prioritario de definir un decálogo de buenas prácticas que sirva de base para fortalecer una relación estratégica a largo plazo entre la banca y la PYME. En segundo lugar, debemos destacar la prestación de avales y garantías. Constituyendo la falta de garantías uno de los principales problemas que dificulta el acceso de la PYME al mercado de crédito, la concesión de garantías es otro de los principales ejes de actuación a favor de la PYME. Para ellos se incentiva la creación de entidades financieras especializadas en la concesión de avales frente a las entidades de crédito, en la evaluación del riesgo crediticio de la PYME y el asesoramiento financiero. El modelo español de garantías se corresponde con los denominados Sistemas Mutuos de Garantías. El núcleo central de estos sistemas lo constituyen las Sociedades de Garantía Recíproca —en adelante SGR— que actúa como interlocutores especializados de la PYME ante las entidades de crédito en las relaciones de endeudamiento. En la actualidad existen en España unos 19 SGR con ámbito de actuación regional. Estas entidades son sociedades mutualistas en las que destacan dos tipos de socios. Los socios protectores (administraciones públicas, bancos, etc.) que inyectan recursos para el sostenimiento del sistema y los socios partícipes, en este caso la PYME que se beneficiarían de los servicios. En tercer lugar, se han desarrollado un amplio conjunto de líneas de financiación preferencial con la finalidad de conceder financiación a favor de la PYME en condiciones más ventajosas a las de mercado, esto es, bien a tipos de interés y costes más bajos o con periodos de carencia o amortización mayores. En España, este instrumento ha tenido un gran desarrollo siendo muchas las líneas de financiación preferente que existen a nivel regional, del estado y de la UE. La financiación preferencial es una fórmula cada vez más utilizada como instrumento de apoyo a la creación y desarrollo de la PYME. Es más eficaz y transparente que las subvenciones. Sin embargo, se observa que no son totalmente aprovechadas la capacidad crediticia disponible de algunas de las líneas. Ello se debe, por un lado, al desconocimiento del empresario y, por otro lado, a la carencia de proyectos.

En muchos países también se desarrollan acciones tendentes a incrementar la oferta de préstamos a favor de la PYME y la microempresa. En esta línea podemos destacar la puesta en marcha de los denominados fondos de *titulización de préstamos para PYME*. El funcionamiento básico de esta alternativa consiste en que las entidades de crédito ceden sus créditos existentes en su balance a un Fondo de Titulización (FTP) y con liquidez obtenida conceden nuevos préstamos a la PYME en mejores condiciones de coste y plazo. A su vez, el FTP obtiene los recursos necesarios para pagar los activos cedidos por las entidades financieras, mediante la emisión en el mercado de capitales de bonos parcialmente avalados por el Estado. A nivel del Estado español actualmente destaca la labor del ICO en la creación y puesta en marcha de FTP mediante el acuerdo con distintas entidades financieras. Desde el año 2000 se han creado un total de 9 fondos, con un importe de titulización superior a los 2.600 millones de euros.

Otra de las líneas de actuación tiene como objetivo incrementar el nivel de capitalización de la PYME, esto es, el nivel de recursos propios. En esta línea podemos destacar el desarrollo del sector de capital riesgo y la puesta en marcha y desarrollo de nuevos instrumentos de cuasi capital como los prestamos participativos.

Podemos definir el capital riesgo como aquella actividad financiera desarrollada por intermediarios especializados que tiene como principal objetivos inyectar financiación estable (a largo plazo) a favor de PYME no cotizadas en sus distintos estadios de desarrollo. El apoyo financiero consiste fundamentalmente en la inyección de recursos propios en forma de participaciones temporales y minoritarias en su capital social. La participación suelen tener carácter temporal, el objetivo es permanecer en el capital de la empresa el tiempo que sea necesario. En el momento de que la empresa empieza obtener beneficios y el potencial de crecimiento de éstos es elevado, el inversor financiero (ECR) intentará vender su participación obteniendo las máximas plusvalías que reinvertirá en nuevos proyectos. La participación también suele ser minoritaria, la gestión de la empresa debe de estar en manos del emprendedor(es). El socio financiero tan sólo apoyará al emprendedor(es) en aquellas decisiones estratégicas en las que sea necesario⁹. Además del apoyo financiero vía inyección de recursos propios también es posible la utilización de otros instrumentos de *cuasicapital* como los prestamos participativos y, con carácter complementario, de deuda ordinaria. Además del apoyo financiero, otro de los rasgos distintivos que suele caracterizar a este tipo de intermediarios es la importante labor de asesoramiento y asistencia técnica que efectúan en favor del empresario (Cazorla y Cano, 2000).

En España el sector de capital riesgo es un sector que cuenta con más de 30 años de experiencia, que ha tenido un desarrollo significativo en la última década. Las actividades de capital riesgo son realizadas por dos tipos de operadores. De un lado, el sector de capital riesgo “formalizado” que aglutinaría a aquellos intermediarios especializados acogidas a la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus Entidades Gestoras y que se encuentran agrupadas en ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo). A finales de 2003 operaban en España un total de 94 ECR; de ellas existían 50 Sociedades de capital riesgo y 44 Sociedades Gestoras de Entidades (sociedades y fondos) de capital riesgo; 75 entidades eran privadas y 19 eran de carácter público. Respecto de la actividad, en el último año, se han formalizado un total de 488 operaciones, de las cuales 243 se correspondían a ampliaciones y 245 a nuevas inversiones. La inversión total se elevó a 1.337 millones de euros y los fondos captados a 1.042 millones de euros.

A nivel regional, la mayoría de los gobiernos autonómicos han desarrollado intermediarios de capital riesgo con el objetivo de desarrollar y fortalecer su tejido de PYME. A nivel de estado español debemos de destacar *Axis, Participaciones Empresariales, SA*. Se trata de una sociedad gestora de fondos de capital riesgo constituida en junio de 1986 y en la que el ICO posee el 100% de su capital. En la actualidad gestiona dos fondos de capital riesgo: i) FOND-ICO creado por el ICO en 1993 y que está dotado por 73 millones de euros; y ii) el FONDO EURO-ICO, constituido en 1998, dotado con 18 millones de euros, cofinanciado por el ICO y el BEI (Banco Europeo de Inversiones).

Además de estas entidades (sector formalizado de capital riesgo), este tipo de actividades son desempeñadas por un número indeterminado de Sociedades de Inversión y *Business Angels*.

En teoría, serían potenciales beneficiarios del capital riesgo aquellos proyectos empresariales desarrollados en el seno de PYME escasamente capitalizadas que, por su elevado riesgo tenga muy restringido su acceso al crédito a largo plazo. Este sería el caso de PYME en estadios iniciales de desarrollo (semilla y arranque), así como proyectos de base tecnológica con fuerte contenido innovador en los que existan buenas expectativas de rentabilidad. Sin embargo, tanto en España como en el resto de países del entorno (fundamentalmente UE) la evolución del sector no ha sido la esperada. En la actualidad, la mayor parte de las operaciones tienen como destino proyectos de menor riesgo desarrollados en el seno de empresas de tamaño mediano en fases de expansión, compra apalancada, etc.. Tal circunstancia se debe a una gran cantidad de factores relativos tanto a factores de oferta como de demanda entre los que podemos destacar: i) desinterés de muchos

⁹ La estructura de propiedad (composición del accionariado) y las formas de gobierno y control (composición y funcionamiento del Consejo de Administración) constituyen factores muy importantes en este tipo de operaciones. Así, para evitar riesgos y comportamientos oportunistas no deseados del resto de socios el intermediario financiero (ECR) intentará evitar situaciones de “minorías cautivas”.

operadores por invertir en operaciones de elevado riesgo; ii) la carencia de proyectos innovadores de interés; iii) los elevados costes de transacción y complejidad en la instrumentación de las operaciones; iv) el desconocimiento y falta de formación financiera general de la PYME; v) la estructura de propiedad y formas de gobiernos de muchas PYME y empresas familiares que limitan la entrada a socios financieros; etc....

La administración ha apostado también en los últimos años por los préstamos participativos como fórmula financiera adecuada para paliar los graves dificultades financieras que sufren muchas PYME. De acuerdo al normativa aplicable en la actualidad (Real Decreto Ley 7/1966, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento de la actividad económica) cabe entender los préstamos participativos como un instrumento de *cuasicapital* (híbrido o mixto), en el concurren rasgos característicos tanto de los fondos propios como de la deuda. Dos son los rasgos distintivos que caracterizan este tipo de operaciones: 1) la naturaleza de la remuneración; 2) el carácter subordinado. Desde el punto de vista de la remuneración, la entidad prestamista recibirá unos intereses variables que se establecerán en virtud de alguna variable o conjunto de variables representativas de la evolución de la actividad empresarial (tramo participativo). Además el prestamista podrá fijar un interés mínimo con independencia de la evolución de la actividad empresarial (tipo de interés fijo o variable según tipo de intereses de referencia del mercado por ejemplo EURIBOR+0,75%). De otro lado, se trata de deuda subordinada, es decir que se sitúa detrás de los acreedores ordinarios en el orden de prelación de créditos. Además de estas variables también debemos de destacar que: 1) se trata de operaciones con vencimiento largo plazo (entre 5 y 10 años) en los que, normalmente, se contemplan largos periodos de carencia (3 y 8 años); 2) como instrumento de deuda, los intereses (tanto la parte correspondiente al tramo mínimo como al tramo participativo) son considerados partida deducible a efectos del impuesto que grava la renta de sociedades del prestatario; y 3) que las partes contratantes podrán acordar el establecimiento de cláusulas penalizadoras que restrinjan la amortización anticipada. Así, el en cualquier caso el prestatario sólo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con un incremento en la misma cuantía en su fondos propios y siempre que dicho incremento no provenga de la actualización de activos. En España existen algunas sociedades especializadas en la concesión de este tipo de préstamos. A nivel estatal podemos destacar la Empresa Nacional de Innovación (ENISA, SA) y LUZARO Entidad de financiación, S.A de ámbito de actuación, respectivamente, nacional y en el País Vasco. Al margen de estas dos sociedades, en la actualidad, también se incentiva la utilización de este instrumento por parte de las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo. Aunque por sus características (el coste financiero está íntimamente ligado a la marcha de la actividad empresarial) los préstamos participativos constituyen, en teoría, un instrumento financiero muy indicado para apoyar a la PYME en sus estados iniciales de desarrollo, sin embargo, el grado de utilización no es muy elevado. Algunos trabajos señalan las dificultades para la estimación del coste financiero-efectivo (García et al, 1999; López et al, 2001) o los elevados costes de agencia (Cazorla y López, 2000) como algunos de los principales inconvenientes que caracterizan a este tipo de operaciones.

Areas / País	AR	BO	BR	CH	CO	ES	GU	HO	ME	NI	PA	RD	UR	Total
Acceso a los servicios de apoyo empresarial	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			11
Cooperación empresarial	+		+	+		+			+	+	+	+	+	9
Acceso a crédito y a garantías	+		+	+	+	+	+		+			+	+	9
Información	+	+			+			+	+	+	+			7
Creación de empresas		+	+		+	+			+					5
Formalización, marco regulatorio, competencia desleal	+				+	+						+	+	5
Modernización y la innovación tecnológica		+	+	+	+				+					5
Desarrollo institucional y coordinación de políticas					+						+	+	+	4
Medio ambiente y calidad									+		+			2
Internacionalización					+									1

Fuente: Solís y Angelelli (2001)

Tabla 1: instrumentos financieros de apoyo utilizados en América latina

Analizadas las experiencias y mecanismos implementados en muchos países industrializados, la mayoría de países en desarrollo, como es el caso de los países latinoamericanos han desarrollado políticas a favor de la micro y pequeña y mediana empresa. Como se puede observar en la tabla 1, tres han sido las principales áreas de actuación: 1) acceso a los servicios de desarrollo empresarial; 2) cooperación y 3) acceso al crédito. Respecto a la naturaleza de los instrumentos utilizados destacan con mayor y menores niveles de éxito: la financiación preferencial, los sistemas de garantías, los instrumentos de cuasi-capital y capital riesgo.

Anexo I

Factores de demanda			Factores de oferta
Factores internos de la empresa (fortalezas y debilidades=riesgos)	Factores proyecto (fortalezas y debilidades=riesgos)	Factores relacionados con el sector (oportunidades y amenazas)	Factores relacionados con las características del sistema financiero
Rentabilidad histórica actual de la empresa	Rentabilidad del proyecto a financiar	Tendencia del sector (crecimiento; estacionalidad; declive o crisis)	Objetivos
Calidad del equipo de gestión	Estructura financiera del proyecto (nivel de capitalización)	Nivel y características de la competencia	Elevadas exigencias y trámites administrativos (costes de transacción)
Estructura financiera del proyecto (nivel de capitalización)	Previsión de resultados	Características de la demanda	Criterios de evaluación y decisión
Posición en el mercado	Volumen de la inversión	Nivel de incertidumbre y riesgo	Personal cualificado
Evolución de los resultados	Localización del proyecto	Rentabilidad media del sector	Niveles de oferta
Nivel de formación y experiencia del equipo directivo	Naturaleza de los activos implicados (tangibilidad / intangibilidad)		Existencia y desarrollo de instrumentos complementarios de apoyo
Estructura económica de la empresa (tangibilidad)	Grado de i+d		Nivel de competencia en el mercado
Antigüedad de la empresa (reputación)	Carácter innovador del proyecto		
Estrategia genéricas de la empresa	Grado de estacionalidad		
Estructura de propiedad y formas de gobierno	Fase de desarrollo del proyecto		
Riesgo económico y financiero (actual)	Riesgo económico y financiero (del proyecto)		
Tamaño	Estrategias (diferenciación; liderazgo en coste; diversificación; etc.)		

Tabla 2 Resumen factores determinantes racionamiento financiero

Bibliografía

- Allen, M.T. (1995): "Capital structure determinants in real state limited partnerships". The Financial Review 30 (3) 399-426.
- Ang, J. S. (1992): "On the Theory of Finance for Privately Held Firms", The Journal of Small Business Finance, nº 1, vol. 13, pp. 185-203.
- Ang, J.S. (1991) "Small Business Uniqueness and the theory of Financial Management", The Journal of Small Business Finance, 1 (1) 1-13.

- Aybar, C.; Casino, A., y López, J., (2000) "Enfoques emergentes en torno a la estructura de capital: El caso de la PYME"; Actas VIII Foro de Finanzas.
- Azofra, V. y Fernández, A.I. (1999): "Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de Modigliani y Miller: teorías y realidades", Papeles de Economía Española, nº 78 y 79, pp. 122-144.
- Balakrishnan, S. and Fox, I. (1993): "Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure", Strategic Management Journal, nº 14, vol. 1, pp. 3-16.
- Barton, S.L.; y Gordon, P.J. (1988): "Corporate strategy and capital structure" Strategic Management Journal 9 (6), 623-632.
- Berger, A. and Udell, G. (1992) "Some Evidence on the Empirical Significance of Credit rationing"; Journal of Political Economy 100 (5). 1047-77.
- Boedo, L. y Calvo, R. (1997) "Un Modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital óptima de las pyme's", Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa 6 1 107-23.
- Bradley, M. Jarrel, G.A. and Kim, H.E. (1984) "On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence"; Journal of Finance 3 857-878.
- Brander, J.A. and Lewis, T.R. (1986): "Oligopoly and financial structure: the limited liability effect", American Economic Review, nº 76, pp. 956-970.
- Cazorla, L. and Cardone, C. (2001): "New approaches for the analysis of the capital structure of the SME's: empirical evidence from Spanish firms", Twelfth Annual Entrepreneurial Finance and Business Venture Research Conference, Syracuse University School of Management, Syracuse.
- Cazorla, L. y Cano, C.J. (2000): "El capital riesgo como instrumento de apoyo a la PYME". Universidad de Almería.
- Cazorla, L. y Cardone, C. (2000): "Determinantes de la estructura de capital de las PYMEs: una aproximación", I Encuentro Iberoamericano de Finanzas y Sistemas de Información, Jerez de la Frontera.
- Cazorla, L. y López, M. (2000): "Los conflictos de intereses y las relaciones de agencia generados en los contratos de préstamos participativos en la pequeña y mediana empresa". Actualidad Financiera (9); pp. 19-34
- Chatterjee, S. and Wernerfelt, B. (1991): "The link between resources and type of diversification: theory and evidence", Strategy Management Journal, nº 12, vol. 1, pp. 33-48.
- Chen, A. and Kim, E. (1979) "Theories of corporate debt policy; a synthesis"; Journal of Finance 34 371-384
- Chittenden, F.; Hall, G.; y Hutchinson, P. (1996): "Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation". Small Business Economics 8, 59-67.
- Comunidades Europeas (2000): "IV Informe del Observatorio Europeo para las PYME". Comunidades Europeas, 2000
- Constand, R.L.; Osteryoung, J.S.; Nast, D.A. (1991): "Asset based financing and the determinants of capital structure in the small firms", en R. Yazdipour (eds.): "Advances in small business finance and monetary policy studies", pp. 29-45.
- Cosh, A.; y Hughes, A. (1994): "Size, financial structure and profitability. UK companies in the 1980's", en Hughes, A.; y Storey, D.J. (eds.) "Finance and the small firms". Routledge. Londres.
- Cressy, R y Olofsson, C. (1997): "European SME Financing: An overview". Small Business Economics (9) 2; 87-96
- Diamond, D. (1989): "Reputation acquisition in debt markets", Journal of Political Economy, nº 97, pp. 828-861.
- Fazzari, S.M. y Athey, M.J. (1987): "Asymmetric information, financing constraints and investment". The Review of Economics and Statistics (481-487)
- Fazzari, S.M.; Hubbard, R.G. y Petersen, B.C. (1988): "Financing constraints and corporate investment". Brookings Papers on Economic Activity (1); 141-195.
- Ferri, M.G. and Jones, W.H. (1979): "Determinants of capital structure: a new methodological approach", The Journal of Finance, June, pp. 631-644.
- García, J. et al (1999): "Préstamos participativos: análisis financiero". Actualidad Financiera (4); pp. 1-17
- Gibson, B. (1992): "Financial information for decision-making: an alternative small firm perspective". Journal of Small Business Finance 1 (3), 221-232.
- Grinblatt, M. y Titman, S. (2003): "Mercados financieros y estrategia empresarial" (2ª edición), McGraw Hill Interamericana de España, Madrid.
- Hamilton, R.T. and Fox, M.A. (1998): "The financing preferences of small firm owner", International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research, nº 4, vol. 3, pp. 239-248.
- Hellmann, T y Stiglitz, J. (2000): "Credit and equity rationing in market with adverse selection" European Economic Review (44); 281-304.
- Holmes, S. and Kent, P. (1991): "An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises", Journal of Small Business Finance, nº 1, vol. 2, pp. 141-154.
- Jaffe, D.M. y Russell, T. (1976): "Imperfect information, uncertainty and credit rationing" Quarterly Journal of Economics (90) 4; 651-666.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976) Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure; Journal of Financial Economics 3 305-360.
- Jensen, M.C. (1986) "Agency cost of free cash-flow, corporate finance and take-overs"; American Economic Review, 76 (2) 323-329.
- Jonson, S.A. (1997): "An empirical analysis of determinants of corporate debt ownership structure". Journal of Financial and Quantitative Analysis (32) 1; 47-69.

- Jordan, J; Lowe, J. and Taylor, P. (1998) "Strategy and Financial Policy in UK Small Firms", *Journal of Business Finance and Accounting*, January/March 1-27.
- Kim, W.S. and Sorensen, E.H. (1986): "Evidence on the impact of the agency cost of debts on corporate debt policy", *Journal of Financial and Quarterly Analysis*, June, pp. 131-144.
- Kochhar, y Hitt, M.A. (1998): "Research notes and communications linking corporate strategy to capital structure: diversification strategy, type and source of financing" *Strategic Management Journal* (19); 601-610.
- López Gracia, J. y Riaño Donnay, V (1999): "Asimetría de información y racionamiento del crédito en la pequeña y mediana empresa". *Actualidad Financiera* (marzo)
- López, J.; Riaño, V.; y Romero, M. (1999): "Restricciones financieras y crecimiento: el caso de la pequeña y mediana empresa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 28 (99), 349-382.
- López, M. *et al* (2001): "Selección de variables determinantes de las cuotas de interés en los préstamos participativos mediante números borrosos". *Actualidad Financiera* (11); pp. 25-40.
- Lowe, A.; Naughton, A.; Taylor, P. (1994): "The impact of corporate strategy on the capital structure of Australian companies", *Proceeding of the 50th National Small Business Conference*, pp. 175-190.
- Menéndez Requeijo, S. y González, F. (1996): "Implicaciones de las teorías de agencia, señales y fiscales sobre la estructura de capital: un contraste en el mercado español de capitales", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, nº 5, vol. 1, pp. 15-24.
- Modigliani, M. and Miller, M.H. (1958) "The cost of capital, corporation Finance and the theory of Investment", *American Economic Review* 68 3 261-293.
- Myers, S.C. (1984): "The capital structure puzzle" *The Journal of Finance* (jujio) 575-592.
- Myers, S.C. and Majluf, N. (1984) "Corporate Finance and Investment Decisions when Firms have Information that investors don't have"; *Journal of Financial Economics* 13 187-221.
- Osteryoung, J.S. and Newqman, D. (1993) "What is small business?" *The Journal of Small Business Finance*, 2 (3) 219-231.
- Petersen, M. and Rajan, R. (1994) "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data". *The Journal of Finance* (XLIX) 1; 3-37
- Petersen, M.A. y Raghuram, G.R. (1994). "The benefits of lending relationships: evidence from small business data". *The Journal of Finance* (XLIX) 1; 3-37
- Robson, G., Gallagher, C. and Daly, M. (1994) "Diversification Strategy and Practice in Small Firms"; *International of Small Business Research* 11 2 37-53
- Ross, S. (1977): "The determination of financial structure: the incentive signalling approach", *Bell Journal of Economic*, nº 8, pp. 23-40.
- Scherr et al, (1990): "Financing the small firm startup: determinants of debt use" *Proceedings Second Annual Small Firm Finance Research Symposium*.
- SEC(2001) "El acceso de las empresas a la financiación". Documento de Trabajo de los Servicios de la Comunidades Europeas (1667). Bruselas
- Smith, C. and Warner, J. (1979): "On financial contracting: an analysis of bond coverings", *Journal of Financial Economics*, nº 7, vol. 2, pp. 263-292.
- Solis, A y Angelelli, P. (2002): "Políticas de apoyo a la pequeña empresa en 13 países de América Latina. Informe de Trabajo". Documentos de Trabajo. Banco Mundial.
- Stiglitz, J.E. (1987): "The causes and consequences of the dependence quality on price", *Journal of Economic Literature*, nº 25, pp. 1-48.
- Stiglitz, J. and Weiss, A. (1981): "Credit rationing in markets with imperfect information", *The American Economic Review*, nº 71, vol. 3, pp. 393-410.
- Stulz, R. (1990): "Managerial discretion and optimal financing policies". *Journal of Financial Economics* (26); 3-27
- Titman, S. and Wessels, R. (1988): "The determinants of capital structure choice", *The Journal of Finance*, March, pp. 1-19.
- van-der-Wijst, N. (1989): "Financial Structure in small business: theory, test and applications". *Lecture notes in economics and mathematics series* (320) Primavera; Nueva York.
- van-der-Wijst, N. y Thurik, R. (1993): "Determinants of small firm debt ratios: analysis of retail panel data". Acs, D.J. (eds.) *Small Firms and Economic Growth*. Vol 1. Edgar Reference Collection. *International Library Of Critical Writings in Economics* (61).
- Weston y Brighan, (1981)
- Wijst, D.V. and Thurick, R. (1993): "Determinants of small firm debt ratios: an analysis of retail panel data", *Small Business Economics*, nº 5, pp. 55-65.
- Winker, P. (1999): "Causes and effects of financial constraints at firm level". *Small Business Economics* (12); 169-181.
- Wist, D.V. (1989): "Financial Structure in small business", *Theory, Test, and Applications*, Berlin: Springer-Verlag.