

Problemática Financiera de las Pequeñas y Medianas Empresas venezolanas. Análisis de los Factores Internos

Financial Problems of Small and Medium Enterprises in Venezuela: Analysis of Internal Factors



María Cristina Fernández Trujillo

Universidad Metropolitana, Caracas - Venezuela

mcfernandez@unimet.edu.ve

Leonardo Cazorla Papis

Universidad de Almería, Almería - España

lcazorla@ual.es

Manuel López Godoy

Universidad de Almería, Almería - España

malopez@ual.es

Fecha de recepción: 30/09/2012

Fecha de aprobación: 17/12/2012

Resumen

Las pequeñas y medianas empresas constituyen el principal impulsador del crecimiento económico de las naciones. Sin embargo, a pesar de la importancia que tienen las PyME, en la economía de los países, ellas enfrentan una serie de problemas que obstaculizan su desarrollo, uno de estos obstáculos se refiere a la problemática financiera. Precisamente el interés de esta investigación fue identificar los rasgos característicos de las PyME venezolanas de los estados Aragua y Carabobo que condicionan sus decisiones de endeudamiento, así como analizar cuáles de los factores internos presentes en las PyME venezolanas influyen en las decisiones de su estructura de capital. Para la realización de ésta investigación, se efectuó un trabajo de campo donde se aplicó un cuestionario a noventa y cinco PyME, a través del cual se midieron variables como: el riesgo empresarial, la rentabilidad sobre activos, las oportunidades de crecimiento, el tamaño, la reputación, concentración de capital, estrategias empresariales. Finalmente aplicando los análisis descriptivos, el análisis de las tablas de contingencia, el cálculo de regresión lineal múltiple y el análisis de correspondencias múltiples, nos permitió llegar a las siguientes conclusiones: las variables riesgo empresarial, rentabilidad sobre activos y oportunidad de crecimiento explican en un 60% la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas de los estados Aragua y Carabobo. Las variables reputación, riesgo empresarial y rentabilidad sobre activos registra una relación significativa con la variable endeudamiento.

Palabras clave: *PyME, estructura de capital, endeudamiento, variables financieras, variables estratégicas.*

Abstract

Small and medium enterprises are the main driver of economic growth of nations. However, though the importance of PyME in the economies of the countries, they face a number of problems that hindering their development, one of these obstacles refers to the financial problem. Precisely the interest of this research was to identify the characteristics of venezuelan PyME in the states of Aragua and Carabobo influencing their decisions on debt and analyze which of the internal factors present in Venezuelan PyME, influence the decisions of its capital structure. To realize this research, was made a fieldwork with a questionnaire to ninety-five PyME and through which measured variables such as business risk, return on assets, growth opportunities, size, reputation, raising capital, business strategies. Finally applying the descriptive analysis, analysis of contingency tables, the calculation of multiple lineal regression and the analysis of multiple correlation, allowed us to reach the following conclusions: business risk variables, payoff on assets and growth opportunity explained in a 60% of the capital structure of small and medium enterprises in the states of Aragua and Carabobo. The reputation variables and business risk and payoff on assets, recorded a significant relationship with the variable debt.

Keywords: *PyME, capital structure, indebtedness, financial variables, strategic variables.*

1. Introducción

La PYME constituye el principal motor de la economía tanto de los países industrializados como de las economías en desarrollo. En Latinoamérica y el Caribe, existen al menos 8,4 millones de empresas formales. De ellas, el 68% son PYME, siendo el 93% microempresas, y sólo 0,2% grandes empresas (BID, 2002). En el caso concreto de Venezuela, de acuerdo con los datos de Conindustria (2005), la PYME aporta más del 13% del PIB y da empleo a más del 55% de la población activa. Tomando en consideración el sector privado, las PYME generan el 77% del empleo del sector. En Venezuela la PYME representa el 91,6% del conglomerado de empresas.

Sin embargo, a pesar de la gran importancia que tiene la PYME en la economía del país, éstas se enfrentan a graves problemas que obstaculizan su desarrollo y crecimiento económico, entre los que destacan las barreras de naturaleza financiera.

En la literatura se destaca la importancia de contar con una estructura financiera adecuada como condición necesaria para lograr la supervivencia y crecimiento empresarial. El estudio y análisis de las decisiones de financiación constituye una de las cuestiones que ha generado mayor controversia en el seno de las finanzas corporativas. Tradicionalmente los trabajos de investigación se han centrado en el contexto de grandes sociedades de capital cotizadas utilizando datos de panel. Si bien, en los últimos años, se aprecia un incremento de trabajos en el ámbito de la PYME dada su importancia en el tejido empresarial y sus mayores dificultades financieras

Los distintos modelos teóricos-empíricos que estudian la estructura de capital han tratado de responder a dos cuestiones claves: de un lado, la existencia de un ratio óptimo de endeudamiento que maximice el valor de mercado de la empresa al tiempo que minimice su coste de capital; y de otro lado, el análisis de los factores determinantes de este tipo de decisiones. En el contexto de la segunda de estas líneas, la consideración de las distintas imperfecciones existentes en el mercado (impuestos, costes de quiebra, asimetría informativa, etc.) han enriquecido considerablemente los estudios sobre la estructura de capital, ampliando el número de factores determinantes de este tipo de decisiones. En general estos factores se pueden clasificar en dos grupos diferenciados: de un lado, aquellos relativos al entorno macroeconómico en general y, particular, los relacionados con las características del sistema financiero; y, de otro lado aquellos que tienen que ver con las características internas de la empresa.

Dadas las particularidades de la situación política y económica que atraviesa actualmente Venezuela, y

siendo consciente del efecto que éstas ejercen sobre la actividad empresarial y, por ende, sobre sus decisiones de financiación, este trabajo tiene como principal objetivo efectuar un estudio exploratorio sobre los factores internos que condicionan las decisiones de estructura de capital de la PYME venezolana. La población objeto de análisis se ha circunscrito a los Estados de Carabobo y Aragua por ser representativos del tejido empresarial venezolano. La finalidad general del trabajo se concreta en los siguientes objetivos específicos: a) identificar los rasgos característicos que definen a las PYME venezolanas de los estados analizados y que condicionan las decisiones de endeudamiento; b) analizar cuáles son sus factores internos que influyen en las decisiones de la estructura de capital; e c) identificar clusters de PYME con comportamientos comunes en función de los factores de endeudamiento analizados.

Aunque el análisis de los factores determinantes de la estructura de capital de la PYME ha dado lugar a abundante literatura, es importante resaltar que en Venezuela se encuentran pocas investigaciones sobre este tema. En la mayoría de los casos los trabajos existentes tienen carácter divulgativo, siendo escasos los trabajos publicados en revistas científicas.

Con el fin de lograr los objetivos anteriormente señalados, se ha dividido el presente trabajo en tres apartados. En el apartado 2 se identifican los principales factores internos determinantes de la estructura de capital e instrumentos de medición utilizados de acuerdo con la literatura. Asimismo se analizan las posibles relaciones entre estos factores y el ratio de endeudamiento. En la sección 3 se ofrecerá una explicación de la metodología aplicada para la realización del trabajo empírico. Se detallan las variables que fueron finalmente seleccionadas, así como sus instrumentos de medición. A continuación, se identificarán las características generales de la población y de la muestra utilizada, así como la estructura del cuestionario. Por último se realiza el análisis estadístico de los resultados obtenidos en la investigación de campo. En la sección 4 se exponen los resultados y conclusiones del trabajo de investigación realizado.

2. Marco Teórico: Factores internos determinantes de la estructura de capital

La literatura sobre la estructura de capital ha evolucionado desde los enfoques clásicos centrados en mercados perfectos (enfoque tradicional y tesis de irrelevancia de MM, 1958), hacia teorías que incorporan las distintas imperfecciones existentes en el mercado. En estas últimas destacan: 1) las teorías del *trade-off* o equilibrio estático que señala la existencia de una estructura de capital que compensa los costes y beneficios de la deuda; 2) la

teoría financiera de la agencia que sugiere la existencia de una estructura de capital óptima que minimiza los costes totales de agencia derivados de los conflictos entre accionistas, directivos y prestamistas, 3) el enfoque de señales que se basa en el poder informativo de determinadas decisiones financieras; 4) la teoría del pecking order (TPO) o teoría del orden de preferencia que se centra en la existencia de una jerarquía de preferencias a la hora de seleccionar las fuentes de financiación; y por último, 5) la Teoría de Estrategia Empresarial que analiza el efecto que las distintas estrategias tendrían sobre la estructura de capital de la empresa.

Los argumentos propuestos en los diferentes enfoques teóricos indican la existencia de un amplio conjunto de factores internos a la empresa que pueden condicionar sus decisiones de financiación y, por tanto, su nivel de endeudamiento. Las variables independientes explicativas que fueron tomadas en cuenta para este estudio ha sido: sector de actividad económica, tamaño, reputación, estructura de propiedad y control, oportunidad de crecimiento, nivel de riesgo empresarial, y capacidad para generar recursos. Igualmente se ha tratado de analizar el efecto que sobre este tipo de decisiones tendría el desarrollo de estrategias de internacionalización, innovación, diversificación, diferenciación y liderazgo. Todas las variables seleccionadas se basaron en la revisión de la literatura y de trabajos empíricos realizados sobre PYME (Hall, Hutchinson y Michaelas, 2000; Aybar, Casino y López, 2001, 2003, 2004;; Cáceres y Canelón, 2002; Watson y Wilson, 2002; Azofra, Saona y Vallelado, 2004; Voulgaris, Asteriou y Agiomirgianakis, 2004; Chen, 2004; Flannery, Rangan, 2006; Azofra, Saona y Vallelado, 2007; Jiménez y Palacin, 2007; y, Higgins y Steven, 2008).

Sector de Actividad. La literatura señala que empresas pertenecientes a un sector de actividad poseen estructuras de capital parecidas que las diferencian de otros (Myers, 1984; Balakrishnan y Fox, 1993; Munyo, 2003; Acedo y Rodríguez, 2004; Azofra, Saona y Vallelado, 2004). A efectos de este trabajo se consideran los criterios de clasificación del Instituto Nacional de Estadística (INE): Sector de alimentos, productos ganaderos, agrícolas y de pesca, Productos químicos, plásticos y cauchos, comercio y servicio, construcción y maquinarias, papel y madera, textil y calzado.

Tamaño. Los estudios empíricos que analizan la relación de esta variable con el nivel de endeudamiento llegan a resultados contradictorios. La mayor parte de estos trabajos consideran que en la medida que las empresas de mayor tamaño ofrecen mayores niveles de garantía, presentan menores asimetrías de información, poseen mayores cuotas de mercado y poder de negociación; presentan menores restricciones en el mercado de

crédito a largo plazo (Ang et al, 1982; Myers & Majluf, 1984; Bergés & Maravall, 1985; Titman & Wessels, 1988; Crutchley & Hansen, 1989; Harris & Raviv, 1991; Ang, 1992; Chung, 1993; Garver & Garver, 1993; Rajan & Zingales, 1995; Menéndez, 1996; Cuñat, 1999; Menéndez Requejo, 1999; Sánchez y Bernabé, 2002; Mira, 2002; Verona et al, 2003; Acebo y Rodríguez, 2003; Azofra et al, 2004). Frente a estos trabajos, otros señalan la existencia de una relación negativa entre ambas variables. Dichos trabajos sugieren que a medida que las empresas incrementan su tamaño también aumentan sus necesidades de recursos financieros. Cuando las necesidades de financiación son muy elevadas, muchas empresas de gran tamaño optan por la emisión de acciones, dadas las limitaciones existentes en el mercado de crédito y las menores dificultades de acceso a los mercados de emisión de acciones (Peterson y Schulman, 1987; Holmes y Kent, 1991; Cardone y Cazorla, 2006; Segura y Toledo, 2003). En este trabajo la variable tamaño de la empresa se midió a través del número de empleados y el volumen de ventas.

Reputación. La variable reputación hace referencia al prestigio de la empresa en los mercados. En el caso concreto de las decisiones de financiación dicha variable hace referencia al cumplimiento por parte de la empresa de sus compromisos financieros a lo largo de tiempo, constituyendo la reputación uno de los activos intangibles más valorados en el mercado de crédito. En consecuencia, algunos trabajos empíricos señalan la existencia de una relación positiva de dicha variable con el nivel de endeudamiento (John y Natchman, 1985; Diamond, 1989 y Azofra et al, 2004). Por otro lado, existen trabajos que encuentran una relación en sentido inverso. Dichos trabajos sugieren que la reputación de la empresa guarda una relación directa con la capacidad de autofinanciación y, por tanto, con la menor necesidad de recurrir al endeudamiento (Boedo y Calvo, 1997; Michaelas et al, 1999; Hall et al, 2000 y Aybar et al, 2004). El criterio utilizado para medir esta variable, fue tomado del INE, el cual clasifica en empresas nóveles (1 a 5 años), empresas establecidas (6 a 10 años) y maduras (más de 10 años). Todos los trabajos empíricos revisados consideran como indicador de ésta variable, el número de años que tiene la empresa funcionando en el mercado.

Estructura de propiedad y control. Considerando la importancia que la información y los problemas de asimetría informativa ejercen sobre las decisiones de financiación, ciertos elementos relacionados con la estructura de propiedad, control y formas de gobierno de la empresa son relevantes para el estudio de las decisiones de estructura de capital. Entre estos factores la literatura ha centrado la atención en: 1) la participación del equipo directivo en el capital, y 2) el grado de concentración de la propiedad. En relación al efecto de

la primera de las variables sobre el nivel de endeudamiento existen trabajos que defienden la relación tanto en sentido positivo como negativo (Stulz, 1988; Harris, 1988; Friend y Lang (1988), Crutchley y Hansen, 1989; y Bathala, Moon y Rao, 1994). Respecto a la segunda de las variables, el grado de concentración de la propiedad, existen también trabajos que defienden la relación tanto en sentido positivo como negativo (Both Stulz, 1988; Harris y Ravid; 1988; Boedo y Calvo, 1997; Aybar et al, 1999; González Rodríguez y Menéndez Requeijo, 1999; Azofra, Saona y Vallelado, 2004; y Azofra, Saona y Vallelado, 2004). En este trabajo la variable concentración de capital se ha medido en función del número de socios que poseen más del 50% del capital. En este sentido, si la empresa tenía uno o más socios con más del 50% existía concentración. Respecto, de la existencia o no de separación entre propiedad y control, se midió mediante la existencia de directivos con participación en el capital.

Oportunidad de Crecimiento. Esta variable hace referencia al peso de los intangibles en el activo empresarial. En general la literatura establece una relación inversa entre dicha variable y el ratio de endeudamiento (Jensen y Meckling 1976; Aybar, Casino y López, 2004; Azofra, Saona y López, 2004). En este trabajo, la variable se ha medido mediante los cambios porcentuales de las beneficios no distribuidos de un año en relación al anterior.

Nivel de riesgo empresarial. De acuerdo a la literatura el riesgo empresarial constituye una de las variables que más inciden en la política de endeudamiento de la empresa. El riesgo empresarial esta vinculado al grado de incertidumbre y volatilidad de los resultados empresariales. En general la literatura sugiere la existencia de una relación negativa entre el nivel de riesgo empresarial y el nivel de endeudamiento. Las empresas que presentan mayor nivel de riesgo empresarial muestran también una mayor probabilidad de insolvencia y, por tanto, sufren un mayor racionamiento de capital, especialmente de deuda largo plazo (Bardley, Jarrell y Kim, 1984; Friend y Lang, 1988; Crutchley y Hansen, 1989; Harris y Raviv, 1991; Bathala, Moon y Rao, 1994). Esta variable fue medida a través de la desviación típica de los beneficios después de intereses y antes de impuestos. Se calculó el coeficiente de riesgo a fin de poder hacer comparaciones entre las empresas y a través del programa SPSS, realizando tres cortes: cuando los valores se orientaban a la izquierda se consideraba que existía un aumento del riesgo empresarial y un desplazamiento a la derecha significaba una disminución del riesgo.

Capacidad de generar recursos (rentabilidad). En la literatura existen argumentos contradictorios sobre la influencia de esta variable sobre el ratio de endeudamiento. Algunos trabajos señalan que aquellas empresas que

tienen mayor capacidad de generar recursos financieros suelen presentar mayores ratios de endeudamiento, ya que en general presentan mayores niveles de garantía y solvencia que son valoradas positivamente por el mercado de crédito (Jensen y Meckling, 1976, Azofra, Saona y Vallelado, 2004). Por el contrario, otros trabajos señalan que en la medida que una empresa tiene mayor capacidad de generar recursos tiene más posibilidades de autofinanciarse y, por tanto, tendrá menos necesidad de acudir a fuentes de financiación externa (Myers, 1984; Myers y Majluf 1977; Menendez Alonso, 2003 ; Aybar, Casino y Lopez, 2004, Azofra, Saona y Vallelado, 2004). En este trabajo la variable fue medida a través de Beneficio de explotación más amortizaciones sobre activo total. A efectos del análisis de resultados se hicieron cuatro clasificaciones: empresas con nivel de rentabilidad mediano superior, mediano inferior, empresas con un nivel de rentabilidad baja y, empresas con un nivel de rentabilidad alto.

Estrategia. El estudio de la incidencia que las estrategias empresariales tienen sobre el nivel de endeudamiento constituye un enfoque novedoso de la estructura de capital (Titman y Weseels, 1988; Balakrishnan y Fox, 1993). A priori, la influencia de las estrategias competitivas sobre el mayor o menor nivel de endeudamiento es difícil de predecir ya que depende de las características de riesgo de los activos en los que dichas estrategias se materializan. Aquellas empresas con estrategias de innovación basadas en activos intangibles y específicos, suelen presentar niveles de endeudamiento bajos (Jordan et al, 1998; Vicente Lorente, 2001; Aybar et al, 2004). Por otro lado, aquellas empresas con estrategias de diferenciación y liderazgo en costes y activa estrategia de internacionalización, lanzan señales positivas a los mercados financieros, favoreciendo su capacidad de endeudamiento (Kochlar & Hitt, 1998; Jordan et al, 1998; Méndez, 2003; Aybar et al; 2004). A efectos del presente trabajo las estrategias fueron mediadas de la siguiente manera. El nivel de internacionalización, se midió como la proporción de exportaciones sobre los activos totales. El grado de innovación se determinó mediante el ratio entre los gastos en investigación y desarrollo sobre activo total. Respecto del grado de diversificación, la variable fue medida a través del porcentaje de ventas que provienen de actividades diferentes a la actividad principal de la empresa. La variable diferenciación se midió a través del número de actividades diferentes de la actividad principal. En relación a la estrategia liderazgo esta variable estratégica se midió a través de la cuota de mercado que la empresa posee en su mercado más importante.

3. Marco Metodológico- Análisis Empírico

3.1. Introducción

El análisis se dividió en cinco fases: 1) caracterización de la muestra a través de una descripción estadística para

cada una de las variables estudiadas; 2) análisis de las tablas de contingencia para las variables del estudio; 3) análisis de las correlaciones y el cálculo del coeficiente de Pearson; 4) cálculo de la Regresión Lineal Múltiple con las variables catalogadas como financieras (capacidad de generar recursos, nivel de riesgo y oportunidades de crecimiento futuras); y 5) Análisis de Correspondencias Múltiples.

3.2. Identificación y medición de las variables

En este trabajo se ha considerado como variable dependiente la estructura de capital. En esta investigación se ha seleccionado el ratio entre deuda total sobre total de activos como unidad de medida de acuerdo con la literatura financiera, aunque no existe unanimidad en su medición. La principal razón que motivó dicha selección fue la facilidad de obtener ambos valores a través de los informes financieros de las empresas. No se tomó en cuenta la separación de la deuda en función del plazo, ya que en el caso de la empresa venezolana la mayoría de la PYME se financia con deuda a corto plazo; al no existir por parte de la banca modalidades de financiamiento a largo plazo para este sector.

En el cuadro 1 sintetizamos los factores internos considerados, las unidades de medida utilizadas, así como las relaciones esperadas con el nivel de endeudamiento.

3.3. Características de trabajo de campo

Para la selección de la población objeto de estudio se tomo en consideración la población empresarial de los estados de Carabobo y Aragua. Dichos estados fueron seleccionados por varias razones: a) por su ubicación estratégica, son estados cercanos a los principales puertos y aeropuertos del país; b) poseen los mercados con mayor número de consumidores y mayor nivel de ingreso; c) registran el mayor desarrollo industrial y comercial; d) sus condiciones climatológicas favorecen el desarrollo de la actividad productiva durante todo el año, y e) el grado de concentración empresarial. De acuerdo a los datos disponibles del Directorio Industrial (2005) elaborado por el Instituto Nacional de Estadística, en Venezuela el número total de PYME se situaba en 1.849 empresas, lo que representa un 30% del total de empresas del país.

El estudio se realizó sobre una muestra de empresas seleccionadas mediante muestreo estratificado sobre la base de datos de las empresas registradas en el Directorio Industrial del Instituto Nacional de Estadística correspondiente al año 2005. El número de total de empresas de la muestra se elevó a 250.

El proceso de obtención de datos se ha desarrollado de acuerdo a las fases que se detallan a continuación. En

primer lugar, se solicitó a cada empresa de la muestra, la revisión de los informes financieros, en particular, los balances y estados de resultados de los últimos tres años (2003-2004-2005). Asimismo, se le solicitó el Registro Mercantil de la compañía. Adicionalmente, y a fin de lograr obtener toda la información requerida, se elaboró un cuestionario que nos permitiera cotejar los datos extraídos de los informes financieros y obtener los datos relativos al resto de las variables consideradas en la investigación.

El cuestionario fue validado con la colaboración de expertos del mundo académico y empresarios de PYME. Una vez validado, el cuestionario fue enviado a las empresas de la muestra. Tras dos meses de espera la tasa de respuesta fue del 10%. En la mayoría de los casos las encuestas recibidas no anexaban información relativa a sus informes financieros. Ante tales circunstancias se decidió organizar un plan de visitas para mantener entrevista personal con los propietarios y/o la dirección y elevar el nivel de respuestas. Estas visitas tenían como objetivo examinar sobre el terreno la información financiera disponible.

Una vez obtenida la información, se procedió a realizar el análisis estadístico aplicando el programa SPSS 12.0 y el SPAD-N. A través de estos programas se realizó un análisis estadístico descriptivo de cada una de las variables, lo que permitió caracterizar la muestra. Posteriormente se realizó el análisis de las tablas de contingencia y correlaciones, lo que permitió medir el nivel de relación entre la variable dependiente y cada una de las variables explicativas. A continuación se hizo el cálculo de la Regresión lineal múltiple con las variables financieras consideradas (capacidad de generar recursos, nivel de riesgo y oportunidades de crecimiento futuras). Se concluye el trabajo con el análisis de correspondencias múltiples, el cual permitió extraer cluster de empresas con rasgos diferenciados y que podrían explicar su estructura de capital.

3.4. Análisis de los diferentes factores determinantes

A partir del análisis de la tabla de contingencias se pueden destacar los siguientes aspectos.

Respecto al **sector de actividad**, se observa que un porcentaje significativo de empresas que respondieron al cuestionario (64%) pertenecen al sector de productos químicos, le siguen por orden de importancia el de plásticos y cauchos (13,7%) y el sector de comercio y servicios (10,5%). El relación con la variable **tamaño**, los resultados indican que el mayor porcentaje de las empresas analizadas se ubican en el estrato de pequeñas empresas (50,5%). Estos resultados coinciden con los

obtenidos en la investigación realizada por el Observatorio PYME (2004), el cual señala que una característica fundamental de las empresas venezolanas es su reducido tamaño. Por lo que respecta a la **reputación** de la empresa, el mayor porcentaje de las empresas (75,8%) son maduras, con más de diez años en el mercado. En relación a la **propiedad y control** el 90% de las empresas estudiadas muestran una estructura familiar, ya que el dueño y/o miembros de su familia ocupan cargos dentro de la gerencia de la empresa. En cuanto a la concentración del capital, en el 87,4% de las empresas encuestadas, 1 o 2 socios poseen el 80% del capital. En el 97,9% de los casos los propietarios asumen la gerencia de la empresa. Respecto a las **oportunidades de crecimiento** el 63,2% de la muestra registran oportunidades claras de crecimiento. Por lo que respecta al **nivel de riesgo empresarial**, el 62% de las empresas se encuentran situadas en el rango de empresas de mayor riesgo, el 30,5% en el rango medio, y tan sólo el 7,4% en el segmento de menor riesgo. Respecto de la **rentabilidad sobre activos**, el 30,5% obtienen niveles de rentabilidad muy bajos (inferiores al 0,06%), el 43,2% de las empresas tiene rentabilidad sobre activos entre el 7 y el 25%, y tan sólo 26,3% obtienen rentabilidades superiores al 25%. En cuanto a las **variables estratégicas** podemos destacar lo siguiente: 91,6% de las empresas no realizan exportaciones, el 96,8% no invierte en I+D, el 86,6% no diversifican su producción y el 73,7% de las empresas consideran que no tienen elementos diferenciados con relación a las empresas del mismo sector.

3.5. Análisis de contingencia

A partir del análisis de tablas de contingencia se puede destacar los siguientes aspectos. En cuanto al **sector de actividad**, los mayores niveles de endeudamiento se dan dentro de las empresas ubicadas en el sector químico, siendo las menos endeudadas las ubicadas en los sectores textiles y calzados, papel y madera. En relación con la variable **tamaño**, se observa que las empresas más pequeñas son las que presentan mayores niveles de endeudamiento, especialmente a corto plazo. Respecto de la variable **reputación**, a medida que las empresas tienen más antigüedad en el mercado registran un mayor nivel de deuda. Respecto de la **propiedad y el control**, los mayores porcentajes de endeudamiento se concentran en empresas donde el propietario asume la gerencia y el control de la actividad y donde presenta mayor concentración de capital. En cuanto a las **oportunidades de crecimiento**, los resultados del estudio señalan que las empresas que poseen mayores oportunidades de crecimiento registran menores niveles de endeudamiento. En relación con la **capacidad de generar recursos (rentabilidad)**, las empresas con altas rentabilidad presentan menor nivel de endeudamiento, mientras que las empresas con mayor **nivel de riesgo**

presentan mayores grados de endeudamiento. Por último, respecto a las **variables estratégicas** analizadas se observa que las empresas no exportadoras, las que no invierten en I+D, y las que menos se diversifican y diferencian registran mayores niveles de endeudamiento. El análisis estadístico demostró la existencia de una relación significativa entre el nivel de riesgo empresarial, oportunidad de crecimiento y capacidad de generar recursos con el nivel de endeudamiento.

3.5. Análisis conjunto

Mediante el análisis de correlación lineal de Pearson pudimos establecer una alta correlación entre el nivel de riesgo empresarial y la variable endeudamiento (con una relación significativa y positiva de 0,759). Se podría afirmar, que para el caso de las empresas venezolanas, la deuda actúa como instrumento de control (teoría financiera de la agencia). Asimismo, la capacidad de generar recursos (rentabilidad) registra una correlación negativa y significativa con la variable endeudamiento (0,446). Estos resultados están en línea con la teoría del orden de preferencia. Estos resultados son similares a los obtenidos en la investigación realizada por Tenjo, López y Zamudio (2002) para el caso de las empresas colombianas. Por último, no existe relación significativa entre la variable oportunidad de crecimiento y nivel de endeudamiento.

3.6. Análisis de regresión lineal múltiple

El análisis de regresión múltiple se considera que es un método de interpretación apropiado para el caso de estudio ya que permite predecir los cambios de la variable dependiente (endeudamiento) en respuesta a los cambios en las variables independientes consideradas: capacidad de generar recursos, nivel de riesgo empresarial y oportunidad de crecimiento.

Los resultados arrojaron una fuerte significatividad de las variables independientes, lo que queda demostrado en los resultados obtenidos con un nivel de significativo por debajo de 1%. (0,000) Los coeficientes estimados indicaron que la variable **capacidad de generar recursos** poseía una relación negativa con el endeudamiento, mientras que el **nivel de riesgo empresarial** y la **oportunidad de crecimiento** reflejaron una relación positiva. En cuanto a la capacidad explicativa conjunta de las variables financieras, medida a través del R ajustado, se observa que la variable dependiente está explicada por las variables independientes en un 60%. En cuanto a los coeficientes de regresión tipificados, los mismos ayudan a valorar la importancia relativa de cada variable independiente dentro de la ecuación, en nuestro caso tenemos:

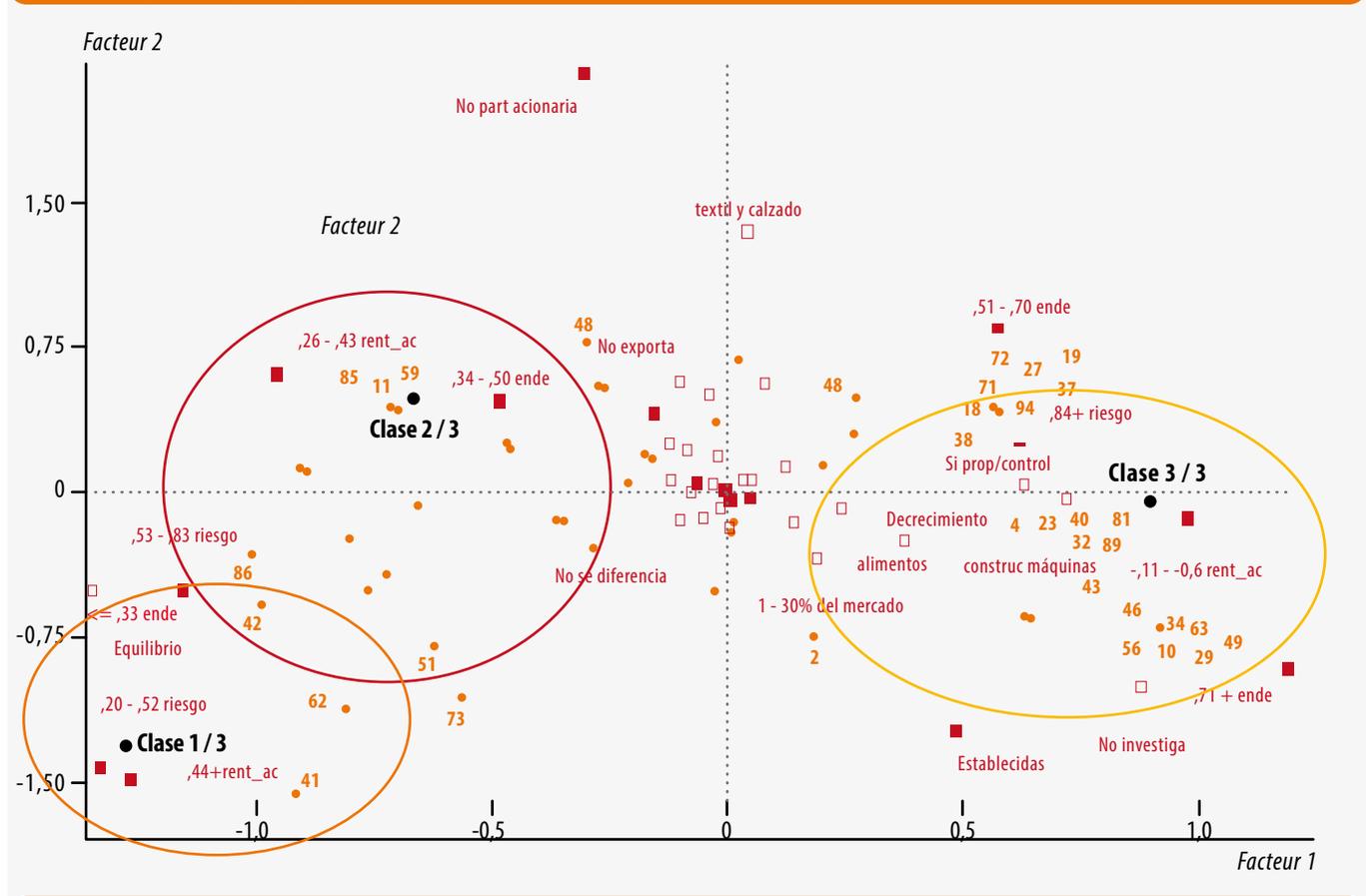
$$Y = (-0,037) + (-0,315) * \text{Capacidad de Generar Recursos} + 0,729 * \text{Nivel de Riesgo Empresarial} + 0,00001 * \text{Oportunidad de crecimiento}$$

3.7. Análisis multivariante

Con el objetivo de buscar mecanismos que permitan observar cómo se conectan entre sí todas las variables y garantizar una visión de conjunto de todo el problema, se aplicó el análisis de correspondencias múltiples. Esta técnica permite, mediante la distancia chi-cuadrado, establecer asociaciones entre variables categóricas. A partir del espacio creado por las variables activas, se procedió a clasificar a las empresas en grupos diferenciados

entre sí. El punto de inicio para la clasificación fue la asociación matemática entre los individuos evidenciándose en las coordenadas factoriales, es decir, si dos empresas están cercanas entre sí debe existir una asociación entre ellas, si ocurre el caso contrario entonces no existe asociación entre ellas. La clasificación automática dio como resultado tres grupos diferenciados, los cuales responden y refuerzan el primer acercamiento que se realizó a partir de las correspondencias múltiples.

Gráfico 1. Grupos de empresas proactivas, reactivas y activas



Fuente: elaboración propia.

El denominado “Grupo 1/3 (empresas proactivas)” está conformado por un conjunto de empresas que representan el 12,63% del total de la muestra. Las variables más importantes asociadas a esta clase y cuyo valor “test” es significativo (mayor a 2,00) son: coeficiente de riesgo entre 20 y 52% (v.test 5,26); rentabilidad superior al 44% (v.test 4,74); un endeudamiento menor al 33% (v.test 3,52); y con tendencia a estar constituido por empresas pequeñas (v.test 1,52). Este grupo está constituido por empresas de reducida dimensión que obtienen ratios de rentabilidad sobre activos altos y presentan bajos niveles de riesgo. Aunque son empresas atractivas para las entidades financieras, suelen financiarse con recursos propios presentando niveles reducidos de endeudamiento.

El denominado “Grupo 2/3 (empresas reactivas)” está configurado por un total de 38 empresas, cifra que representa el 40% de la muestra. Las variables más importantes asociadas a ésta clase son: rango de endeudamiento entre 34 y 50% (5,11); riesgo entre 53 y 83% (5,00); rentabilidad sobre activos entre 26 y 43% (4,17); empresas maduras (3,48); empresas que presentan un nivel de endeudamiento menor al 33% (2,13), empresas situadas en el segmento de tamaño mediana inferior (1,66). El conjunto está constituido por empresas de tamaño medio (21 y 50 empleados), que cuentan con una experiencia dilatada (más de 10 años) en el sector en el que operan. Se trata además de empresas que obtiene buenos indicadores de rentabilidad y presentan niveles de riesgo medio. En general, son empresas consolidadas

y atractivas para las entidades financieras que presentan niveles medios de endeudamiento.

Por último el **“Grupo 3/3 (empresas activas)”**, aglutina al 47,37% de las empresas estudiadas, en consecuencia, constituye la clase más representativa. Las variables más importantes asociadas a esta clase y cuyo valor test es significativo son: alto riesgo, superior al 84% (6,57); nivel de endeudamiento entre 51 y 70% (5,41); rango de endeudamiento mayor del 71% (5,01); rentabilidad sobre activos baja entre -11 y 0,6 (4,46); empresas maduras establecidas (2,71); y con tendencia a que el dueño tenga control sobre la empresa (1,87). El grupo está constituido por empresas de menos de 10 de años de experiencia en el sector, muy endeudadas, elevado riesgo que obtienen indicadores de rentabilidad bajos. Estas características que comprometen la supervivencia de la empresa a medio y largo plazo constituyen una fotografía bastante aproximada de la situación real por la que atraviesan la mayoría de empresas venezolanas.

4. Conclusiones

En Venezuela la PYME representa el 91,6% del total de empresas. A pesar de su importancia, este colectivo se enfrenta a graves dificultades que comprometen su supervivencia a corto y medio plazo. Los problemas financieros constituyen, sin duda, una de las principales dificultades que han de afrontar actualmente la PYME venezolana. La situación política, social y económica que vive el país en los últimos años, condiciona el funcionamiento de los mercados financieros, limitando el acceso de la PYME venezolana a los recursos necesarios en condiciones de cuantía, coste y plazo. En este sentido y a modo de ejemplo se debe tener en cuenta que la situación económica del país puede estar provocando una distorsión que lleva al empresario a aumentar el nivel de endeudamiento al ser los tipos de interés más bajos que el nivel de inflación.

A pesar del efecto que las variables externas (ajenas a la empresa) ejercen sobre las decisiones de endeudamiento, el principal objetivo del trabajo ha sido efectuar un análisis exploratorio de los factores internos determinantes de la estructura de capital de la PYME venezolana. El estudio se ha efectuado sobre una muestra de PYME de los estados de Carabobo y Aragua, dada la concentración de empresas existentes y ser representativos de la situación general de la PYME venezolana. Siguiendo la literatura las variables analizadas han sido: sector de actividad económica, tamaño, reputación, estructura de propiedad y control, oportunidad de crecimiento, nivel de riesgo empresarial, y capacidad para generar recursos. Igualmente se ha tratado de analizar el efecto que sobre este tipo de decisiones tendría el desarrollo de estrategias de internacionalización, innovación, diversificación, diferenciación y liderazgo.

El estudio se ha desarrollado haciendo frente a grandes dificultades derivadas en su mayoría de la situación actual

que atraviesa el país, circunstancia a la que hay que añadir el perfil y rasgos que caracterizan al pequeño y mediano empresario venezolano. Actualmente, la incertidumbre, la desconfianza, la corrupción o la falta de información, son factores que caracterizan el entorno social, económico y empresarial de Venezuela. En estas condiciones plantear trabajos empíricos, máxime en los que se solicita información de carácter financiero constituye a veces una misión complicada. Por otra parte, el pequeño y mediano empresario venezolano se caracteriza, en general, por su escasa formación. A esta variable hay que añadir su desconfianza a colaborar en este tipo de iniciativas.

Pese a las dificultades, los resultados del trabajo están en la línea de los resultados alcanzados en otros trabajos similares realizados en países del entorno. Al respecto, aunque somos conscientes que el análisis de los factores explicativos de la estructura de capital de la PYME es una línea que ha dado lugar a abundante literatura en los últimos años, en Venezuela este tipo de trabajos constituye una novedad, ya que los trabajos desarrollados hasta el momento son de naturaleza escasos.

Los resultados obtenidos sugieren la existencia de una relación negativa (inversa) entre las variables tamaño, oportunidad de crecimiento con el nivel de endeudamiento. Por el contrario, la relación es positiva con las variables reputación y nivel de riesgo. También se observa que las empresas más endeudadas son las pertenecientes al sector químico, así como aquellas empresas en donde el propietario asume la gerencia y el control de la actividad y donde presenta mayor concentración de capital. Respecto a las variables estratégicas debemos de tener en cuenta que las empresas encuestadas manifiestan no desarrollar estrategias de internacionalización, diversificación, diferenciación o liderazgo. En consecuencia, los resultados no han podido mostrar la existencia de relación entre las variables estratégicas consideradas y el ratio de endeudamiento. El análisis estadístico demostró la existencia de una relación significativa entre el nivel de capacidad de generar recursos (rentabilidad), oportunidad de crecimiento, nivel de riesgo empresarial con el nivel de endeudamiento.

Respecto a la capacidad de generar recursos (rentabilidad), el resultado obtenido es congruente con la teoría del orden de preferencia. Según este enfoque teórico las empresas prefieren financiarse con recursos propios antes que endeudarse, principalmente, para evitar dependencia de instituciones que en la mayoría de los casos están vinculadas con el entorno político de país. Este resultado está en línea con la investigación realizada por Sumoza y Ponsot (2007) sobre las PYME de la zona de Mérida y por Tenjo, López y Samudio (2002), para el caso de las empresas colombianas.

En relación con la variable oportunidad de crecimiento, la teoría de agencia señala que en aquellas empresas con

elevadas oportunidades de crecimiento se intensifican los conflictos entre accionistas y acreedores financieros por el riesgo de sustitución de activos, 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 sobre PYME venezolanas de los Estados Carabobo y Aragua, confirman que las empresas que poseen oportunidades de crecimiento, registran un menor nivel de endeudamiento. Los resultados obtenidos coinciden con los obtenidos por Otero y Fernández (2004) para la PYME gallega

En cuanto al nivel de riesgo empresarial, la doctrina no es pacífica en cuanto al signo de su relación con el nivel de endeudamiento. Los resultados obtenidos del trabajo indican que las empresas de mayor riesgo son las que presentan un mayor nivel de endeudamiento. Estos resultados obtenidos para la variable riesgo deben verse con cautela y considerar la posible incidencia de aspectos del entorno macroeconómico que pueden estar influyendo en los resultados. Así, entre los motivos que pueden explicar este comportamiento podemos destacar el nivel de inflación y la sobrevaloración de la moneda nacional. Por otra parte, podríamos pensar que el gobierno, a través de las entidades financieras, está utilizando el endeudamiento como mecanismo de control empresarial.

Del análisis de regresión lineal múltiple efectuado se puede llegar a la conclusión de que el 60% del nivel de endeudamiento de las PYME analizada se puede explicar por las variables: oportunidades de crecimiento, nivel de riesgo y capacidad de generar recursos

Finalmente, a partir del análisis de correspondencias múltiples se han identificado tres grupos de PYME con características similares en cuanto a las variables estudiadas.

Un primer grupo, PYME proactivas, representan el 12,63% de las entidades encuestadas. Son PYME caracterizadas por su menor tamaño, una alta capacidad de generar recursos, bajo nivel de riesgo empresarial, mayor nivel de exportación, diversificación y desarrollo de actividades de I+D, y bajo nivel de endeudamiento. En este cluster de empresas hay tendencia a encontrar PYME del sector plástico y caucho que es considerado el más competitivo por su vinculación con el sector hidrocarburos dónde Venezuela es considerada una potencia a nivel mundial.

El segundo grupo, PYME reactivas, representa el 40% de las entidades encuestadas. Son PYME caracterizadas por ser empresas maduras, con capacidad media de generar recursos, que no desarrollan estrategias de internacionalización, con alto nivel de concentración en el capital y bajo nivel de endeudamiento. En este grupo se localizan PYME dedicadas al sector comercio y servicios.

Finalmente, el tercer grupo, PYME activa, representan el 47,37% de las entidades encuestadas. Son PYME que se caracterizan por tener altos niveles de endeudamiento y nivel de riesgo empresarial. Además este grupo de empresas se encuentran en etapas iniciales de crecimiento y presentan una baja capacidad de generar recursos. Por tanto, requieren aumentar su endeudamiento y asumir ciertos riesgos que puede en algunos casos, condicionar su desaparición.

Dada el alto nivel de intervencionismo estatal que actualmente soportan diversos países sudamericanos, incluida Venezuela, se considera conveniente de cara al futuro, realizar estudios con factores externos e internos que permitan mejorar el conocimiento de la problemática financiera de la PYME latinoamericana.

5. Bibliografía

- Acedo, M., Ayala, J. y Rodríguez, J. (2005). Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las PYMES, Análisis empírico de las empresas por tamaños. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 4(4), (pp. 185-200).
- Alman, E.I. (1984-09). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, 39(4), (pp. 399-426).
- Ang, J. S. (1992). On the Theory of Finance for Privately Held Firms. *The Journal of Small Business finance*, 1 (13), (pp. 185-203).
- Ang, J., Chua, J. & McConnell, J.(1982-03). The administrative cost of corporate bankruptcy: a note. *The Journal of Finance*, 37(1), (pp. 219-226).
- Aybar, C., Casino, A. y López, J. (1999). Los determinantes de la Estructura de Capital de la Pequeña y Mediana Empresa. *Actas VII Foro de Finanzas*, Asociación española de finanzas (AEFIN) Valencia (España).
- 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*, Asociación española de finanzas (AEFIN) Madrid (España).
- 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*. Valencia, España: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Aybar, C., Casino, A. y López, J. (2003). Estrategias y estructura de Capital en la PYME: Una aproximación empírica. *Estudios de Economía aplicada*, 21(1), (pp. 27-52).

- Aybar, C., Casino, A. y López, J. (2004). Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa. *Moneda y Crédito*, 2 (219), (pp. 71-99).
- Azofra, V., Saona, P. y Vallelado, E. (2004). Estructura de propiedad y oportunidades de crecimiento como determinantes del endeudamiento de las empresas chilenas. *Revista Abante*, 7(2), (pp. 105-145).
- Azofra, V., Saona, P. y Vallelado, E. (2007). Oportunidades de crecimiento y estructura de propiedad como determinante del apalancamiento de las empresas españolas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, v. XXXVI, (pp. 11-30).
- Balakrishnan, S. & Fox, I. (1993). Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal*, 14 (1), (pp. 3-16).
- Bathala, C.T., Moon, K.P. & Rao, R.P. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23(3), (pp. 38-50).
- Berges, A. y Maravall, F. (1985). Decisiones de inversión y decisiones de financiación en la empresa industrial española. *Investigaciones Económicas*, n. 26, (pp. 5-19).
- Banco Interamericano de Desarrollo - BID (2002). Apoyo a la Pequeña y Mediana Empresa. Una década de actividades del Grupo Banco Interamericano de Desarrollo. Recuperado 02/01/2007 de: www.iadb.org/SDSdocSME-REPORT90-00.pdf
- Boedo, L. y Calvo, A. (2001). Incidencia do tamaño sobre o comportamento financiero da empresa. Un ha analise empirica con pemes galegas. *Revista Galega de Economía*, 10(2), (pp. 195-216).
- 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), (pp. 107-124).
- Bradley, M., Jarrel, G.A. & Kim, H.E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *Journal of Finance*, n. 3, (pp. 857-878).
- Cáceres, A. y Canelón, J. (2005). Determinantes de la estructura de capital de las empresas en Perú. Caracas, Venezuela: IESA.
- Cardone, C. & Cazorla, L. (2006-10). How theory meets practice: An analysis of the capital structure of spanish SMEs. *The Journal of Entrepreneurial Finance & Business Ventures*, 11(2), (pp. 79-94).
- Chen, A. & Kim, E. (1979). Theories of corporate debt policy; a synthesis. *Journal of Finance*, n. 34, (pp. 371-384).
- Chen, J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, v. 57, (pp. 14-36).
- Chung, K.H. (1993). Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test. *Journal of Business Finance and Accounting*, 20(1), (pp. 83-98).
- CONINDUSTRIA (2005). La Pyme en Venezuela. Recuperado 15/03/2006 de: <http://www.conindustria.org/sap%C3%AdaUd.htm/>
- Crutchley, C. E. y Hansen, R.S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, n. 4, (pp. 36-46).
- Cuñat, V. (1990). Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas. *Investigaciones Económicas*, 23(3), (pp. 351-392).
- Diamond, D.W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, n. 97, (pp. 828-862).
- Flannery, M. & Rangan, K. (2006). Partial adjustment toward capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), (pp. 469-506).
- Friend, I. & Lang, L.H. (1988-06-02). An empirical tests of impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, v. 43, (pp. 271-281).
- Gaver, J.J. & Gaver, K.M. (1993). Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*, n. 16, (pp. 125-160).
- González, F. y Menéndez, S. (1993). Implicaciones de la estructura de propiedad sobre las decisiones financieras de la empresa. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 2(3), (pp. 89-98).
- Hall, H., Hutchinson, P. & Michaelas, N. (2000). Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' capital structure. *International Journal of the Economics of Business*, 7(3), (pp. 297-312).
- Hamilton, R.T. & Fox, M.A. (1998). The financing preferences of small firm owner. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research* 4(3), (pp. 239-248).
- Harris, M. & Raviv, A. (1988). Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 20, (pp. 55-86).

- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, XLVI (1), (pp. 297-355).
- Higgins, D. & Tom, S. (2008). Capital Ownership, Capital Structure and Capital Markets. *The Journal of Industrial History*, 4(1), (pp. 48-64).
- Holmes, S. & Kent, P. (1991). An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises. *Journal of Small Business Finance* 1(2), (pp. 141-154).
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* n. 3, (pp. 305-360).
- Jiménez, F. y Palacin, M. (2007). Determinantes de la estructura financiera de la empresa. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(4), (pp. 9-24).
- John, K. & Natchman, D.C. (1985-07). Risk debt, investment incentives, and reputation in a sequential equilibrium. *The Journal of Finance*, (pp. 863-878).
- Jordan, J., Lowe, J. & Taylor, P. (1998-03). Strategy and Financial Policy in UK Small Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25(1-2), (pp. 1-27).
- Jung, K., Kim, Y. & Stulz, R. (1996). Timming, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Finance Economics* n. 42, (pp. 159-185).
- Kale, J.R. & Noe, T.H. (1991). Debt-equity choice under asymmetric information and taxes. *Economics Letters*, 35(2), (pp. 215-219).
- Kim, E. (1978-03). A mean-variance theory of optimal capital structure. *The Journal Finance*, 33(1), (pp. 45-63).
- Kochhar, S. & Hitt, M. A. (1998). Research notes and communications linking corporate strategy to capital structure: diversification strategy, type and source of financing. *Strategic Management Journal*, v. 19, (pp. 601-610).
- Menéndez, S. (1994). Racionamiento de crédito como consecuencia de la asimetría de información y los conflictos de agencia. *Información Comercial Española*, n. 735, (pp. 140-154).
- Menéndez, S. (1996). Interdependencia de las decisiones financieras en las empresas españolas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 27(87), (pp. 315-342).
- Menéndez, S. (2001). Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa. *Revista de la Asociación Científica de Economía y Dirección de la Empresa*, n. 10, (pp. 485-498).
- Menéndez, 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*, 5 (1), (pp. 15-24).
- Menéndez, S. (2001). Riesgo moral y selección adversa en la decisión de endeudamiento. *Cuadernos de economía y Dirección de la empresa*, n. 9, (pp. 485-498).
- Menéndez-Alonso, E. (2003). Does Diversification strategy matter in explaining capital structure?: some evidence from Spain". *Applied Financial Economics*, n. 13, (pp. 427-430).
- Miller, M.H. (1977-05). Debt and taxes. *Journal of Financial Economics*, 32(2), (pp. 261-271).
- Miller, M.H. (1991). Leverage. *The Journal of Finance*, 46 (2), (pp. 479-488).
- Miller, M.H. (1998). The M&M propositions 40 years later. *European Financial Management* 4(2), (pp. 113-120).
- Modigliani, M. & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation Finance and the theory of Investment. *American Economic Review*, 68(3), (pp. 261-293).
- Mora, C. (2007). Microempresas venezolanas debilidades, fortalezas y amenazas. Recuperado 27/08/2012 de: https://www.google.com.co/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&sqi=2&ved=0CDIQFjAA&url=http%3A%2F%2F200.44.34.251%2Farchivos%2F1006%2Fmicroempresas.doc&ei=30MLUdTSD4bO9QTh64HgCQ&usg=AFQjCNHBqWFhCTn_ec5y4Af0jyqlri36oQ
- Myers, S.C. (1984-07). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), (pp. 575-92).
- Myers, S.C. & Majluf, N. (1984). Corporate Finance and Investment Decisions when Firms have Information that investors don't have. *Journal of Financial Economics*, n. 13, (pp. 187-221).
- Otero, K. y Fernández, S. (2007-12). Aproximación a la actividad financiera de la PYME gallega. *Revista Galega de Economía*, 16(2), (pp. 23-44).
- Páez Tomás Editor (2004). *Observatorio PYME*. Caracas, Venezuela: Ediciones Ceatpro.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 5(51), (pp. 1421-1460).

- Rivera, J. (1998). *Factores determinantes de la estructura de capital de las grandes empresas Industriales en Colombia*. Tesis doctoral presentada en la Universidad Autónoma de Madrid. España.
- Rivera, J. (2007). *Estructura Financiera y factores Determinantes de la estructura de Capital de las PyMES del sector de confecciones del Valle del cauca en el periodo 2000-2004*. Cali, Colombia: Universidad del Valle.
- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive signalling approach. *Bell Journal of Economic*, n. 8, (pp. 23-40).
- Segura, J. y Toledo, L. (2003-07). Estructura y coste de financiación de las empresas manufactureras españolas. *Investigaciones Económicas*, 27(1), (pp. 39-69).
- Sumoza, R. y Ponsot, E. (2007). Estructura de las MiP y MEs merideñas desde la óptica de su acceso al financiamiento formal. Mérida, Venezuela: Universidad de los Andes y UNEFA.
- Tenjo, G., López, E. y Zamudio, N. (2002). *Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996-2002)*. Bogotá, Colombia: Banco de la República.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988-03). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), (pp. 1-19).
- Voulgaris, F., Asteriou, D. & Agiomirgianakis, G. (2004). Size and Determinants of Capital Structure in the Greek Manufacturing Sector. *International Review of Applied Economics*. v. 18, (pp. 247-262).
- Watson, R. & Wilson, N. (2002). Small and medium size enterprise Financing. A note on some of the empirical implications of a pecking order. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 29, (pp. 557-578).
- Williamson, O. (1988-07). Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance*, 43(3), (pp. 487-511).