

## **Descontextualización de las teorías financieras: ¿se puede hablar de factores determinantes de la estructura de capital de las PYME venezolanas?**

**Fernández, María Cristina\***

### **Resumen**

Las distintas teorías que tratan de explicar la estructura de capital de las empresas, nos ofrecen un abanico de variables que podrían justificar el comportamiento de la estructura del pasivo fijo o financiación permanente; 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. Sin embargo, muchas de estas teorías no son útiles al ser aplicadas a firmas de menor tamaño, que no tienen participación en el mercado de capitales, y mucho menos a empresas de contextos diferentes al de países europeos o norteamericanos. Después de más de dos años investigando la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas venezolanas, los resultados obtenidos, en su mayoría de signo contrario a lo esperado, según las distintas teorías, nos motivó a reflexionar de manera crítica sobre las razones que justifican la poca aplicabilidad de dichas teorías para explicar la realidad de las PyME venezolanas de la región central del país. Algunas de esas razones se encuentran en las características propias de las PyME venezolanas, la dificultad para obtener información confiable de éste sector empresarial, las características del sistema financiero venezolano y las características del entorno macroeconómico.

**Palabras clave:** Estructura de capital, PyME, financiación, sistema financiero, entorno macroeconómico.

### *De-contextualization of Financial Theories: Can Determining Factors be Spoken of in the Capital Structure of Venezuelan SAMEs?*

### **Abstract**

The different theories that try to explain the capital structure of companies offer a variety of variables that could justify the behaviour of fixed liability or permanent financing structure; that is, the optimal combination of long-term debt and the company's own funds that finance permanent investments needed to start up and continue development of an enterprise. Nevertheless, many of these theories are not useful

\* Universidad Metropolitana. E-mail: mcfernandez@unimet.edu.ve

when applied to smaller firms that have no participation in capital markets and much less to companies in contexts different from North American or European countries. After two years researching the structure of capital in small and medium Venezuelan companies, the results obtained, most of which were opposite to what had been expected according to different theories, motivated the authors to reflect critically on why said theories are only slightly applicable to explaining the reality of Venezuelan SAMEs in the central region of the country. Some of those reasons are found in the Venezuelan SAMEs' characteristics, the difficulty of obtaining reliable data from this business sector, characteristics of the Venezuelan financial system and characteristics of the macroeconomic environment.

**Key words:** Capital structure, SAME, financing, financial system, macroeconomic environment.

## **Introducción**

Un famoso libro de texto, utilizado habitualmente en nuestras clases de finanzas, señala: "Las Teorías de la estructura de capital están entre las más elegantes y complejas del campo de las finanzas. Los economistas financieros deberían enorgullecerse (...) de las contribuciones hechas en esta área. Sin embargo, las aplicaciones prácticas de las teorías no son totalmente satisfactorias" (Ross, Westerfield y Jaffe, 2000: 494).

Esta afirmación, es aún más evidente en el contexto de los países latinoamericanos y en especial, para el caso de Venezuela. Es por esto que quizás muchos señalan que a diferencia de España, y de otros países de Europa, en Venezuela los economistas no nos mostramos públicamente interesados en estos temas (Mata, 2002). Y esto se comprueba en nuestro país, donde son muy pocos los trabajos publicados que hablen sobre la estructura de capital de las empresas venezolanas y menos aún cuando indagamos sobre las empresas de menor tamaño, las cuales constituyen el 91,6% del conglomerado empresarial (Conindustria, 2005).

¿A qué se debe esta falta de interés e información sobre el tema y cómo explicamos que estas teorías tengan tan poca aplicabilidad en la realidad?

## **1. Antecedentes**

Estas inquietudes surgieron como resultado de una investigación realizada, entre los años 2006-2009, sobre los "Factores determinantes de la Estructura de Capital de las pequeñas y medianas empresas venezolanas de los estados Aragua y Carabobo", la cual formaba parte de los estudios doctorales que sobre economías de empresa, he llevado a cabo con una universidad española. En este estudio analizaba los factores que podían considerarse determinantes a la hora de definir la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas venezolanas. En ese sentido, 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, 1977), Lowe, Naughton y Taylor (1994), Jordan, Lowe y Taylor, (1998), Menendez, Alonso (2003), Aybar 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 centra-

mos la atención en el análisis de los factores interno 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.

Todos estos factores fueron el resultado de aportes de las 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 un mayor ratio de endeudamiento (Chem y Kim, 1979; Myers, 1984 y Bradley, Jarrel y Kim, 1984) hasta las aportaciones más recientes que tienen en cuenta la existencia de asimetrías informativas y conflictos de intereses entre los agentes implicados en este tipo de decisiones. En esta última línea, podemos encontrar la teoría de la agencia, la teoría del orden de preferencia y el enfoque de señales. En los últimos años, la denominada teoría de la estrategia empresarial constituye un enfoque novedoso que trata de analizar la incidencia que las estrategias empresariales pueden ejercer sobre este tipo de decisiones.

## **2. Sustentación teórica y enfoque metodológico**

Para este trabajo de investigación, nos basamos 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 eran las más apropiadas para explicar el comportamiento del endeudamiento de las pequeñas y medianas empresas en Venezuela. Asimismo, dicha selección se

debió a que algunos de los autores consultados señalaban que las empresas de reducido tamaño (PyME) constituyen uno de los colectivos más afectados por los típicos problemas de información asimétrica y en consecuencia, su comportamiento financiero podía ser explicado desde las teorías mencionadas (Aybar, Casino y López, 2004, Frank y Goya, 2004).

Nuestro estudio abarcó 95 PyME de los estados de la región central del país, nos referimos al estado Carabobo y Aragua. Los datos utilizados en la investigación procedían del Directorio Industrial 2005, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística en Venezuela (INE). La información suministrada por el directorio, permitía diferenciar a las empresas por estrato. Los estratos se basaban en el tamaño de las empresas, así la clasificación del INE, caracteriza las pequeñas empresas, como aquellas que poseían entre 5 y 20 trabajadores, la mediana inferior, entre 21 y 50 trabajadores y la mediana superior, entre 51 y 100 trabajadores.

América Latina, es una región especialmente interesada en el tema de las PyME, sin embargo, no poseen un criterio uniforme para definir las. Según investigaciones realizadas por FUNDES (2002), los países latinoamericanos como lo son: Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, México, Panamá y Venezuela, toman criterios como: empleo, ventas, ingresos y activos para definir a las pequeñas y medianas empresas. Adicionalmente, algunos países poseen varias definiciones, las cuales cambian en función de si la unidad económica corresponde a: manufactura, comercio o servicios.

En Venezuela se sintió la necesidad de lograr una definición precisa de lo que se entiende por PyME. A parte del esfuerzo por tratar de lograr una definición de las PyME, el Estado venezolano el 09 de noviembre de

2001 creó el Decreto N° 1547, bajo el artículo 3° de la Ley de Promoción y Desarrollo de la Pequeña y Mediana Industria PYMI en el que se define: A) Pequeña Industria, la unidad de explotación económica realizada por una persona jurídica que efectúe actividades de producción de bienes industriales y de servicios conexos, comprendidas en los siguientes parámetros: planta de trabajadores con un promedio anual no menor de once (11) trabajadores, ni mayor a cincuenta (50) trabajadores; ventas anuales entre nueve mil una (9.001) Unidades Tributarias y Cien mil (100.000) Unidades Tributarias, que equivalen a US\$ 157.547 y US\$ 174.567. B) Mediana Industria, la unidad de explotación económica, realizada por una persona jurídica que efectúe actividades de producción de bienes industriales y de servicios conexos, comprendida en los siguientes parámetros: planta de trabajadores con un promedio anual no menor a cincuenta y un (51) trabajadores, ni mayor a cien (100) trabajadores; ventas anuales entre cien mil una (100.001) Unidades Tributarias y doscientas cincuenta mil (250.000) que equivalen a US\$ 1.750.343 y US\$ 4.375.814.

Sin embargo, es importante resaltar que en Venezuela la ley se ha formulado considerando solamente el sector industrial (PyMI), excluyéndose un amplio número de empresas. En la investigación, se disponía de información relativa al tamaño de las empresas, medido por el número de trabajadores y volumen de ventas. Posteriormente efectuamos un análisis de correlación para comprobar si a través del coeficiente de correlación, existía una asociación lineal apropiada entre ambas variables. El resultado nos arrojó un alto grado de correlación, entre el volumen de ventas y el número de trabajadores de la empresa. Al comprobar la existencia de dicha correlación optamos por utilizar como medida

del tamaño de la empresa, el número de empleados.

Para el cálculo del tamaño de la muestra conociendo la población, se utilizó el procedimiento del muestreo aleatorio estratificado. Como el azar no garantizaba la representatividad; este tipo de muestreo buscó asegurar que cada uno de los grupos, estuviesen presente en la muestra. Para definir los estratos, y asignar cada unidad muestral en el lugar apropiado, fue necesario determinar la variable que se utilizaría para estratificar. La muestra dio como resultado 94,7 empresas. El cálculo para cada estrato se hizo en base a la siguiente fórmula:  $N_i = n \cdot N_i/N_t$ .

Una vez conocido el tamaño de la muestra por estratos y zona geográfica, se seleccionaron las empresas a través de la técnica de azar simple donde a cada empresa se le asignó un código y luego se seleccionaron a los integrantes de la muestra a través de la utilización de la tabla de números aleatorios. El número total de empresas seleccionadas fue 95.

En cuanto a la ubicación, seleccionamos las empresas de la región central del país, 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 climato-

**Tabla I**  
**Clasificación de empresas por estrato**

Estrato	Clasificación	Número de trabajadores
1	Gran empresa	Más de 100
2	Mediana superior	51-100
3	Mediana inferior	21-50
4	Pequeña empresa	5-20

Fuente: INE 2005. Elaboración propia.

**Tabla 2**  
**Porcentaje de empresas por estrato**

Estrato	clasificación	Nº. Empresas en Venezuela	%	No de empresas de Aragua y Carabobo	%
2	Mediana superior	530	8,6%	429	23,5%
3	Mediana inferior	1482	24,2%	486	26,3%
4	Pequeña empresa	4123	67,2%	934	50,5%
	TOTAL	6.135	100%	1.849	100,00

Fuente: INE-2005 Elaboración propia.

lógicas favorecen el desarrollo de la actividad productiva durante todo el año. 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 (Cifras del INE, 2005).

Después de revisar la literatura sobre el tema, nos encontramos con abundante información, no solo teórica sino empírica de investigaciones realizadas tanto en Europa como en Norteamérica. La idea inicial fue tratar de replicar alguno de estos estudios en el contexto venezolano.

### 3. Resultados obtenidos

Lo primero que hicimos fue buscar información sobre investigaciones que se hubiesen realizado en nuestro país y que estuviesen publicadas en algunas de las revistas de investigaciones del área económica y financiera. Sin embargo, como resultado de nuestra exploración, solo encontramos un trabajo realizado por Céspedes, González y Molina (2008) del IESA, titulado "Ownership Concentration and the Determinants of Capital Structure in Latin America (trabajo ubicado a través de Internet, sin embargo, no señala la revista en la cual fue publicado). Posteriormente, iniciamos la búsqueda en las bibliotecas de las principales Universidades del país, encontrando algunos tra-

bajos que estudiaban las características de la estructura de capital pero en grandes empresas, en su mayoría, aquellas que cotizan en el mercado de capitales.

Al finalizar nuestra investigación llegamos a la conclusión que parte de las dificultades para realizar investigaciones sobre estructura de capital en pequeñas empresas se debe a varios factores: características propias de las PyME venezolanas; falta de información confiable de las PyME venezolanas; poca flexibilidad del sistema financiero venezolano; entorno macroeconómico de alta incertidumbre.

Las PyME venezolanas, deben enfrentarse a cuatro asimetrías con relación al mercado internacional. La primera se refiere al desarrollo tecnológico y la competitividad, características fundamentales para alcanzar el crecimiento económico. Según López (miembro asesor del Ministerio de Ciencia y Tecnología, 2002) una característica resaltante de nuestras PyME se refiere a la heterogeneidad en los procesos productivos que implica la existencia de numerosas empresas con atraso tecnológico, poca capacidad de competir, solo una minoría de empresas utilizan tecnología avanzada.

En nuestra investigación, recogimos información sobre algunas de las llamadas variables estratégicas que están vinculadas con el desarrollo tecnológico y la competitividad, y que según la teoría podrían afectar la estruc-

tura de capital. Los resultados indican que el **96,8%** de las PyME estudiadas señalan no invertir en investigación y desarrollo y sólo un **3,2%** afirmó destinar fondos para ese concepto. Sin embargo, cuando se le preguntó qué porcentaje de sus ventas destinaba a la Investigación y desarrollo, las tres empresas que respondieron positivamente, indicaron no saber. Esta situación nos lleva a concluir que nuestras PyME, son empresas que en su mayoría no poseen desarrollo tecnológico ni se dedican a la investigación y desarrollo de nuevos procesos productivos. En consecuencia, las variables estratégicas de innovación, diferenciación y diversidad, no tienen ningún efecto sobre la estructura de capital.

La segunda asimetría, se refiere a la mano de obra menos calificada, nuestras PyME presentan bajo nivel de formación de sus equipos directivos, insuficiencias gerenciales y organizativas. La mayoría de nuestras empresas están lejos del paradigma industrial moderno. Además de utilizar tecnología obsoleta, son pequeñas empresas familiares que atienden al consumidor nacional. Su tamaño es relativamente pequeño y en la mayoría de los casos responden a empresas de estructura familiar, por lo que sus niveles de confianza son usualmente bajos. 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. Solo un 10,5% señaló que sus gerentes no pertenecían al grupo familiar.

El **87,4%** de las empresas de la muestra, poseían el 80% de las acciones en manos de 1 o 2 socios. El **12,6%** de las empresas, registraban por lo general, más de tres socios (miembros del grupo familiar) con distribución equitativa del capital de la empresa. Se

puede considerar que la mayoría de las empresas consultadas, poseen concentración accionaria. Esta característica tiene consecuencias en el desarrollo de la empresa. Al incluirse a familiares, tanto en la estructura accionaria como entre las actividades operativas, suele favorecer la confianza entre los parientes, pero se crea desconfianza en el entorno al excluir la participación de terceros en el negocio. Esta estructura atenta contra la posibilidad de crear consorcios tanto para la compra de materias primas como para la exportación. Asimismo, esta característica es frecuente en las pequeñas y medianas empresas, al negarse el dueño a ceder poder en la toma de decisiones y control sobre la empresa, él mismo dueño es el que se encarga del trabajo operativo de la compañía.

Estos niveles de confianza bajos, impiden el acceso a terceros de la información financiera, lo cual resulta imprescindible para realizar este tipo de estudio. Asimismo, la información que con bastante dificultad suministran, es poco confiable, sólo podemos basarnos en información contable que en muchos casos no se encuentra auditada. Esta característica nos lleva a la tercera asimetría, la cual está relacionada con las dificultades que se le presentan a estas empresas a la hora de acceder a fuentes de financiamiento. Las asimetrías financieras se reflejan en los plazos que se ofrecen en los mercados financieros; el alcance limitadísimo de los mercados secundarios; la relación desfavorable entre el tamaño de los mercados financieros y las presiones especulativas que afrontan. Dificultades para acceder al financiamiento de entidades privadas e insuficientes mecanismos de crédito, poca gama de servicios financieros, escasez de garantías, excesivos trámites para la entrega de créditos y falta de capital riesgo para emprendedores.

Una característica importante para aumentar el valor de la empresa y minimizar el costo de capital, es contar con un sistema financiero flexible que permita ofrecer distintas alternativas de financiamiento que apoyen los planes estratégicos de negocio de las empresas, sin embargo, es precisamente una característica ausente en nuestro sistema financiero.

Dentro de nuestro marco regulatorio, se 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 y en los bancos universales es de 5 años, por lo que estas instituciones no pueden responder satisfactoriamente a la demanda de fondos para maquinarias y equipos.

En relación al Mercado de Capitales, Rodríguez (2007) considera que uno de los principales obstáculos para el crecimiento de las economías de la región es el atraso en sus mercados de capitales. Hasta que no se desarrollen dichos mercados, las empresas no podrán tener estructuras financieras para expandirse en montos y velocidades. El problema de acceso al mercado es muy significativo, dado que existen limitaciones de acceso al financiamiento, especialmente para las pequeñas y medianas empresas. Estas empresas son catalogadas como destinos de los capitales de riesgo, es decir, de capitales a inyectar en proyectos de inversiones con características especiales que representan mayor riesgo de lo considerado normal para el inversionista. Sin embargo, en Venezuela, los programas destinados al capital riesgo pueden considerarse inexistentes en la banca formal. Según un estudio realizado en el 2006, por Sumoza y Ponsot, para conocer la estructura de 579 pequeñas y medianas empresas merideñas, desde la óptica de su acceso al financiamiento formal, concluyen que la banca venezolana está estructu-

rada de tal manera, y sus políticas han sido diseñadas de tal forma, que no permiten crear espacios para el capital de riesgo y por lo tanto apoyar efectivamente a las MiPyME.

En nuestra investigación, las empresas afirmaron respecto al mercado de capitales como una fuente alterna de financiación, que las PyME no están en capacidad de cumplir con las garantías que exigen los mercados de capitales y tampoco cuentan con la organización interna necesaria para abrirse a éste. La regulación sobre el registro en los mercados de capitales es muy costosa y complicada. Los requerimientos para el registro en el mercado de capitales demandan un mínimo de capital, de edad o un cierto nivel de beneficio que no se ajusta a las características de la PyME convirtiéndola en una fuente inapropiada de financiamiento para ellas.

Asimismo los empresarios manifestaron que prefieren la autofinanciación sobre la financiación externa porque las entidades financieras exigen demasiados requisitos y las garantías exigidas no se corresponden con el riesgo del proyecto. Otras afirman que el costo de financiarse externamente es muy elevado, y a un grupo en particular le parece que la financiación externa trae intromisión en el negocio y pérdida del poder de decisión total. La autofinanciación resulta una fuente de financiación muy atractiva para las PyME ya que es de fácil acceso, (se realiza mediante aportes de los accionistas o mediante la reinversión de los beneficios obtenidos). No hay un tiempo de espera para la aprobación de los fondos y no se requiere de trámites adicionales para disponer de ellos. Al mismo tiempo, no existe un pago periódico de intereses lo cual reduce considerablemente el costo de utilización de dicho dinero.

Otro factor influyente en la preferencia de financiación de las empresas es la exigen-

cia de garantías. Con frecuencia, las entidades financieras suelen pedir en garantía bienes muebles o inmuebles que no son fáciles de cubrir por las PyME y que a su vez comprometen significativamente el patrimonio de los propietarios-accionistas de la empresa.

Igualmente, la gran cantidad de requisitos, trámites, impedimentos, papeles y referencias de la banca y el alto nivel de burocracia hace que la espera por el crédito (en los casos donde el mismo sea aprobado) sea larga y tediosa.

A pesar de las distintas ofertas y productos orientados a las pequeñas y medianas empresas, el financiamiento que ofrecen las instituciones públicas ocupan los últimos lugares de preferencia. Las razones que esgrimen los empresarios se refieren fundamentalmente al engorroso papeleo y la lentitud en el procesamiento y otorgamiento de los créditos. Las modalidades de financiamiento más usadas por el empresario de la PyME incluye el financiamiento familiar, a través de terceros y, en menor medida, el financiamiento proveniente de la banca privada.

De acuerdo a investigaciones realizadas por Fundes (2002), CONINDUSTRIA (2005) y la CAF (1999), la relación entre la banca y el sector conformado por las pequeñas y medianas empresas ha estado signada por el desencuentro, la incomprensión, y plagada de mitos, creencias y una gran desconfianza. La banca, tradicionalmente, ha privilegiado a la empresa grande. Los recursos que las instituciones financieras invierten en la evaluación de cualquier préstamo, en gran medida, no dependen del tamaño de la empresa. La diferencia radica en el monto del préstamo solicitado, en la posibilidad de garantizar la solicitud y en la capacidad para llenar los requisitos. Lo anterior permite explicar la actitud pasiva de una parte importante del sector financiero frente a

un segmento de mercado de enorme importancia económica y social que, sin embargo, muestra debilidades para respaldar y garantizar el crédito que solicita, para invertir en la formulación del proyecto e incluso para reunir los requisitos que la banca exige. Todo lo anterior contribuye a reforzar la desconfianza.

La cuarta asimetría se encuentra, muy vinculada a las características del sistema del sistema financiero venezolano, y se refiere a la mayor vulnerabilidad macroeconómica de los países en desarrollo ante los choques externos y los efectos nefastos del empobrecimiento político, económico y social, el cambio frecuente de políticas y el régimen legal.

El inestable contexto macroeconómico se ha traducido en una situación de crisis y recesión económica generalizada, caracterizada por altos niveles de inflación, desempleo, severos desajustes externos, resistencia de la inversión privada a reactivarse y una drástica disminución del ingreso real (López, 2002).

Según el estudio realizado por López, A. (2003), investigador del Departamento de análisis económico del Banco Central de Venezuela, y cuyo título era “Análisis de la relación entre la intermediación crediticia y el crecimiento económico en Venezuela”, señala como principal conclusión que la buena marcha de la economía de un país, descansa en la actividad de intermediación crediticia llevada a cabo por la Banca, de allí la importancia de lograr, por parte de las autoridades, la estabilidad de los mercados monetarios y cambiarios. Así mismo, la fortaleza de las políticas públicas que permitan los mecanismos de asignación de mercado, para canalizar los recursos de la economía hacia los sectores más aptos para la consolidación del desarrollo económico.

Para López en 1989 Venezuela intenta corregir los desequilibrios macroeconómicos al aplicar un conjunto de medidas dirigidas a

transformar la estructura productiva del país mediante la reducción del tamaño del Estado y la ampliación de los espacios a la iniciativa de carácter privado. Además, se plantea un plan de liberación financiera, el cual contemplaba la desregulación de las tasas de interés, la sustitución de mecanismos de asignación de la cartera de crédito de la banca por reglas de mercado y, la ampliación y fortalecimiento de los entes de supervisión bancaria. Sin embargo, el boom registrado en el mercado petrolero durante los años 1990 y 1991, ocasionó una flexibilización de la disciplina que se requería para lograr esa estabilización macroeconómica y lo que se consiguió fue la expansión del gasto público la cual influyó de forma negativa en los mercados monetarios y cambiarios. Sumado a esta situación, en 1992 se producen una serie de eventos políticos que generan una gran inestabilidad. Para López estos acontecimientos se suceden en un proceso de transición política, que da forma a un panorama económico con falta de objetivos claros y afectados por la reducción de la capacidad de respuesta de las instituciones públicas y la pérdida de la confianza por parte de los agentes económicos.

Los desequilibrios macroeconómicos que siguieron al proceso de liberalización financiera contribuyeron a la creación de serios desajustes en el negocio financiero y a la pérdida gradual de la confianza de los agentes en el sistema financiero local, todo lo cual afectó, de manera considerable, el desempeño del producto real de la economía.

En los actuales momentos, Venezuela se encuentra en una situación parecida; importante período de crecimiento económico impulsado por los altos precios petroleros, sin embargo, el país sigue siendo vulnerable al ciclo petrolero. No existe un entorno favorable para el desarrollo de las pequeñas y medianas

empresas ni políticas públicas que las conciben como eje de desarrollo industrial.

Según McKinnon (1989,1973) la consecución de una relación entre la intermediación financiera y el crecimiento económico, debe sustentarse en un contexto de estabilidad macroeconómica que garantice la sostenibilidad en una estructura fiscal viable, un sector productivo competitivo y políticas públicas creíbles. Sin embargo, esta situación no es precisamente lo que caracteriza a nuestro país.

Las asimetrías explicadas hasta ahora, intentan justificar los problemas que se presentan al tratar de aplicar los modelos tradicionales sobre estructura de capital en países en desarrollo. Booth, Aivazian, Demirguc-Kuny y Maksimovic (2000) manifestaron también su preocupación de que dichos modelos tuviesen validez en el caso de economías de países menos desarrollados, en especial, por tener ellas en promedio, menores cantidades de deuda de largo plazo que los países desarrollados. Al realizar la investigación, tomando en cuenta las variables consideradas por la teoría, (oportunidad de crecimiento, tangibilidad de los activos, tamaño) obteniendo resultados con signo contrario al esperado (citado por Tenjo, López y Zamudio, 2002).

#### **4. Consideraciones finales**

Todo esto nos lleva a una reflexión, y para ello retomamos lo señalada por Myers "No hay una teoría universal de la estructura de capital, ni tampoco una razón para esperar que exista. Hay, sin embargo, teorías condicionales que son de utilidad. Cada factor puede ser dominante para algunas firmas o en algunas circunstancias y, aún así, carecer de importancia en otro contexto" (citado por Frank y Goyal, 2004). Esta idea es totalmente pertinente al aplicar dichas teorías al contexto ve-

nezolano. Los resultados obtenidos, en muchos casos, de signo contrario al esperado por la teoría, no pueden ser explicados sin tomar en cuenta la realidad macroeconómica.

Finalmente, en un ambiente de incertidumbre, como lo es el venezolano, con una absoluta dependencia de los precios del petróleo; donde además no existe flexibilidad financiera, dada por los préstamos a largo plazo, no se puede hablar de estructura de capital. Es difícil encontrar negocios en Venezuela que no se financien con capitales propios o deuda a corto plazo. Mientras esta sea la realidad de nuestro país, encontrar los factores que determinan la estructura de capital de las empresas, y en particular de las PyME, será una quimera.

### Bibliografía citada

- Aybar Cristina, Casino Alejandro y López José (2004). **Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa**. Moneda y Crédito. 219.
- Aybar, Cristina; Casino, Alejandro y López, José (2003). Estrategias y estructura de Capital en la PYME: Una aproximación empírica. **Estudios de Economía aplicada**. Vol. 21 (1).
- Bradley, Michael. Jarrel, Gregg and Kim, Han (1984). On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. **Journal of Finance** 3.
- CAF (1999). La Situación de las Pyme en la Región: Una Aproximación a la Estrategia de la CAF. [Documento en línea] Disponible en: [www.venezuelacompetitiva.com/pdf50/CAF\\_Situacion\\_de\\_las\\_PYME\\_en\\_la\\_region.pdf/](http://www.venezuelacompetitiva.com/pdf50/CAF_Situacion_de_las_PYME_en_la_region.pdf/) Consulta [02 enero, 2007].
- Céspedes, Jacelly, González, Maximiliano, Molina, Carlos (2008). **Ownership Concentration and the Determinants of capital Structure in Latin America**. IESA, Venezuela y Universidad de los Andes UUNIANDÉS) Colombia.
- Chen, Andrew and Kim, Han (1979). Theories of corporate debt policy; a synthesis. **Journal of Finance** 34.
- 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 Harry y Masulis, Ronald (1980). Optimal capital structure Under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economic**. Vol.8. March.
- Durand, David (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.
- Frank, Murray y Goya, Vidhan (2004). **Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? Sauder School of Business**, University of British Columbia.
- FUNDES (2002). Indicadores del entorno de la pequeña y mediana empresa (PyME) en los países FUNDES- indicadores @fundes.org.
- Instituto Nacional de Estadística (INE). Directorio Industrial 2005. Venezuela.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory or the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, **Journal of Financial Economics** 3.
- Jordan, Judith, Lowe, Julian y Taylor, Peter (1998) Strategy and Financial Policy in UK Small Firms, **Journal of Business Finance and Accounting**, 25 (1).
- Kim, E. Han (1978). A mean-variance theory of optimal capital structure. **The Journal Finance** (mar).

- Ley de Promoción y Desarrollo de la pequeña y mediana industria PyMI. Decreto N. 1547. Artículo 3. 2001.
- López, Antonio (2003) **Análisis de la relación entre intermediación crediticia y crecimiento económico en Venezuela**. Venezuela. Banco Central de Venezuela.
- López, Odalis (2002). **Política de Desarrollo Productivo para las pequeñas y medianas empresas industriales: El caso venezolano durante 1999-2001**. Universidad Central de Venezuela.
- Mata, Moisés (2002). Decisiones de inversión y financiamiento de capital: un cuestionamiento. Venezuela. Analítica.com.
- Mckinnon, Ronald (1989). Financial Liberation an Economic Development: A reassessment of Interest rate. Policies in Asia and Latin America. International Center for Economic Growth. Washington. D.C.
- Mckinnon, Ronald I. (1973). Money an Capital in economic development. Brookings Intitution, Washington, D.C.
- Menéndez-Alonso, Eduardo (2003). Does Diversification strategy matter in explaining capital structure?: some evidence from Spain. Applied Financial Economics, 13.
- Miller, Merton H. (1977). Debt and taxes. **Journal of Financial Ecominomics** (mayo).
- Modigliani, Franco y Miller Merton (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**. Vol 48, june.
- Myers, Stewart y Majluf, Nicholas (1977). Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**. Vol 13 (2).
- Myers, Stewart C. (1984). The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance July**.
- Rodríguez, Angel (2007). **El Mercado de capitales como alternativa de inversión**. Universidad Fermin Toro. Venezuela.
- Ross, Stephen, Westerfield, Randolph, Jaffe, Jeffrey (2000). **Finanzas Corporativas** México, McGraw-Hill.
- Tenjo, Fernando, López, Enrique y Zamudio, Nancy (2002). **Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996-2002)**. Banco de la República.