



Problemática financiera de las pequeñas y medianas empresas¹ de los estados venezolanos Carabobo y Aragua. Análisis de factores internos
Financial problems of small and medium enterprises in the Carabobo and Aragua states of Venezuela. Analysis of internal factors

MARÍA CRISTINA FERNÁNDEZ T.²
mcfernandez@unimet.edu.ve

LEONARDO CAZORLA PAPIS³
lcazorla@ual.es

MANUEL LÓPEZ GODOY⁴
mgodoy@ual.es

Recibido: 20/05/2008
Aceptado: 15/01/2009

Resumen

En Venezuela, la pequeña y mediana empresa ha contribuido significativamente al crecimiento económico y social del país. A pesar de la gran importancia que tienen las PyMEs en nuestra economía, éstas se enfrentan a

¹ En Venezuela no existe una definición oficial para empresas comerciales y de servicios; sólo de las manufactureras (PYMI), sin embargo, en este estudio se tomaron en cuenta empresas tanto del sector industrial como de servicios y comercio. Es por ello que empleamos el término de PyME.

² María Cristina Fernández, sociólogo egresada de la Universidad Central de Venezuela. Postgrado en Administración en la UCV. Doctorado en Economía de Empresas en la Universidad de Almería, España (tesis por defender). Coordinadora del departamento de Trabajo de Grado y metodología de la Escuela de Administración de la Unimet. Profesora de Teorías de la Cultura en la Escuela de Arte de la UCV.

³ Director del presente trabajo de investigación y profesor de la Universidad de Almería, España.

⁴ Director del presente trabajo de investigación y profesor de la Universidad de Almería, España.



una serie de problemas que obstaculizan su desarrollo y crecimiento económico, especialmente financieros. Es precisamente el objetivo de esta investigación, poder determinar aquellos factores que condicionan la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas venezolanas. Entendemos como estructura de capital a la característica del pasivo fijo o financiación permanente de la empresa; esto es, la combinación óptima de deuda a largo plazo y fondos propios que financian las inversiones permanentes necesarias para la puesta en marcha y desarrollo continuado de la actividad empresarial.

Para alcanzar los objetivos realizamos un trabajo empírico, el cual consistió en medir un conjunto de variables generales, estratégicas y financieras de las pequeñas y medianas empresas. La selección de las variables se basó en los postulados de la Teoría de la Agencia, Teoría de Señales, Orden de Preferencia y Estrategias empresariales. Una vez obtenida la información de 95 empresas, se procedió a realizar el análisis estadístico descriptivo, Coeficiente Chi-cuadrado, Coeficiente de Pearson, Regresión Lineal Múltiple y Análisis Multivariante.

Algunos de los resultados más importantes fueron: las variables reputación, oportunidad de crecimiento y rentabilidad sobre activos, demostraron tener una relación significativa con la variable endeudamiento. Asimismo, la regresión lineal nos permite concluir que las variables financieras: oportunidad de crecimiento, rentabilidad sobre activos y riesgo, explican en un 60% la estructura de capital de las PyMEs venezolanas pertenecientes a los estados Aragua y Carabobo.

Palabras clave: Estructura de capital, pequeñas y medianas empresas, variables financieras, variables estratégicas

Abstract

In Venezuela, the small and medium company has contributed significantly to the economic and social growth of the country. Although of the great importance that has the PyMEs in the economy of the country, these face a series of problems which they prevent his development and economic growth, specially, financial problems. It is indeed, the objective of this investigation; determine the factors of structure of capital in the small and medium Venezuelan companies. We understand as structure of capital to the details of the fixed liabilities or permanent financing of the company; these are, the optimal combination of long term debt and own funds that finance necessary the



permanent investments for the beginning and continued development of the enterprise activity.

In order to reach the objectives, we made an empirical work, which consisted of measuring a set of general variables, the strategic and financial elements of small and medium companies. The selection of the variables was based on the postulates of the Theory of the Agency, Theory of Signals, enterprise Order of Preference and Strategies. Once obtained the data of 95 companies, it was come to make the descriptive statistical analysis, Coefficient Chi-square, Coefficient of Pearson, Multiple Linear Regression and Multivariate Analysis.

Some of the most important results were: the reputation variability, opportunity of growth, and yield on assets demonstrate to have a significant relation with the variable indebtedness. Also, the linear regression allows us to conclude that the financial variables: opportunity of growth, yield on assets and risk, explain in a 60% the structure of Venezuelan capital of the PyMEs pertaining to the states Aragua and Carabobo.

Key words: Structure of capital, small and medium companies, financial variables, strategic variables.

Introducción

En muchos países en desarrollo, y particularmente en Venezuela, la pequeña y mediana empresa (PyME) ha contribuido significativamente al crecimiento económico y social del país, colaborando en la generación del PIB y creación de empleo.

En Latinoamérica y el Caribe existen al menos un 8,4 millones de empresas formales. De ellas, un 93% son microempresas, 68% son pequeñas y medianas y sólo un 0,2% son grandes empresas (BID, 2002).

Conindustria (2005) señala que en Venezuela las PyMEs aportan poco más del 13% del PIB y dan empleo a más del 55% de la población activa. Tomando en consideración el sector privado, las PyMEs generan el 77% del empleo del sector. En Venezuela las PyMEs representan el 91,6% del conglomerado de empresas.

Sin embargo, a pesar de la gran importancia que tienen en la economía del país, las PyMEs se enfrentan a una serie de problemas, que aunque



forman parte de las características propias de su tamaño, las mismas obstaculizan su desarrollo y crecimiento económico, por ejemplo: los altos costos de producción, falta de innovación tecnológica, inexistencia de estrategias de mercadeo, y en especial, la problemática financiera. Aunque es cierto que actualmente existen muchas líneas de apoyo financiero para este sector, también es cierto que existe una desarticulación de las distintas instituciones que prestan asistencia (Bastos, 2006).

Entre las dificultades financieras de las PyMEs encontramos: el difícil acceso a financiamiento externo o bancario, su limitado poder de negociación, la falta de garantías, los problemas de asimetrías de información, la escasez de fondos propios y deuda a largo plazo, entre otras. Las dificultades para conseguir el financiamiento lleva a muchas de estas empresas a desaparecer en etapas iniciales de creación y puesta en marcha. Por ello, en los últimos años, en el seno de las finanzas corporativas se ha despertado un gran interés por el estudio de las condiciones de financiamiento de las PyMEs, y muy en especial, por su estructura de capital.

Es importante resaltar que en Venezuela encontramos pocas investigaciones sobre la estructura de capital, en especial en pequeñas y medianas empresas. Es por ello que los objetivos de esta investigación son: a) identificar los rasgos característicos que definen a las PyMEs venezolanas de los estados Aragua y Carabobo y que condicionan las decisiones de endeudamiento, b) analizar cuáles son los factores internos que influyen en las decisiones de la estructura de capital de las PyMEs venezolanas de los estados Carabobo y Aragua, c) identificar *clusters* de PyMEs venezolanas de los estados Carabobo y Aragua y los factores comunes que definen su estructura de capital

Principales teorías acerca de la estructura de capital

Cuando hablamos de estructura de capital, nos referimos a la estructura del pasivo fijo o financiación permanente de la empresa; esto es, la combinación óptima de deuda a largo plazo y fondos propios que financian las inversiones permanentes necesarias para la puesta en marcha y



desarrollo continuado de la actividad empresarial. Los argumentos propuestos en los diferentes enfoques teóricos que analizan las decisiones sobre la estructura de capital indican la existencia de un amplio conjunto de factores que pueden condicionar las decisiones de financiación de la empresa y, por ende, el nivel de endeudamiento.

La literatura señala que son muchos los factores y variables que pueden condicionar la estructura de capital (Miller, 1977; Kim, 1978; Modigliani, 1982; De Angelo y Mansulis, 1980; Jensen y Meckling, 1976, 1986; Myers y Majluf, 1984; Lowe, Naughton y Taylor, 1994; Jordan, Lowe y Taylor, 1998; Menéndez Alonso, 2003; Casino y López, 2003; Aybar, Casino y López, 2004. Dichos factores pueden ser agrupados en dos clases: factores externos relativos al entorno y factores internos relativos a rasgos característicos de la empresa. A pesar de la importancia que sin duda ejercen los factores de carácter externo sobre las decisiones de financiación de la empresa, en este trabajo de investigación centraremos la atención en el análisis de factores internos como el tamaño, la edad, la reputación, la capacidad de generar beneficios (rentabilidad), las oportunidades de crecimiento futuras, el riesgo de la actividad empresarial, la separación entre propiedad y control, el grado de concentración o dispersión de la propiedad y las estrategias empresariales.

En relación a este tema han surgido distintas teorías o tesis que ayudan a comprender la estructura de capital de las empresas, desde el enfoque tradicional de Durand (1952), 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 una mayor ratio de endeudamiento (Chem y Kim, 1979; Myers, 1984; Bradley, Jarrel y Kim, 1984; Parra 2006).

Las primeras teorías financieras desarrollan un conjunto de supuestos que indican la existencia de un mercado financiero perfecto, en el cual las decisiones de inversión y financiamiento son irrelevantes para el valor de la empresa. Posteriormente surgen teorías que toman en consideración las imperfecciones del mercado y como éstas tienen que ser tomadas en



cuenta en las decisiones financieras. La primera imperfección que se consideró fue la relacionada con el cobro de impuestos. Así, en 1963, Modigliani y Miller reconocen que el valor de la empresa y la riqueza de los accionistas crecen en la medida en que se incrementa el nivel de endeudamiento. Posteriormente, Miller (1977) planteó que el valor de la empresa no sólo dependerá de los impuestos que gravan el beneficio, sino que también gravan las rentas percibidas por los inversores. De estos planteamientos se llega a la conclusión de que al considerar los impuestos, existe un único nivel de endeudamiento óptimo para la empresa. Sin embargo, el efecto positivo que supone el ahorro fiscal derivado de un mayor endeudamiento puede tener un efecto negativo producto de los costes de insolvencia, por lo que es necesario que exista un equilibrio entre el ahorro fiscal por los intereses pagados y los costes de insolvencia. A estos planteamientos los llamaron Teoría del Trade-off.

Sin embargo, estas teorías no podían explicar por qué existían empresas muy rentables a pesar de ser las menos endeudadas. Es entonces cuando las teorías se orientan hacia la complejidad de las estructuras de las empresas, donde existen grupos con intereses contrapuestos, y que obligan a la empresa a incurrir en los llamados “costes de agencia”, que permiten controlar los intereses de los distintos grupos pero a su vez generan pérdida del valor de la empresa, siendo la estructura óptima de capital aquella que minimice dichos costes de agencia. Un aspecto no considerado hasta el momento era la llamada información asimétrica. En estas condiciones los directivos tienen más información de la empresa que el resto de los grupos, en consecuencia, la estructura de capital transmite información al mercado que puede ser positiva en cuanto a sus expectativas de renta futura que generará la empresa. Los directivos de la empresa están interesados en que esas señales sean lo más positivas posibles. De esta forma surge la Teoría del Orden de Preferencia, a través de la cual se explica que los directivos a la hora de financiar nuevos proyectos utilizan, en primer lugar, recursos generados internamente, y de verse en la necesidad de recurrir a financiamiento externo, primero lo hagan a través de deuda y por último, a través de la emisión de acciones. Estas decisiones permitirán además evitar la pérdida de control por parte de los propietarios en el caso de la PyME.



Otras teorías más recientes 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 encontrar la Teoría de la Agencia, el Enfoque de Señales y la Teoría de la Estrategia Empresarial, la cual constituye un enfoque novedoso que trata de analizar la incidencia que las estrategias empresariales pueden ejercer sobre este tipo de decisiones. La Teoría Financiera de la Agencia centra su atención en los contratos financieros que se establecen entre la organización y los suministradores de recursos. En este sentido es posible distinguir en la empresa dos relaciones de agencia fundamentales: a) la relación directiva que se establece entre los suministradores de recursos propios y la dirección; y b) la relación de endeudamiento que se establece entre los suministradores de recursos ajenos (deuda) y la empresa.

La asimetría informativa y conflictos de intereses existentes entre los distintos agentes implicados serán origen de los denominados costos de agencia. Cada estructura financiera se caracteriza por la existencia de determinados costos de agencia, consecuencia del posible perjuicio que accionistas y acreedores pueden sufrir ante posibles conductas oportunistas, efectuadas respectivamente por directivos y propietarios del capital.

El enfoque de señales establece que la estructura de capital de la empresa puede actuar como una señal informativa (Ross, 1977; Keinkel, 1982, David y Varig, 1991). No todos los agentes económicos tienen acceso a la misma información de todas las variables económicas, debido, principalmente al costo y la desigualdad en el acceso a la información. Por tanto, en cualquier transacción económica o relación contractual los agentes que intervienen no poseen el mismo grado de información. Bajo este contexto de asimetría de información, el enfoque de señales sugiere que la parte (agente) que dispone de mayor información puede estar interesada en tomar determinadas decisiones que permitan transmitir información positiva y creíble a la parte menos informada.

Este es un enfoque relativamente reciente que se basa en las influencias que las estrategias operativas seguidas por las empresas, tienen sobre su estructura de capital. De acuerdo con Lowe, Naughton y Taylor



(1994) hay un creciente reconocimiento en la literatura financiera de que las estrategias empresariales pueden ser importantes en la determinación de la estructura de capital de una empresa. Algunas de las estrategias empresariales más estudiadas son: innovación, diversificación, diferenciación, exportación y liderazgo.

Para este trabajo de investigación nos basaremos en la Teoría de la Agencia, la Teoría del Orden de Preferencia, el Enfoque de Señales y la Teoría de las Estrategias Empresariales, por considerar que son las más apropiadas para explicar el comportamiento del endeudamiento de las pequeñas y medianas empresas en Venezuela.

Revisión de la literatura

Algunas de las investigaciones sobre el tema, realizadas tanto en Europa como en América y que podemos mencionar, son: Tenjo, López y Zamudio (2002), quienes realizan un estudio sobre los determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas y cuyos resultados demuestran que las decisiones de financiamiento de las firmas están determinadas por la información imperfecta. Asimismo, demuestran que la rentabilidad y los activos intangibles presentan signo negativo con relación al endeudamiento, a diferencia del tamaño de la empresa.

Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt y Maksimovic (2000) aplican el estudio realizado por Rajan y Zingales a una muestra de diez economías emergentes, llegando a la conclusión de que las variables oportunidades de crecimiento, rentabilidad, tangibilidad de los activos, tamaño, probabilidad de quiebra y ventajas tributarias, tienen un alto poder explicativo en la estructura de capital de las empresas en países en desarrollo, aunque algunas de ellas con signo contrario.

Schmuckler y Vesperoni (2001) aplican el modelo de Rajan y Zingales a los países de América Latina y Asia, incluyendo la variable liberación financiera. Los resultados señalan que la liberación financiera mueve la estructura de la deuda hacia el corto plazo. El desarrollo financiero del país hace a las firmas menos sensibles a la liberación.



Aybar, Casino y López (2001) realizan una investigación sobre los determinantes de la estructura de capital de las PyMEs, y sus resultados indican que el flujo de efectivo es una variable claramente significativa con efecto negativo sobre el apalancamiento. La oportunidad de crecimiento presenta una relación positiva, lo que contradice los postulados de la Teoría de Agencia. Finalmente, la edad y el nivel de activos demuestra efectos negativos sobre el apalancamiento.

Sogorb Mira (2005) realizó una investigación con pequeñas y medianas empresas españolas, cuyos resultados señalan que el escudo tributario de la deuda y la rentabilidad tienen un efecto negativo sobre el endeudamiento, mientras que la edad, oportunidades de crecimiento y la estructura de los activos ejerce una influencia positiva en el endeudamiento de las PyMEs.

Estas son sólo algunas de las muchas investigaciones que se han dedicado al estudio de la Estructura de capital en empresas de menor tamaño. Es importante resaltar que en Venezuela encontramos pocas investigaciones sobre la estructura de capital, en especial, en pequeñas y medianas empresas.

Enfoque metodológico

Para alcanzar los objetivos, realizamos un trabajo empírico, el cual consistió en medir un conjunto de variables generales, estratégicas y financieras de las pequeñas y medianas empresas.

Las variables generales y estratégicas fueron medidas a través de un cuestionario el cual se basó en preguntas directas a los dueños de las empresas; mientras que las variables financieras fueron recolectadas a través de una lista de cotejo y extraídas directamente de los indicadores contenidos en los informes financieros de las empresas.

En cuanto a la muestra, a fin de garantizar la representatividad de cada estrato de la población se realizó un muestreo estratificado.

La selección de cada estrato ($N_i = n \cdot N_i/N_t$) se basó en el criterio representado por el tamaño de la empresas (pequeña, mediana inferior,



VARIABLES	INDICADORES
Endeudamiento	Deuda total/activo total.
Rentabilidad	Beneficio de explotación + amortizaciones/activo total.
Oportunidad de crecimiento	Cambios porcentuales de las utilidades retenidas de un año a otro.
Estructura de propiedad y control	Concentración de capital. Separación propiedad y control.
Riesgo empresarial	Desviación típica de los beneficios después de intereses y antes de impuestos.
Sector de actividad	Empresas de un mismo sector poseen estructura de capital parecida.
Reputación	Edad-años de constitución de la empresa.
Tamaño	Número de empleados y facturación por ventas.
Diversificación	% de ventas distintas a la fabricación principal.
Innovación	% de gastos en investigación y desarrollo.
Comercio exterior	% exportación / activo total.
Liderazgo	Cuota de mercado.
Diferenciación	Productos diferenciados con la competencia.

Fuente: Elaboración propia.

mediana superior). Se efectuó un muestreo probabilístico sobre la base de datos de las empresas registradas en el Directorio Industrial del Instituto Nacional de Estadística correspondiente al año 2005. Para ese año, nos encontramos con una población de 6.756 empresas. Las empresas clasificadas dentro del estrato de pequeñas y medianas empresas, suman en total 6.135, lo que representa 90,8% del sector industrial. En esta investigación se han seleccionado los estratos; 2, 3 y 4, dada la importancia de estos sectores en la economía. En cuanto a la ubicación, hemos seleccionado las empresas de la región central del país; nos referimos a los estado Carabobo y Aragua. En ambos estados se encuentran registradas un total de 1.849 empresas, lo que representa un 30% de las pequeñas y medianas empresas del país. El cálculo de la muestra nos dio un total de 95 empresas.



Una vez obtenida la información de las empresas, se procedió a realizar el análisis estadístico aplicando el programa SPSS 12.0 y el SPAD-N. A través de estos dos programas realizamos un análisis estadístico descriptivo de cada una de las variables, lo que nos permitió caracterizar la muestra.

Posteriormente realizamos el análisis de las tablas de contingencia y correlaciones, lo que nos permitió medir el nivel de relación entre la variable dependiente y cada una de las variables explicativas. Finalmente hicimos el cálculo de la Regresión lineal múltiple con las variables financieras.

Concluimos el trabajo con el análisis de correspondencias múltiples, el cual nos permitió extraer cluster de empresas con rasgos diferenciados y que podrían explicar su estructura de capital.

Análisis empírico

El análisis empírico lo iniciamos con una descripción de las variables. Entre los resultados más importantes obtenidos, podemos destacar:

La mayoría de las empresas entrevistadas pertenecen al sector económico correspondiente a productos químicos (64%), seguido del sector plástico y cauchos (13,7%), y sector comercio y servicios (10,5%)⁵. En relación al tamaño de las empresas, el 50,5% se ubicaron en el estrato de pequeña empresa, seguido de las medianas inferiores, 26,3% y medianas superiores, 23,2%.

En cuanto a la variable reputación, el 75,8% de las empresas poseen más de diez años en el mercado, por lo que se consideran empresas maduras, mientras que un 24,2% se ubicaron en la categoría de establecidas (menos de 10 años). Tal como era de esperar, el 89,5% de las empresas de la muestra afirmaron que el dueño participaba como gerente en las actividades de la empresa. El 90% de las empresas poseen una estructura familiar y tanto el dueño como los miembros de la familia ocupan cargos en la gerencia de la empresa. En torno a la concentración de

⁵ Los otros grupos de empresas de la muestra lo conformaron: metalmecánica y construcción (4,2%), alimentos, agricultura y ganadería (2,3%), papel y madera (3%), textil y calzado (1,1%).



capital, el 87,4% de las empresas de la muestra poseían el 80% de las acciones en manos de uno o dos socios.

En cuanto a las variables estratégicas, encontramos los siguientes resultados: sólo un 6,4% de las empresas estudiadas, afirman realizar exportaciones, mientras que el 91,6% no exporta. El 96,8% de las PyMEs estudiadas señalan no invertir en investigación y desarrollo. El 86,6% de las empresas entrevistadas no poseen diversificación en su producción y el 73,7% considera que no existe diferenciación de sus productos con respecto a la competencia. Finalmente, el 84,2% no sabía qué porcentaje del mercado poseía su empresa.

En cuanto a las variables financieras, los resultados fueron: El 63,2% de las empresas, registran oportunidad de crecimiento, y el 35,8% de las empresas se encuentran en la categoría decrecimiento. En cuanto al riesgo, el 62% de las empresas se encuentran en el rango de mayor riesgo con 84% y más, el 30,5% se ubica en el renglón medio 53 y 84% y un 7,4% en el renglón de menor riesgo entre el 20 y 52%.

Finalmente, con la variable rentabilidad sobre activos, los resultados obtenidos indican que el 43,2% de las empresas se ubican en el rango de rentabilidad mediana inferior sobre sus activos, ubicándose entre el 7 y 25%, sólo un 6,3% se ubican en rentabilidad sobre activos alta (más del 44%).

Al realizar el análisis de las tablas de contingencia, los resultados más importantes señalaron una relación significativa entre la variable dependiente y el endeudamiento con las variables reputación, rentabilidad sobre activos y riesgo.

El análisis de correlación lineal de Pearson nos permitió determinar una alta correlación entre la variable endeudamiento y el riesgo, las cuales además registraron una relación positiva de 0,759, la cual se puede considerar significativa. A medida que aumenta el riesgo, se registra un aumento del endeudamiento. Asimismo, el nivel crítico es menor que el nivel de significación establecido, por lo que puede afirmarse que las variables correlacionan significativamente

La rentabilidad sobre activos con el endeudamiento registra una correlación negativa de 0,446, lo que significa que mientras disminuye la



Esta técnica nos permite, mediante la distancia Chi-cuadrado, establecer asociaciones entre variables categóricas.

A través de esta técnica pudimos diferenciar claramente tres grupos de empresas, las cuales contenían variables consideradas en la investigación:

Proactivas: a) coeficiente de riesgo entre 20 y 52%; b) rentabilidad superior a 44%; c) un endeudamiento menor al 33%.

Estas empresas con tendencia a ser firmas pequeñas, presentan un nivel de endeudamiento bajo; las actividades operativas de la empresa están siendo financiadas en una cantidad menor al 33% del total de activos. Adicionalmente son empresas que poseen una alta rentabilidad sobre activos en sus operaciones y se ubican en el coeficiente de riesgo menor. Este tipo de empresa representaría el modelo ideal, ya que poseen características consideradas óptimas desde el punto de vista financiero. Podemos tratar de entender a este grupo de empresas como aquellas que por su reducido tamaño, presentan serios problemas para conseguir financiamiento. Los bancos privados prefieren prestar a grandes empresas y adicionalmente las tasas de interés a las que les ofrecen los préstamos. Por lo general, son muy altas como reflejo del mayor riesgo que estas empresas representan.

Estas pequeñas empresas, gracias a su flexibilidad y reducidos costos, registran una rentabilidad sobre activos alta, superior al 44% y su coeficiente de riesgo es el menor ya que son empresas que poseen una buena rentabilidad y un bajo endeudamiento. Es muy probable que utilicen el autofinanciamiento o el préstamo de familiares y amigos, lo que suele ser típico de las PyMEs.

A este grupo de empresas las llamaremos empresas **proactivas**, las cuales se caracterizan por su flexibilidad y dinamismo. Presentan un rápido crecimiento y comienzan las elevadas exigencias en tiempo y dinero. Todas las expectativas del propietario y su familia son lograr el éxito del negocio y todo su capital se encuentra comprometido con la empresa. Los propietarios de estas empresas se caracterizan por ser precursores y emprendedores.



Empresas activas: a) Alto riesgo, superior al 84%. b) Rango de endeudamiento entre 51 y 70%. c) Rango de endeudamiento mayor del 71%. d) Rentabilidad sobre activos baja, entre -11 y 0,6. e) Son empresas establecidas. f) Con tendencia a que el dueño tenga control sobre la empresa.

La clase que mejor representa a las empresas de la muestra tiene como características básicas: un alto riesgo, mayor al 84%, junto con niveles significativos de endeudamiento, considerado dentro de los más altos rangos, y estas características se unen a bajos niveles de rentabilidad. La tendencia es encontrar empresas que según su reputación son consideradas empresas establecidas (con menos de 10 años en el mercado). Las características financieras de estas empresas son las más negativas que encontramos, sin embargo, el mayor número de empresas se encuentran ubicadas en esta clase. En este tipo de empresas **activas**, se presentan expectativas de crecimiento, por lo tanto se requieren más capitales asumiendo cierto nivel de riesgo. Es precisamente en esta etapa donde se produce la mayor mortalidad de empresas.

Empresas reactivas: a) Rango de endeudamiento entre 34 y 50%. b) Riesgo entre 53 y 83%. c) Rentabilidad sobre activos entre 26 y 43%. d) Son empresas maduras. e) También presentan endeudamiento menor al 33%. f) Tendencia a ser empresas medianas inferiores. Estas empresas tienen una alta representación del total de la muestra y sus características básicas son poseer un rango de endeudamiento entre mediano inferior e inferior. Un rango medio de la variable riesgo y la rentabilidad sobre activos es más bien elevada. Son empresas maduras, lo que significa que tienen más de 10 años en el mercado, por lo que es probable que tengan más facilidad a la hora de buscar financiamiento y se encuentran ubicadas en el estrato mediano inferior (21 y 50 trabajadores). Las variables que las identifican pueden ser consideradas aceptables, desde el punto de vista financiero.

A este grupo de empresas las podemos conceptualizar como consolidadas. El fundador comienza a pensar en el retiro. El negocio se encuentra en su fase de madurez, en la cual se suma el aprendizaje del



negocio durante su tiempo de existencia. Es una organización más grande y más compleja. El fundador desea el control y la estabilidad. Este tipo de empresas la llamaremos empresas **reactivas**, por lo general son empresarios conservadores y con un entorno de riesgo bajo.

Conclusiones

La idea de este trabajo era poder identificar cuáles de esas variables ofrecidas por las distintas teorías explican el endeudamiento de las pequeñas y medianas empresas venezolanas. La novedad del trabajo, más allá de ser un tema poco estudiado en Venezuela, era poder identificar los determinantes de la estructura de capital de la PyME venezolana, y lograr, a través de un análisis de correspondencias múltiples, identificar clusters de empresas que reflejaran la presencia de algunas de las variables seleccionadas en el estudio. De esta forma explicaremos las conclusiones obtenidas, siguiendo el orden de los objetivos planteados.

La **rentabilidad sobre activos** fue una variable considerada en el estudio. Según la Teoría del Orden de Preferencia, las empresas intentan financiarse con recursos propios antes que contraer deuda, a diferencia del Enfoque de Señales, que interpreta que la rentabilidad elevada puede ser considerada una señal positiva para el mercado de crédito; ya que la considera como signo de una buena gestión empresarial. Sin embargo, en los resultados obtenidos, el 74% de las empresas entrevistadas se ubicaron en los niveles inferiores y mediano inferior de rentabilidad, por lo que podemos señalar que las PyMEs de los estados Carabobo y Aragua, reflejan baja rentabilidad sobre sus activos. Los resultados del estudio nos indicaron que sólo el 6,3% de las empresas de la muestra, registran una alta rentabilidad (superior al 44%). Esas empresas con alta rentabilidad, registran a su vez un menor endeudamiento. Por lo que se puede deducir que estas empresas prefieren utilizar su propio capital para financiar los proyectos antes que utilizar el apalancamiento. En consecuencia, y para el caso de la PyME venezolana de los estados Carabobo y Aragua, la variable rentabilidad sobre activos puede considerarse una variable importante a la hora de determinar su nivel de endeudamiento.



La **reputación** fue otra de las variables consideradas. Los resultados indicaron que existe una clara relación entre la reputación y el endeudamiento. A medida que la empresa tiene más años en el mercado, registra un mayor endeudamiento. Basándonos en la Teoría de Señales, una empresa que ha desempeñado una labor en el mercado.

De esta manera podemos considerar que para el caso en estudio la reputación es una variable que se encuentra relacionada con la variable endeudamiento, tal como quedó demostrado en el resultado obtenido en el estadístico Chi cuadrado. Asimismo, los resultados indican que tal como lo refleja la Teoría de Señales, las empresas con largo tiempo en el mercado constituyen una señal importante tanto para el mercado de créditos como para el sector económico donde se desenvuelve.

El **tamaño** fue la otra variable considerada. Los resultados indican que el mayor porcentaje de las empresas de la muestra se ubica en el estrato de pequeñas empresas (50,5%). Asimismo observamos que el estrato de la pequeña empresa posee mayores niveles de endeudamiento que la mediana inferior y superior. Estos resultados son contrarios al enfoque de señales, el cual establece que el tamaño es un signo de la capacidad de autofinanciación, de la presencia de mejores garantías, de una mayor posición en el mercado y, en consecuencia, se esperaría una relación positiva entre el endeudamiento y el tamaño. Finalmente, el análisis estadístico nos indica que la variable tamaño no pareciera ser un factor determinante del nivel de endeudamiento de las PyMEs de los estados Carabobo y Aragua.

La **oportunidad de crecimiento** fue la otra variable considerada en el estudio. La Teoría de la Agencia señala que aquellas empresas que poseen un futuro crecimiento potencial podrían propiciar que los propietarios realicen cambios en sus políticas de inversión, lo que podría traducirse en una transferencia de riqueza de los acreedores a los accionistas. Ante esta situación, se esperaría una relación negativa entre ambas variables. Los resultados del estudio confirman que las empresas que poseen oportunidades de crecimiento, registran un menor nivel de endeudamiento.

En cuanto a la relación entre la variable oportunidad de crecimiento y el endeudamiento, el estadístico Chi cuadrado no establece relaciones significativas, sin embargo, en el análisis de Regresión Lineal Múltiple el coeficiente de la oportunidad de crecimiento, junto con la rentabilidad y el riesgo empresarial, explican en un 60% el endeudamiento de las PyMEs de los estados Carabobo y Aragua.

En cuanto a la variable **riesgo**, el mayor porcentaje (62%) de las pequeñas y medianas empresas de la muestra estudiada, registraron los mayores niveles de riesgo (84% y más). El análisis de las tablas de contingencia nos indica que a mayor riesgo empresarial, las empresas registraban un mayor nivel de endeudamiento. Para la Teoría de la Agencia un mayor riesgo implica rendimientos inciertos, incrementando la asimetría de información entre los propietarios y la dirección; siendo la deuda la solución. En el caso de las empresas venezolanas, encontramos que un porcentaje muy alto presenta concentración de capital en manos de uno o dos socios, que por lo general son del mismo ámbito familiar, por lo que consideramos, que los resultados obtenidos para la variable riesgo, deben verse con cautela y considerar los aspectos del entorno macroeconómico que pueden estar influyendo en los resultados.

Asimismo, a través del Análisis de Regresión Lineal Múltiple pudimos confirmar que la variable riesgo explica el nivel de endeudamiento para las pequeñas y medianas empresas. Aunque la teoría señala que el endeudamiento podría estar siendo utilizado como señal positiva al mercado. Tal como lo explicamos con anterioridad, para entenderlo en el caso de Venezuela es importante no dejar de tomar en cuenta los indicadores macroeconómicos (control de cambio, inflación) que están en los actuales momentos distorsionando el mercado; lo que está llevando a las empresas a considerar muy atractivo el endeudamiento, debido a la presencia de tasas de interés negativas y de un control cambiario que registra una sobrevaloración de la moneda nacional

La variable **estructura de propiedad y control** nos indica que los mayores porcentajes de la muestra se ubican en empresas que poseen concentración de capital (87,4%) y el dueño posee control de las operaciones de la empresa (89,5%).



Tanto en las empresas con mayor concentración de capital, como en aquellas donde el dueño tiene control de las operaciones de la empresa, encontramos mayores niveles de endeudamiento. La Teoría del Orden de Preferencia señala que las empresas que poseen una mayor concentración de capital prefieren la deuda para evitar la pérdida de control y la entrada de nuevos accionistas. Estos planteamientos coincidirían en el caso de las PYMEs de los estados Aragua y Carabobo, con los resultados obtenidos.

Cuando realizamos el análisis estadístico, el Chi-cuadrado indica que ambas variables no tienen una relación significativa, por lo que consideramos que el nivel de endeudamiento de las pequeñas y medianas empresas de los estados Carabobo y Aragua no estaría determinado por estas variables.

La variable **sector económico** fue considerada en el estudio, ya que en algunas investigaciones la pertenencia de las empresas a un determinado sector, condiciona características particulares en su estructura de capital. En el estudio, la distribución por sectores se realizó en función de los criterios del Instituto Nacional de Estadística (INE), obteniendo como resultado una relación entre el sector químico y los mayores niveles de endeudamiento, seguidos de plástico y cauchos. Finalmente, los sectores textiles y calzados, papel y madera, y alimentos, registran los menores niveles de endeudamiento.

En esta investigación, el análisis estadístico de Chi-cuadrado nos señala que dicha variable no registra una relación significativa con el nivel de endeudamiento de las empresas del estudio.

Finalmente, **las variables estratégicas** fueron consideradas, ya que según la Teoría de las Estrategias Empresariales, todas estas variables pueden ser determinantes en la estructura de capital de las empresas. Sin embargo, en el estudio, las tablas de contingencia nos demostraron que no existía una relación significativa entre estas variables y el nivel de endeudamiento de las empresas de los estados Aragua y Carabobo consideradas en la muestra.

En cuanto a los resultados obtenidos del Análisis de Regresión Lineal, pudimos comprobar que las variables Riesgo empresarial, Oportunidad

de crecimiento y Rentabilidad sobre activos, explican en un 60% el endeudamiento de las empresas de la muestra, por lo que consideramos que estas tres variables deben ser tomadas en cuenta para futuros estudios que intenten contratar las hipótesis planteadas por las teorías clásicas de la estructura de capital.

Finalmente, al analizar las variables a través de un análisis de correspondencias múltiples, nos encontramos la conformación de tres clusters. El objeto de realizar este análisis era poder identificar grupos de empresas con comportamientos similares en cuanto a las variables estudiadas. Un primer grupo, al que identificamos como **empresas proactivas**, representaron el menor porcentaje (12,63%). Son empresas con características muy sanas desde el punto de vista financiero, alta rentabilidad, bajo riesgo y bajo nivel de endeudamiento. En este *cluster* de empresas hay tendencia a encontrar PyMEs del sector plástico y caucho, consideradas empresas de las más competitivas, ya que en los últimos años se han observado avances en empresas del sector de los derivados de hidrocarburos, y además, es considerada como una de las áreas industriales más importantes del país, representando el 2,1% de los establecimientos industriales y en la cual se ubica el 8,4% de la mano de obra industrial. Asimismo, encontramos una tendencia en este cluster a la presencia de empresas de menor tamaño, lo que responde en parte al hecho de que, más del 85% se encuentran bajo esta modalidad.

Finalmente, en este grupo de empresas se ubican las pocas PyMEs que respondieron en forma positiva a las actividades de exportación, diversificación e investigación y desarrollo. Por todas estas características podemos considerarlas empresas reactivas, ya que según Guisado (2003) se caracterizan por una actitud emprendedora del propietario, aun cuando se encuentren en un entorno turbulento o de elevado riesgo, siendo éste el caso de la situación de Venezuela.

El segundo grupo, al que clasificamos como **empresas reactivas (40%)**, presenta un endeudamiento bajo y rentabilidad medio. Son empresas maduras al parecer, consolidadas en el mercado. Asimismo, se localizan en este grupo empresas dedicadas al comercio y servicios, no exportan y presentan concentración accionaria.



Estos negocios se encuentran en su fase de madurez, en la cual se suma el aprendizaje obtenido durante su tiempo de existencia. Es una organización más grande y más compleja. El fundador desea el control y la estabilidad.

Finalmente, el tercer grupo de empresa, con el porcentaje más alto de la muestra, llamadas **empresas activas** (47,37%), están caracterizadas por tener altos niveles de endeudamiento, altos niveles de riesgo, rentabilidad baja y conforman el grupo de las empresas establecidas. En este grupo de empresas hay tendencia a la especialización en construcción. No investigan y presentan concentración accionaria. Este grupo de empresas se encuentran en etapa de crecimiento, por lo que requieren aumentar su endeudamiento y asumir ciertos riesgos que pueden en algunos casos, condicionar su desaparición.

Finalmente, es importante considerar el nivel cualitativo de desarrollo productivo y empresarial de las PyMEs, ya que éste ha incidido en el acceso y condiciones del financiamiento, siendo uno de los mayores problemas la falta de acceso al crédito de bancos y otras instituciones formales de crédito. Asimismo, las elevadas tasas de interés que caracterizan a estas operaciones hacen que gran parte de los excedentes de las empresas vayan a manos de los prestamistas, impidiendo la posibilidad de crecimiento.

Además, hay que considerar que otra barrera para las empresas de menor tamaño son las dificultades para acceder al mercado de valores, tanto por los requisitos como por los altos costos.

Otro aspecto de gran importancia y que merece ser destacado, es la dificultad que tiene la PyME venezolana para obtener financiamiento a largo plazo. El sistema bancario nacional, dentro de su marco regulatorio, establece que los bancos privados están autorizados a prestar dinero solamente a corto plazo. En el caso de los bancos comerciales, el plazo máximo de préstamos es de 3 años; sin embargo, y dado el clima de incertidumbre financiera, son pocos los préstamos que se otorgan a este plazo. Esta situación podría condicionar la validez de los modelos teóricos estudiados, que tratan de explicar la estructura de capital.



Referencias

- AYBAR, C.; CASINO, A. y LÓPEZ, J. (2001). *Jerarquía de preferencias y estrategia empresarial en la determinación de la estructura de capital de la PYME: un enfoque con datos de panel*. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, p. 30.
- BASTOS, M. (2006). *Las PyMEs, su importancia y los obstáculos que enfrentan* [Documento en línea] Disponible en: http://boletinvenezuela.fundes.org/vista_a.php?id=61&seccion=s90&portada=16/ Consulta [16 Octubre, 2006].
- BID (2002). *Apoyo a la pequeña y mediana empresa. Una década de actividades del Grupo Banco Interamericano de Desarrollo*. [Documento en línea] Disponible en: www.iadb.org/SDSdocSME-REPORT90-00.pdf/ Consulta [02 enero, 2007].
- BOOTH, L.; AIVAZIAN; DERMIRGUC-KUNT y MAKSIMOVIC (2000). *Capital Structure in developing Countries*.
- 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.
- CONINDUSTRIA (2005). *La Pyme en Venezuela*. [Documento en línea] Disponible en: <http://www.conindustria.org/sap%C3%AdaUd.htm/> Consulta [15 marzo, 2006].
- DE ANGELO, H. y MASULIS, R. (1980). Optimal capital structure Under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economic*. Vol. 8. March, pp. 3-29.
- DURAND, D. (1952). *Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*. Conference of Research on Business Finance. New York. National Bureau of Economic Research.
- GUISADO, M. (2003). *Estrategias y multinacionalización de las empresas*. Editorial Pirámide. España.
- JENSEN y MECKLING, W. (1976). Theory or the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- JORDAN, J.; LOWE, J. y TAYLOR, P. (1998). Strategy and Financial Policy in UK Small Firms, *Journal of Business Finance and Accounting*, 25 (1), pp. 1-27.
- KIM, E. (1978). A mean-variance theory of optimal capital structure. *The Journal Finance* March, pp. 45-63.



- LOWE, A.; NAUGHTON, A. y TAYLOR, P. (1984). *The impact of corporate strategy on the capital structure of Australian companies*. Proceedings of the 50 National Small Business Conference. pp. 175-190.
- MENÉNDEZ-ALONSO, E. (2003). *Does Diversification strategy matter in explaining capital structure?: some evidence from Spain*. Applied Financial Economics, 13, pp. 427-430.
- MILLER, M.H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Financial Economics* (mayo), pp. 261-271.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*. Vol 48, june, pp. 261-297.
- MYERS, S. y MAJLUF, N. (1977). Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. Vol. 13 (2), pp-187-221.
- MYERS, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Financ.* July, pp. 575-592.
- PARRA, C. (2006). *Estructura de capital, Teoría del Trade Off y escudo fiscal de la deuda. Aplicación a una muestra de empresas venezolanas*. Venezuela: IESA.
- ROSS, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*. Vol 8. (1) pp-24-40.
- SCHMUCKLER, S. y VESPERONI, E. (2001). Globalization and Firms. Financing Choices: Evidence from Emerging Economies. *William Davidson Institute Working Paper*, N° 388.
- SOGORB.MIRA, F. (2005). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From A 1994-1998 Spanish Data Panel. *Small Business Economics*. 25, pp. 447-457.
- TENJO, G.; LÓPEZ, E. y ZAMUDIO, N. (2002). *Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996-2002)*. Banco de la República.