



LAS PyMEs Y LAS TEORÍAS MODERNAS SOBRE ESTRUCTURA DE CAPITAL

María Alejandra Ferrer*

Álvaro Tresierra Tanaka**

*Licenciada en Contaduría Pública. Magíster en Gerencia de Empresas
Docente-Investigadora de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad
del Zulia. Maracaibo. Venezuela
maferrer99@yahoo.com

**Ingeniero. Máster en Dirección de Empresas. Máster en Finanzas de Empresas,
Docente-Investigador de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad
de Piura. Piura. Perú
alvaro.tresierra@gmail.com

INTRODUCCIÓN

La financiación de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) constituye una de las principales áreas de estudio de este grupo de empresas. Los problemas de asimetría de la información, selección adversa y riesgo moral, así como la motivación por mantener la propiedad y el control empresarial, adquieren una mayor relevancia en comparación con las grandes empresas, al tiempo que actúan como determinantes de su endeudamiento.

El objetivo de este trabajo consiste en estudiar la capacidad explicativa de las Teorías Modernas sobre Estructura de Capital con relación a la composición del capital entre deuda y recursos propios adoptada por las PyMEs. A partir de los fundamentos que sustentan la Teoría del Equilibrio Estático (Trade-off Theory) y la Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory), y tomando en cuenta las características particulares de las PyMEs (opacidad de la información, falta de un historial y trayectoria financiera, la motivación por mantener la propiedad y el control) se pretende estudiar el comportamiento de la financiación de este grupo de empresas. Adicionalmente, se presenta el Modelo del Ciclo de Crecimiento Financiero de Berger y Udell (1998) el cual describe las variaciones en la estructura de capital adoptada por las PyMEs en función del acceso a las diferentes de fuentes de financiación con relación a su edad, tamaño y disponibilidad de la información.

Palabras claves: Estructura de capital, PYME, fuentes de financiación.

Recibido: 18-11-08

Aceptado: 02-10-09

LAS TEORÍAS SOBRE ESTRUCTURA DE CAPITAL

Toda oportunidad de inversión real está acompañada, y al mismo tiempo condicionada, por decisiones de financiación; éstas a su vez determinan la composición del capital entre deuda y recursos propios. Lo anterior se refleja en la estructura de capital adoptada por la empresa, luego de ser considerados aspectos como coste de la deuda, presión fiscal, riesgo de quiebra, entre otros(1). Dos enfoques teóricos modernos intentan dar explicación a esa composición del capital, y por ende a la estructura de capital(2): por un lado, la Teoría del Equilibrio Estático (Trade-off Theory) considera la estructura de capital de la empresa como el resultado del equilibrio entre los beneficios y costes derivados de la deuda, manteniendo constantes los activos y los planes de inversión (Myers, 1984); por otro lado, la Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory) expone la preferencia de la empresa por la financiación interna a la externa, y la deuda a los recursos propios si se recurre a la emisión de valores (Myers, 1984).

Las teorías modernas antes mencionadas tienen su punto de partida en la discusión de la idea de Modigliani y Miller (1958) en cuanto a la irrelevancia e independencia de la estructura de capital con relación al valor de mercado de la empresa, pues el valor de la misma está determinado por sus activos reales no por los títulos que ha emitido. Lo anterior tiene lugar en presencia de mercados perfectos, en los cuales la deuda y los recursos propios pueden considerarse sustitutos.

De Modigliani y Miller (1958) a la Teoría del Equilibrio Estático de la Estructura de Capital (Trade-off Theory)

Como se mencionó, la propuesta de Modigliani y Miller (1958) tiene lugar sólo en mercados perfectos, de manera que omiten el efecto de los impuestos, suponen que la quiebra es instantánea, no existen costes ni penalizaciones, y tampoco consideran la incertidumbre. Para Brealey, Myers y Allen (2006) en el modelo de Modigliani y Miller (1958): a) existen costes asociados a la insolencia financiera, aun cuando en última instancia se evite la quiebra legal; b) se ignoraron los potenciales conflictos de intereses entre los propietarios de los títulos de la empresa; c) no se tomaron en cuenta los problemas de información que favorecen a la deuda sobre el capital propio cuando se recurre a la financiación externa a partir de la emisión de nuevos títulos; y d) no se consideró el efecto incentivador del apalancamiento financiero sobre las decisiones de inversión y de pago de dividendos. De manera que, ante la incorporación de supuestos realistas sobre las imperfecciones del mercado, la propuesta sobre la estructura de capital de Modigliani y Miller (1958) pierde capacidad explicativa y da paso a consideraciones con relación a los determinantes de la estructura de capital adoptada por la empresa.

A su modelo inicial de 1958, Modigliani y Miller (1963) incorporan las ventajas fiscales del endeudamiento por el beneficio producido al considerar las deducciones por concepto de los intereses pagados de la deuda. Así, el valor de una empresa endeudada será superior al valor de una empresa sin deuda, pues los flujos de fondos obtenidos por

la primera serán mayores al incorporar los beneficios fiscales por el pago de los intereses del endeudamiento. Además, surge una disminución en las ventajas impositivas de la deuda ya que un aumento excesivo del endeudamiento puede ocasionar que los escudos fiscales por los intereses pagados resulten inciertos. Posteriormente, Miller (1977) analiza conjuntamente el efecto de los impuestos corporativos y los del inversor sobre la ventaja fiscal de la deuda. La diferencia en el tratamiento impositivo de la renta del inversor, bien sea en la forma de dividendo y/o de intereses, generada de las acciones y/u obligaciones, afecta las ventajas fiscales del endeudamiento, pues el inversor evalúa los beneficios obtenidos una vez considerados ambos impuestos. Otros factores determinantes incorporados al modelo corregido de Modigliani y Miller (1963) son los costes de quiebra directos (Kraus y Litzenger, 1973) y los escudos fiscales distintos a los de la deuda (DeAngelo y Masulis, 1980), dada su incidencia en las decisiones de financiación en términos de los costes y beneficios a tomar en cuenta en la búsqueda de la relación óptima entre deudas y recursos propios.

De esta manera, el Modelo de Modigliani y Miller (1958) deriva en la Teoría del Equilibrio Estático, según la cual el equilibrio entre de costes de insolvencia financiera⁽³⁾ y los beneficios del ahorro impositivo por los intereses pagados por el endeudamiento da lugar a una estructura óptima de capital que minimiza el coste de capital y maximiza el valor de la empresa. Bajo esta teoría se admite la existencia de un índice de deuda óptimo (Taggart Jr., 1977; Marsh, 1982; Jalilvand y Harris, 1984); tomando

en consideración las ventajas y desventajas de las fuentes de financiación, así la deuda es sustituida por recursos propios, o los recursos propios por deuda, hasta la maximización del valor de la empresa (Myers, 1984).

Establecido ese índice de deuda⁽⁴⁾, en el cual el coste de capital es mínimo, la empresa tenderá al óptimo con ciertos retrasos producto de los costes asociados al ajuste de la estructura de capital. Bajo esta teoría, se espera un índice de endeudamiento elevado para empresas con activos tangibles, altos beneficios y por lo tanto más impuestos por compensar; las empresas poco rentables, con activos arriesgados e intangibles, basan su financiación en recursos propios (Brealey, Myers y Allen, 2006).

A diferencia del Modelo de Modigliani y Miller (1958), que parece indicar que las empresas deben contraer tanta deuda como les sea posible, la Teoría del Equilibrio Estático evita el uso extremo del apalancamiento y racionaliza los índices de endeudamiento (Brealey, Myers y Allen, 2006). Aunque la Teoría del Trade-off predice el establecimiento de un índice de deuda óptimo por parte de los gerentes, así como las diferencias en la estructura de capital entre las diferentes industrias, no puede explicar por qué las empresas más rentables dentro de una misma industria mantienen bajos índices de deuda⁽⁵⁾.

La Asimetría de la Información y la Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory)

Como alternativa a la Teoría del Equilibrio Estático, Myers (1984) y Myers y Majluf (1984) proponen la Teoría de la Jerarquía Financiera para explicar el

comportamiento descrito por Donaldson (1961) con relación a la preferencia de las empresas a acudir a los fondos generados internamente y sólo a la financiación externa⁽⁶⁾ si la autofinanciación es insuficiente⁽⁷⁾. En esta teoría, basada en la asimetría de la información, el atractivo por los ahorros fiscales generados por los intereses pagados por concepto del endeudamiento, así como las amenazas de la insolvencia financiera, son consideraciones de segundo orden.

La teoría de Myers y Majluf (1984) se desarrolla en el contexto de asimetría de información, donde los directivos tienen mayor conocimiento que los inversores externos acerca de las expectativas, riesgos y valor de la empresa. Bajo el supuesto de que los gerentes actúan a favor de los intereses de los accionistas actuales, si los primeros creen que el precio de la acción está infravalorado, recurren a la deuda pues se muestran reacios a la emisión de recursos propios e intentan que ésta tenga lugar cuando las acciones están justamente valoradas o sobrevaloradas. Sin embargo, en este último caso, los inversores penalizarán este anuncio, por lo que aplican un castigo pagando un menor precio. Sólo en el caso de que no se disponga de capacidad de endeudamiento y exista un alto riesgo de insolvencia financiera, se recurrirá a la emisión de recursos propios. Así, la deuda resultará la mejor opción de financiación externa en la medida en que los problemas de asimetría de la información adquieren mayor relevancia.

La jerarquía en el uso de los fondos disponibles (fondos autogenerados,

deuda y emisión de recursos propios) se basa en la asimetría de la información, con el consiguiente riesgo asociado a cada una de las fuentes de financiación⁽⁸⁾. Si bien los fondos autogenerados no tienen problemas de selección adversa, la obtención de financiación externa está sujeta a ciertos costes (Frank y Goyal, 2003): los recursos propios son más riesgosos que la deuda, por lo cual el inversor demandará una mayor tasa de rentabilidad para éstos. Desde el punto de vista de la empresa, los fondos autogenerados representan una mejor fuente de financiación que la deuda, y ésta a su vez es una mejor opción que la emisión de acciones (recursos propios). De ser posible, la financiación de los proyectos ha de ser mediante fondos autogenerados, y si son insuficientes se recurre a la emisión de deuda procurando no hacer uso de la emisión de acciones. Con base en lo anterior, se espera que las empresas altamente rentables, generadoras de grandes flujos de caja, hagan menor uso de la financiación externa, en comparación con las menos rentables cuyas operaciones no le permiten obtener altos volúmenes de recursos propios internos. Esta Jerarquía en el uso de las fuentes de financiación tiene lugar en presencia de una amplia holgura financiera (Myers y Majluf, 1984). La disponibilidad de efectivo, activos líquidos y/o capacidad de endeudamiento permite a la empresa aprovechar oportunidades de inversión con valor presente positivo sin recurrir a la financiación externa⁽⁹⁾.

Para describir el funcionamiento de la Teoría de la Jerarquía Financiera, Myers (1984) formula cuatro enunciados

que la sustentan: (a) las empresas prefieren la financiación interna; (b) la tasa de reparto de dividendos estimada se adapta a las oportunidades de inversión; (c) aunque la política de dividendos es fija, las fluctuaciones en la rentabilidad y las oportunidades de inversión son impredecibles, con lo cual los flujos de caja generados internamente pueden ser mayores o menores a sus gastos de capital(10); y (d) si se requiere de financiación externa, la empresa emite primero los títulos más seguros (esto es, primero deuda, luego títulos híbridos como obligaciones convertibles, y recursos propios como último recurso para la obtención de fondos).

Según esta teoría el índice de endeudamiento de la empresa no viene dado por la necesidad de alcanzar un valor óptimo pues en él se reflejan las necesidades acumuladas de financiación externa, una vez agotados los recursos propios generados internamente y asumiendo que existen oportunidades de inversión rentables (Shyam-Sunder y Myers, 1999; Sogorb-Mira y López-Gracia, 2003). De manera que los índices de apalancamiento varían ante el desequilibrio entre los flujos de caja internos, los dividendos netos, y las oportunidades reales de inversión. Las empresas más rentables con oportunidades de inversión limitadas mantienen bajos niveles de apalancamiento, no porque ese sea su objetivo, sino porque no lo necesitan; por el contrario, las empresas menos rentables se endeudan más porque sus oportunidades de inversión superan los fondos generados internamente (Shyam-Sunder y Myers, 1999; Fama y French, 2002).

Los enunciados en los cuales fue suscrita la Teoría de la Jerarquía Financiera explican la estructura de capital asumida por empresas cotizadas, por lo cual básicamente describe el comportamiento de las mismas en este escenario, sin tomar en cuenta aspectos como la motivación por mantener el control empresarial (Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo, 2005). Si bien la emisión de acciones podría conducir a la transferencia de riqueza de los accionistas actuales hacia los nuevos, ésta no constituye la última opción de financiación, ya que en mercados donde existen los derechos de suscripción preferente los accionistas actuales tienen prioridad en la compra de nuevas acciones, minimizando la posibilidad de transferencia de riqueza. Además, los accionistas actuales podrían mostrarse reticentes a la emisión de acciones pues supone la transferencia del control empresarial hacia los nuevos; sin embargo, la aversión a la emisión de acciones como fuente de financiación es menor cuando los accionistas actuales cuentan con derechos de suscripción preferente.

¿Trade-off o Pecking Order?

Las teorías sobre Estructura de Capital descritas en los apartados anteriores intentan explicar la composición de las fuentes de financiación adoptada por una empresa: la Teoría del Equilibrio Estático predice el ajuste gradual del índice de endeudamiento hacia el óptimo, de manera que las empresas tienden a disminuir (incrementar) su índice cuando se encuentran sobre-apalancadas (sub-apalancadas) con relación al óptimo; por su parte, la Teoría de la Jerar-

quía Financiera predice la preferencia por la financiación interna antes que la externa, y a la deuda antes que la emisión de acciones. Los hallazgos sobre la capacidad explicativa de ambas teorías ofrecen precedentes que soportan los supuestos descritos, sin embargo, algunos de ellos no son consistentes.

Con relación a la Teoría del Equilibrio de la Estructura de Capital, Bradley y otros (1984) desarrollan un modelo que resume y sintetiza los avances obtenidos hasta esa fecha. Los resultados evidencian la relación inversa existente entre el endeudamiento óptimo de la empresa y los costes esperados de insolvencia financiera y los escudos fiscales distintos a la deuda, hallazgos consistentes con la Teoría del Trade-off. Algunos estudios demuestran la existencia de un índice óptimo de endeudamiento. El grupo de empresas cotizadas del Reino Unido estudiadas por Marsh (1982) muestran que durante el proceso de toma de decisiones de financiación se tienen presentes índices óptimos de endeudamiento de corto y largo, definidos en función del tamaño de la empresa, el riesgo de quiebra y la composición del activo. Por otro lado, Taggart Jr. (1977) y Jalilvand y Harris (1984) proporcionan evidencia del ajuste al óptimo del índice del endeudamiento al interpretar la significatividad de los coeficientes de los modelos estimados como evidencia de que las empresas optimizan las ratios de deuda. Posteriormente, los resultados de Roberts (2002) dan cuenta de una tasa rápida de ajuste al óptimo, la cual depende de una serie de factores: la posición actual del nivel de endeudamiento de la empresa con relación al objeti-

vo, la industria a la cual pertenece, y su salud financiera. Más recientemente, Flannery y Rangan (2006) utilizan un modelo del ajuste parcial al índice de deuda de la empresa para demostrar que las empresas identifican y persiguen estructuras de capital óptimas.

Concebidas como hipótesis en confrontación, Shyam-Sunder y Myers (1999) examinan el poder explicativo de la Teoría del Equilibrio de la Estructura del Capital y de la Jerarquía Financiera, tanto de manera individual como conjunta⁽¹¹⁾. Los resultados obtenidos demuestran que el modelo del Pecking Order explica mejor la variación temporal de los índices de endeudamiento que el modelo de ajuste al óptimo basado en la Teoría del Trade-off. Así, la Teoría de la Jerarquía Financiera constituye un excelente descriptor de primer orden del comportamiento de la financiación, al menos para empresas maduras cotizadas, aunque la evidencia obtenida del modelo de ajuste al óptimo no descarta la capacidad explicativa de la Teoría del Equilibrio de la Estructura del Capital. Sin embargo, cuando ambas teorías son analizadas de manera conjunta, los coeficientes y la significatividad del modelo del Pecking Order se ven incrementados, mientras la capacidad explicativa del modelo de ajuste al óptimo disminuye a pesar de que sus coeficientes son estadísticamente significativos. Los resultados obtenidos en la muestra de empresas analizadas por Watson y Wilson (2002) también evidencian un comportamiento consistente con la Teoría de la Jerarquía Financiera al menos en el caso de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) del Reino

Unido estudiadas; este comportamiento es particularmente significativo en el caso de empresas de propiedad altamente concentrada.

Por otro lado, y en contraposición a los supuestos que sustentan la Teoría de la Jerarquía Financiera, los resultados de Helwege y Liang (1996) muestran que las empresas no son totalmente renuentes a la financiación externa y en algunos casos obtienen evidencia consistente con la Teoría del Equilibrio de la Estructura de Capital. Por su parte, Graham y Harvey (2001) y Fama y French (2002), aun cuando encuentran indicios de la reversión a la media del índice de endeudamiento, tal como predice la Teoría del Trade-off, también obtienen resultados favorables para la Teoría del Pecking Order.

Si bien los estudios descritos anteriormente muestran evidencia a favor de una u otra teoría, ninguna de éstas es de aplicación general. Según Myers (2001), ni la Teoría del Equilibrio Estático ni la Teoría de la Jerarquía Financiera proporcionan una explicación general acerca del comportamiento de la estructura de capital. Además de los impuestos corporativos y personales, factores como los escudos fiscales distintos a los de la deuda, la tangibilidad de los activos, las oportunidades de crecimiento, la especificidad del producto/servicio, el sector industrial, el tamaño de la empresa, la volatilidad de los ingresos, la probabilidad de quiebra, y la rentabilidad, entre otros, guardan relación con la Estructura de Capital y actúan como determinantes del endeudamiento⁽¹²⁾. Así, la relación entre cada uno de los atributos y

el nivel de deuda evidencian o no el cumplimiento de la Teoría del Equilibrio de la Estructura de Capital o de la Jerarquía Financiera en la selección de las fuentes de financiación por parte de las empresas⁽¹³⁾.

LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS PyMEs

Características particulares de las PyMEs

Para que una empresa sea considerada PyME debe cumplir ciertos requisitos en cuanto al número de empleados, volumen de ingresos y volumen de activos. Sin embargo, para Ang (1991) una empresa es clasificada como PyME si posee la mayoría de las siguientes características: no emiten valores negociables, los propietarios no disponen de portafolios de inversión diversificados, la responsabilidad de los propietarios es ilimitada o inefectiva, la primera generación de propietarios son emprendedores y propensos al riesgo, no cuentan con un equipo gerencial completo para dirigir la empresa, se enfrentan a costes de mercado elevados, las relaciones con los accionistas son menos formales, y los esquemas de compensación son altamente flexibles.

La opacidad en la información y la falta de un historial financiero limitan el acceso de las PyMEs a las fuentes de financiación, siendo en muchos casos el acceso al mercado de capitales público relativamente costoso. Lo anterior, sumado a la motivación por mantener la propiedad y el control, demanda una inversión cuantiosa por parte de los propietarios, al punto de constituir la ma-

yor proporción de sus portafolios de inversión escasamente diversificados.

Aun cuando en su mayoría, las PyMEs están constituidas como Sociedad de Responsabilidad Limitada, los acreedores e inversores tienden a demandar garantías de tipo personal y/o activos no corporativos en calidad de colateral de la deuda, por lo cual los propietarios de las PyMEs están altamente expuestos al riesgo de quiebra personal. A pesar de lo anterior, particularmente la primera generación de propietarios, está dispuesta a tolerar los altos riesgos asociados a rendimientos potencialmente elevados. Adicionalmente, y desde una perspectiva del largo plazo y durante los primeros años de constitución de la PyME, los beneficios e indemnizaciones de los propietarios pueden ser postergados en procura de la estabilidad económica y financiera de la empresa.

De acuerdo con Ang (1991) la dirección de las PyMEs se caracteriza por (a) depender de una o pocas personas claves con talento técnico, liderazgo o contactos con los clientes, (b) no disponer de un plan de contingencia de sucesión para asegurar su continuidad, (c) carecer de conocimientos y habilidades en finanzas, marketing, producción y negocios internacionales, y (d) no ser capaz de ajustarse a los cambios generados en el entorno o a una etapa de desarrollo diferente en la medida en que la empresa crece.

Las relaciones entre propietarios/gerentes y accionistas externos resultan menos formales, por tanto implícitas y menos contractuales, de manera que la reputación de los primeros es altamen-

te valorada por los últimos. Sin embargo, los costes de monitoreo y financiación podrían ser relativamente elevados, pues con frecuencia la recopilación de la información es fragmentada y privada.

Las peculiaridades de las PyMEs condicionan su desempeño así como la disponibilidad de las fuentes de financiación, mostrándose un comportamiento que les diferencia de las grandes empresas. De acuerdo con Ang (1992) las PyMEs muestran mayor flexibilidad gerencial que las grandes empresas. La mayoría de las PyMEs son de propiedad altamente concentrada, así, los inversores externos tienden a considerar a los gerentes y propietarios como un grupo de interés y en consecuencia, tienden a confiar menos en ellos. Dado que se dispone de menos información acerca de las PyMEs, que éstas no son monitoreadas de manera adecuada o que el monitoreo resulta más costoso, los problemas de asimetría de la información son más significativos.

El Trade-off y el Pecking Order y su relación con la Estructura de Capital de las PyMEs

Desde la perspectiva de la Teoría del Equilibrio Estático, el nivel de apalancamiento de las PyMEs tiende a ser bajo. Por un lado, los bajos niveles de rentabilidad de este grupo de empresas no le permite el aprovechamiento significativo del ahorro fiscal por concepto de intereses pagados por el endeudamiento (Michaelas y otros, 1999), además se enfrentan a tasas fiscales marginales bajas (Ang, 1991 y 1992) lo que implica un menor pago de impuestos y por lo tanto un menor monto po-

tencial a deducir; adicionalmente, la alta probabilidad de quiebra que les caracteriza incrementa el riesgo financiero de la deuda. Así, los bajos beneficios impositivos y los altos costes de quiebra, inducen a una reducción del endeudamiento de las PyMEs (Michaelas y otros, 1999).

Ahora bien, los supuestos que sustentan la Teoría de la Jerarquía Financiera podrían proporcionar una mejor explicación de la estructura de capital adoptada por las PyMEs (Hall y otros, 2000; Watson y Wilson, 2002; Zoppa y McMahon, 2002; Sánchez-Vidal y Martín-Uguedo, 2005; Paul y otros, 2007). En este grupo de empresas adquiere particular relevancia, además de la asimetría de la información, en la cual se apoya la Teoría del Pecking Order, la motivación de los accionistas actuales por mantener la propiedad y el control empresarial (Holmes y Kent, 1991), condicionando la elección de las fuentes de financiación.

La opacidad de la información y la presencia de activos intangibles o basados en el conocimiento, característicos de las PyMEs, generan problemas de selección adversa y riesgo moral (López-Gracia y Aybar-Arias, 2000; Hogan y Hutson, 2005). Así, la información privilegiada disponible para los propietarios/gerentes actuales, le concede una posición ventajosa frente a los potenciales acreedores e inversores, pues enfatizan las fortalezas de la inversión, al tiempo que ocultan las debilidades de la empresa (selección adversa), para así tomar ventaja de la asimetría de la información en perjuicio de terceros (riesgo moral).

Con relación a la motivación, frecuentemente las PyMEs son dirigidas por un solo gerente, quien al mismo tiempo es propietario de la mayoría o todas las acciones. Ello se traduce en la preferencia por las fuentes de financiación que minimizan la dilución de la propiedad y el control empresarial (López-Gracia y Aybar-Arias, 2000; Hogan y Hutson, 2005; Chittenden y otros, 1996).

Para Sánchez-Vidal y Martín-Uguedo (2005), las PyMEs circunscriben la obtención de recursos a los fondos autogenerados y a los préstamos bancarios, pues su principal problema de financiación, particularmente en países no anglosajones, lo constituye el acceso limitado a los mercados de capital (*finance gap*). Este *finance gap* viene dado por restricciones en los fondos disponibles o de elevado coste (*supply gap*) y por un conocimiento limitado acerca de las posibilidades de financiación externa y una falta de comprensión de las ventajas y desventajas del endeudamiento (*knowlegde gap*).

Los factores mencionados anteriormente implican una jerarquía similar a la descrita por Myers y Majluf (1984) (Holmes y Kent, 1991; Sánchez-Vidal y Martín-Uguedo, 2005): la empresa primero haría uso de los fondos autogenerados, luego recurriría a la deuda (préstamos bancarios), y finalmente, a la emisión de nuevas acciones.

En algunos casos, la emisión de acciones no es una opción de financiación para las PyMEs, ya que puede no estar disponible o no es considerada por el propietario ante la posible pérdida del control de la empresa (Holmes y Kent,

1991). Por otro lado, mientras las grandes empresas obtienen recursos en el mercado de capitales, las PyMEs acuden a la financiación privada enfrentándose a contratos complejos y con altos costes de capital, dada la opacidad de la información (Berger y Udell, 1998); los inversores demandarán mayores tasas de retorno a cambio de invertir en una empresa sin disponer de la información apropiada (Gregory y otros, 2005). A fin de evitar los altos costes capital, este grupo de empresas se ve obligado a recurrir a deudas de corto plazo, menos costosas pero más riesgosas (Chittenden y otros, 1996).

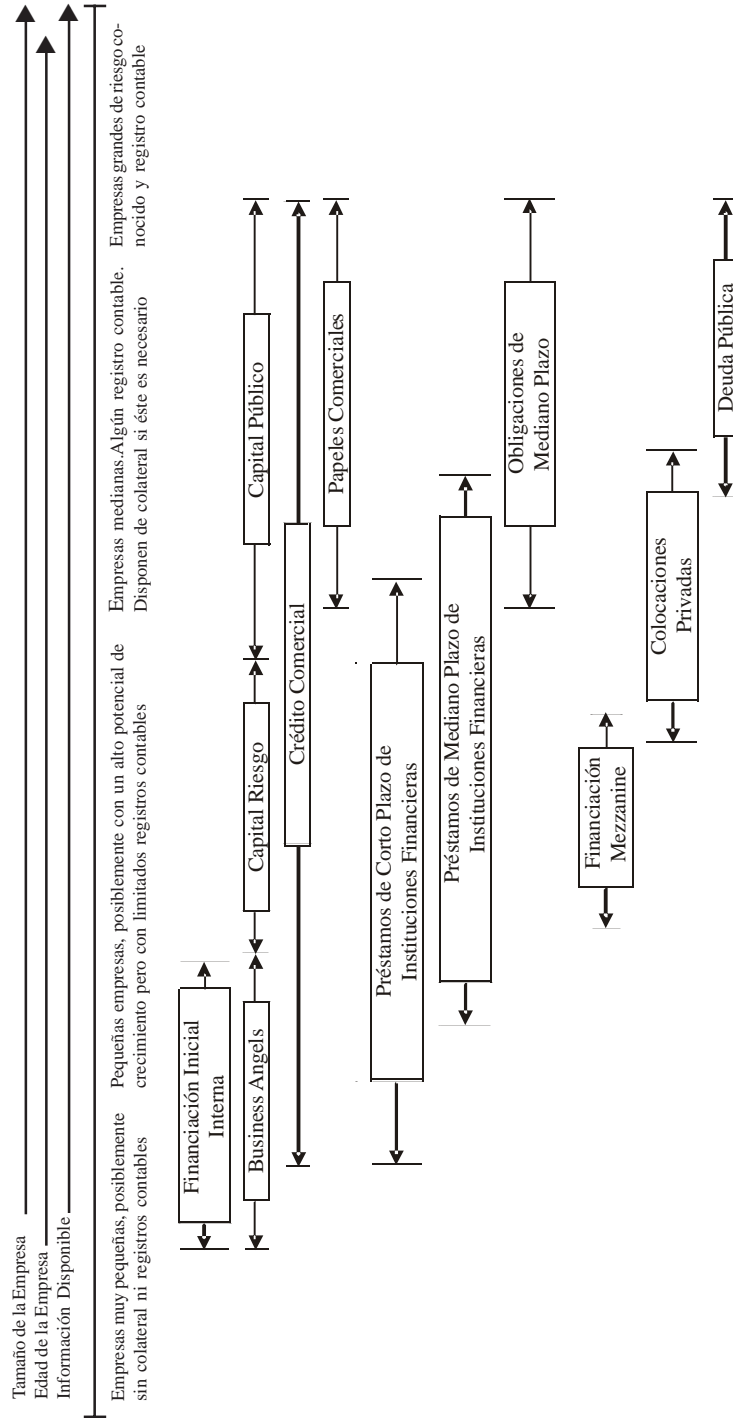
Dadas las restricciones en la obtención de fondos para las PyMEs, no parece haber dudas acerca de que la primera fuente de financiación de este grupo de empresas la constituyen los fondos autogenerados (Chittenden y otros, 1996; Michaelas y otros, 1999; Hogan y Hutson, 2005; Paul y otros, 2007). Sin embargo, cuando se requiere de fondos externos, y en contraposición a la Teoría de la Jerarquía Financiera, Hogan y Hutson (2005) y Paul y otros (2007) encuentran evidencia de que la principal fuente es la emisión de acciones y no la deuda; la posibilidad de perder la independencia y el control de la empresa es compensada por los beneficios ofrecidos por el capital externo. Este comportamiento obedece a dos razones (Paul y otros, 2007): (a) los propietarios consideran el endeudamiento como un pasivo personal que invariablemente requiere la suscripción de garantías personales; y (b) los propietarios buscan deliberadamente capital externo a fin de añadir valor a su empresa pues la elección

de un buen inversor incorporaría no sólo capital social sino también oportunidades de negocio bajo la figura de contactos comerciales y acceso a redes de negocios.

La Estructura de Capital de las PyMEs desde la Perspectiva del Modelo del Ciclo de Crecimiento Financiero de Berger y Udell (1998)

La evidencia empírica de los estudios realizados hasta la fecha no parece ser definitiva en cuanto a la capacidad explicativa de la Teoría del Equilibrio Estático o de la Teoría de la Jerarquía Financiera con relación a la Estructura de Capital adoptada por las PyMEs. Ello puede obedecer al hecho de que las PyMEs atraviesan por varias etapas de cambio en su evolución hacia una gran empresa, de manera que es posible que una sola teoría no pueda explicar la estructura de capital adoptada (Ang, 1991), resultando razonable que una u otra teoría ayuden a explicar el comportamiento de la estructura de capital en cada una de las etapas del desarrollo de la empresa. Esta idea se ve reflejada en el Ciclo del Crecimiento Financiero propuesto por Berger y Udell (1998), quienes toman como supuesto de partida la evolución constante de las PyMEs en términos de tamaño, edad y disponibilidad de la información, los cuales actúan como determinantes de su estructura de capital. En la medida en que la empresa crece, adquiere mayor experiencia y disminuye la opacidad de la información, cambian sus necesidades financieras y las opciones de financiación (ver Gráfico 1).

Gráfico 1.
El Ciclo del Crecimiento Financiero de la Empresa



Fuente: Elaboración propia a partir de BERGER, ALLEN N.; y UDELL, GREGORY F. 1998. The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 22. N° 6-8. Agosto 1998. Amsterdam, Holanda. p. 623.

El enfoque propuesto por Berger y Udell (1998) sólo intenta proporcionar una idea general acerca de las fuentes de financiación más importantes en las diferentes fases del ciclo de crecimiento financiero, pues el tamaño de la empresa, la edad y la disponibilidad de la información no son factores determinantes perfectamente correlacionados. En una primera etapa de su desarrollo, las empresas más pequeñas y jóvenes recurren a fuentes internas de financiación⁽¹⁴⁾, al crédito comercial y/o a *business angels*⁽¹⁵⁾. A medida que crece, se incrementa el acceso de la PyME a la financiación de carácter intermedio (inversores de capital riesgo⁽¹⁶⁾, bancos, instituciones financieras). Eventualmente, si la empresa no se extingue y permanece en crecimiento, podrá acudir al capital público y a los mercados de la deuda.

En la fase de puesta en marcha (*start-up*), la opacidad de la información dificulta la obtención de fondos externos por lo que la financiación de la empresa depende fuertemente de fuentes internas, el crédito comercial y de los *business angels*. La financiación inicial interna es demandada en las etapas más tempranas del desarrollo de la empresa cuando el emprendedor todavía está desarrollando el producto o concepto de negocio y la mayoría de los activos son intangibles, así como cuando la empresa inicia su producción a pequeña escala y con un esfuerzo limitado de marketing. Generalmente, la fase de puesta en marcha es asociada con el desarrollo de un plan formal de negocios el cual es utilizado para la captación la inversión de *business angels*.

Una vez que el producto ha sido exitosamente probado en el mercado, se recurre al capital riesgo para la producción y mercadeo a gran escala. Generalmente los inversores de capital riesgo invierten en compañías que han recibido fondos provenientes de *business angels* en una o más ocasiones. Con relación a la banca y las instituciones de crédito comercial, éstas están disponibles para las PyMEs una vez que alcanzan un determinado nivel de producción y dispongan de activos tangibles como colaterales.


Esta secuencia en la obtención de fondos de acuerdo con el ciclo de crecimiento financiero, es descrita por Berger y Udell (1998) en el contexto de las Teorías de la Asimetría de la Información y la Teoría de la Jerarquía Financiera. Agotadas las fuentes internas, y dados los costes de monitoreo y los problemas de selección adversa, las PyMEs recurren a la deuda como fuente de financiación, en términos de crédito comercial, préstamos bancarios y de instituciones financieras. Sin embargo, si los fondos necesarios son significativamente más elevados con relación a la financiación interna provista por los emprendedores, los problemas asociados al riesgo moral se agudizan; en este contexto, las fuentes de financiación externa de capital, particularmente *business angels* y capital riesgo, adquiere mayor relevancia. Por otra parte, el emprendedor podría preferir la deuda externa al capital externo ante la posible dilución de la propiedad y el control empresarial, o bien el capital externo a la deuda externa a fin de compartir el riesgo con otros inversores.

CONCLUSIONES

Las Teorías Modernas sobre Estructura de Capital, Teoría del Equilibrio Estático de la Estructura de Capital y de la Jerarquía Financiera, toman como marco de referencia grandes empresas y mercados de capitales desarrollados. De allí que la capacidad explicativa de las Teorías sobre Estructura de Capital se enfrenten con ciertas limitaciones cuando tratan de explicar el comportamiento de la financiación de las PyMEs, dado que los supuestos teóricos que les sustentan sólo pueden ser verificados parcialmente en la estructura de capital adoptada por ese grupo de empresas. A diferencia de las grandes empresas, los problemas de asimetría de la información se agudizan en las PyMEs, dadas la opacidad de la información y la falta de trayectoria e historial financiero. Lo anterior, sumado a la motivación por mantener la propiedad y el control empresarial por parte de los empresarios, ofrece un escenario cuyas particularidades condicionan las decisiones de inversión y financiamiento de las PyMEs, y por ende la estructura de capital de este grupo de empresas.

Dadas las características de las PyMEs y los hallazgos de los estudios empíricos realizados hasta la fecha, la Teoría de la Jerarquía Financiera parece proporcionar una mejor explicación sobre el comportamiento de las fuentes de financiamiento utilizadas por las PyMEs. Tal como predice la Teoría de la Jerarquía Financiera, los fondos autogenerados constituye la primera fuente de financiamiento de este grupo de empresas; sin embargo, se observa un cambio en el orden de la jerarquía propuesta por

la Teoría anterior, ya que ante déficit de fondos las PyMEs muestran una tendencia a recurrir a la captación de recursos propios externos en lugar de a la deuda, contradiciendo la jerarquía establecida por esta teoría.

Por otra parte, es de esperar que las PyMEs atraviesen por diferentes etapas hasta convertirse en grandes empresas. Este hecho pone en entredicho la capacidad explicativa de las Teorías Modernas sobre Estructura Financiera, pues los problemas derivados de las asimetrías de la información se van subsanando en la medida en que éstas alcanzan una nueva etapa. Con base en lo anterior, el Modelo del Ciclo de Crecimiento Financiero propuesto por Berger y Udell (1998) parece explicar mejor la estructura de capital adoptada por las PyMEs en cada una de las etapas de desarrollo, en función de su tamaño y edad. El crecimiento de una empresa se acompaña de mayor transparencia en la información y la formación de un historial y trayectoria financiera, condiciones que le permiten el acceso a nuevas fuentes de financiación. Este enfoque da cuenta de la constante evolución de las PyMEs y de sus efectos sobre la estructura de capital debido a la distinta disponibilidad de fondos dependiendo de la fase en que se encuentra. Algunas de las fuentes de financiamiento propias de los mercados de capital privado incorporadas por Berger y Udell (1998) en su modelo, como el capital riesgo y los *business angels*, están bastante desarrolladas en Estados Unidos y Europa. Estos inversores podrían constituir los proveedores de fondos necesarios para la supervivencia las PyMEs en América Latina 

NOTAS

- (1) Harris y Raviv (1991) estudian las teorías de estructura de capital a partir de determinantes distintos a los impuestos; los modelos analizados por los autores se basan en costes de agencia, asimetría de la información, interacciones del mercado insumo/producto, y control corporativo.
- (2) Tanto a nivel teórico (Myers, 1984 y 2001) como a nivel empírico (Marsh, 1982; Bradley y otros, 1984; Jalilvand y Harris, 1984; Fischer y otros, 1989; Ozkan, 2001; Hovakimian y otros, 2001; Sogorb-Mira y López-Gracia, 2003; Hovakimian y otros, 2004; Flanery y Ragan, 2006; Shyam-Sunder y Myers, 1999; Watson y Wilson, 2002; Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo, 2005), la Teoría del Equilibrio Estático y la Teoría de la Jerarquía Financiera han sido las más discutidas.
- (3) Los costes de insolvencia financiera incluyen (Bradley y otros, 1984): (a) costes de quiebra y (b) costes de agencia de la deuda.
- (4) Graham y Harvey (2001) encuentran evidencia de que los directivos financieros establecen objetivos de endeudamiento.
- (5) Los hallazgos de Wald (1999) evidencian que la rentabilidad actúa como la variable más determinante de la estructura de capital de la empresa.
- (6) Según la Teoría del Pecking Order, si la empresa requiere de financiación interna recurre primero a la deuda sin riesgo, luego a instrumentos híbridos como bonos convertibles y como último recurso a la emisión de fondos propios.
- (7) Si bien la Teoría del Trade-off, identifica sólo dos tipos de financiación: recursos propios y deuda, la Teoría de la Jerarquía Financiera distingue como fuentes de recursos los fondos generados internamente, la deuda y la emisión de acciones, aun cuando la primera y la última constituyen los recursos propios (Watson y Wilson, 2002).
- (8) La Teoría del Pecking Order reconoce los costes de insolvencia financiera (Myers, 1984).
- (9) Aunque la existencia de holgura financiera es consistente con la Teoría de la Jerarquía Financiera, su presencia no es suficiente indicio de que la estructura de capital de la empresa se explique por la Teoría del Pecking Order pues esa flexibilidad también obedece a razones distintas (Graham y Harvey, 2001).
- (10) Si los flujos de caja generados internamente son mayores, la empresa primero cancela la deuda o invierte en títulos de alta liquidez; de persistir el superávit, gradualmente podrá incrementar su tasa de reparto de dividendos. Si son menores, la empresa recurre en primer término al efectivo en tesorería o vende sus títulos más líquidos (Myers, 1984).
- (11) Para Chirinko y Singha (2000) los resultados arrojados por el modelo propuesto por Shyam-Sunder y Myers (1999) son cuestionables cuando el incremento de la financiación externa se realiza mediante recursos propios, o bien mediante deuda y recursos propios en la misma proporción.
- (12) De acuerdo con Harris y Raviv (1991), existe un consenso en cuanto a que el endeudamiento se incrementa con relación a los activos fijos, los escudos fiscales distintos a los de la deuda, las oportunidades de crecimiento, y el tamaño de la empresa, y disminuye con relación a la volatilidad, los gastos de publicidad y propaganda, los gastos de investigación y desarrollo, la probabilidad de quiebra, la rentabilidad y la exclusividad del producto.
- (13) Algunos estudios acerca de los determinantes del endeudamiento, como los Titman y Wessels (1988) y Rajan y Zingales (1995), encuentran hallazgos consistentes con ambas teorías. Aunque los resultados obtenidos por Titman y Wessels (1988) no propor-

cionan evidencia del efecto de los escudos fiscales distintos a la deuda, la volatilidad, el colateral y las oportunidades de crecimiento en el endeudamiento, muestran una relación negativa entre la exclusividad del producto/servicio, el tamaño de la empresa y la rentabilidad. Por su parte, Rajan y Zingales (1995) estudian la tangibilidad, el índice precio-valor contable (como proxy de las oportunidades de crecimiento), el tamaño y la rentabilidad como determinantes del endeudamiento, los cuales, a excepción de la tangibilidad, mantienen una relación inversa con el nivel de deuda. Ambos estudios evidencian consistencia con los supuestos de Myers y Majluf (1984) y Myers (1984) en cuanto a la relación existente entre la rentabilidad y el endeudamiento.

- (14) Inicialmente las fuentes internas de financiación de las PyMEs están constituidas por aportes del equipo emprendedor, familiares y amigos (Berger y Udell, 1998).
- (15) Los *business angels* son individuos que invierten directamente en empresas pequeñas generalmente mediante acciones comunes (Berger y Udell, 1998).
- (16) El capital riesgo es una actividad financiera profesionalizada para proporcionar capital a las PyMEs bajo la figura de fondos propios, de manera temporal y minoritaria (Martí y Balboa, 2006).

BIBLIOGRAFÍA

ANG, JAMES S. (1991). **Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management.** *The Journal of Small Business Finance.* Vol. 1. Nº 1. Reino Unido. pp. 1-13.

ANG, JAMES S. (1992). **On the Theory of Finance for Privately Held Firms.** *The Journal of Small Business Finance.* Vol. 1. Nº 3. Reino Unido. pp. 185-203.

BERGER, ALLEN N. y GREGORY F. UDELL (1998). **The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle.** *Journal of Banking & Finance.* Vol. 22. Nº 6-8. Holanda. pp. 613-673.

BRADLEY, MICHAEL; GREGG JARRELL y E. HAN KIM (1984). **On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and evidence.** *The Journal of Finance.* Vol. 39. No. 3. Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting. American Finance Association. San Francisco, CA. Diciembre 28-30, 1983. Estados Unidos. pp. 857-878.

BREALEY, RICHARD; STEWART MYERS y ALLEN FRANKLIN (2006). **Principios de Finanzas Corporativas.** 8va. Edición. McGraw-Hill. España.

CHIRINKO, ROBERT S. y ANUJA R. SINGHA (2000). **Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment.** *Journal of Financial Economics.* Vol. 58. Nº 3. Holanda. pp. 417-425.

- CHITTENDEN, FRANCIS; GRAHAM HALL y PATRICK HUTCHINSON (1996). **Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation.** *Small Business Economics*. Vol. 8. Nº 1. Holanda. pp. 59-67.
- DEANGELO, HARRY y RONALD W. MASULIS (1980). **Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation.** *Journal of Financial Economics*. Vol. 8. Nº 1. Holanda. pp. 3-29.
- DONALDSON, G (1961). **Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity.** Harvard Business School. Division of Research. Harvard University. Estados Unidos.
- FAMA, EUGENE F. y KENNETH R. FRENCH (2002). **Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt.** *The Review of Financial Studies*. Vol. 15. Nº 1. Estados Unidos. pp. 1-33.
- FISCHER, EDWIN O.; ROBERT HEINKEL y JOSEF ZECHNER (1989). **Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Test.** *The Journal of Finance*. Vol. 44, Nº 1. Estados Unidos. pp.19-40.
- FLANNERY, MARK J. y KASTURI P. RANGAN (2006). **Partial Adjustment toward Target Capital Structures.** *Journal of Financial Economics*. Vol. 79. Nº 3. Holanda. pp. 469-506.
- FRANK, MURRAY Z. y VIDHAN K. GOYAL (2003). **Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure.** *Journal of Financial Economics*. Vol. 67. Nº 2. Holanda. pp. 217-248.
- GRAHAM, JOHN R. y CAMPELL R. HARVEY (2001). **The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field.** *Journal of Financial Economics*. Vol. 30. Nº 2-3. Holanda. pp. 187-243.
- GREGORY, BRIAN T.; MATTHEW W. RUTHERFORD; SHARON OSWALD y LORRAINE GARDINER (2005). **An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing.** *Journal of Small Business Management*. Vol. 43. Nº 4. Estados Unidos. pp. 382-392.
- HALL, GRAHAM C.; PATRICK J. HUTCHINSON y NICOS MICHAELAS (2000). **Determinants of the Capital Structures of European SMEs.** *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 31. Nº 5-6. Reino Unido. pp. 711-728.
- HARRIS, MILTON y ARTUR RAVIV (1991). **The Theory of Capital Structure.** *The Journal of Finance*. Vol. 46. Nº 1. Estados Unidos. pp. 297-355.
- HELWEGE, JEAN y NELLIE LIANG (1996). **Is there a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms.** *Journal of Financial Economics*. Vol. 40. Nº 3. Holanda. pp. 429-458.
- HOGAN, TERESA y ELAINE HUTSON (2005). **Capital Structure in New Technology-Based Firms: Evidence from the Irish Software Sector.** *Global Finance Journal*. Vol. 15. Nº 3. Reino Unido. pp. 369-387.

- HOLMES, S. y P. KENT (1991). **An Empirical Analysis of the Financial Structure of the Small and Large Australian Manufacturing Enterprises.** *Journal of Small Business Finance*. Vol.1. Nº 2. Reino Unido. pp. 141-154.
- HOVAKIMIAN, ARMEN; GAYANE HOVAKIMIAN y HASSAN TEHRANIAN (2004). **Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity.** *Journal of Financial Economics*. Vol 71, Nº 3. Holanda. pp. 517-540.
- HOVAKIMIAN, ARMEN; TIM OPLER y SHERIDAN TITMAN (2001). **The Debt–Equity Choice.** *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 36, Nº 1. Estados Unidos. pp. 1-24.
- JALILVAND, ABOLHASSAN y ROBERT S. HARRIS (1984). **Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study.** *The Journal of Finance*. Vol. 39. Nº 1. Estados Unidos. pp. 127-145.
- KRAUS, ALAN y ROBERT H. LITZENBERGER (1973). **A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage.** *The Journal of Finance*. Vol. 28. Nº 4. Estados Unidos. pp. 911-922 .
- LÓPEZ GRACIA, JOSÉ y CRISTINA AYBARARIAS (2000). **An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies.** *Small Business Economics*. Vol. 14. Nº 1. Holanda. pp. 55-63.
- MARSH, PAUL (1982). **The choice between equity and debt: An empirical study.** *Journal of Finance*. Vol. 37. Nº 1. Estados Unidos. pp. 121-144.
- MARTÍ, JOSÉ y MARINA BALBOA (2006). **Self-Regulation in European Venture Capital and Private Equity Markets.** *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*. Vol. 6. Nº 4-5. Reino Unido. pp. 395-411.
- MICHAELAS, NICOS; FRANCIS CHITTENDEN y PANIKKOS POUTZIOURIS (1999). **Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data.** *Small Business Economics*. Vol. 12. Nº 2. Holanda. pp. 113-130.
- MILLER, MERTON H. (1977). **Debt and Taxes.** *The Journal of Finance*. Mayo 1977. Vol. 32. Nº 2. Estados Unidos. pp. 261-275.
- MODIGLIANI, FRANCO y MENTOR H. MILLER (1958). **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.** *The American Economic Review*. Vol. 68. Nº 3. Estados Unidos. pp. 261-297.
- MODIGLIANI, FRANCO y MERTON H. MILLER (1963). **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.** *The American Economic Review*. Vol. 53. Nº 3. Estados Unidos. pp. 433-443.
- MYERS, STEWART C. (1984). **The Capital Structure Puzzle.** *The Journal of Finance*. Julio 1984. Vol. 39. Nº 3. Papers and Proceedings, Forty-

- Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA. Estados Unidos. pp. 575-592.
- MYERS, STEWART C. (2001). **Capital Structure.** *The Journal of Economic Perspectives.* Vol. 15. Nº 2. Estados Unidos. pp. 81-102.
- MYERS, STEWART C. y NICHOLAS S. MAJLUF (1984). **Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have.** *Journal of Financial Economics.* Vol. 13. Nº 2. Holanda. pp. 187-221.
- OZKAN, AYDIN (2001). **Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data.** *Journal of Business Finance & Accounting.* Vol. 28, Nº 1-2. Reino Unido. pp. 175-198.
- PAUL, STUART; GEOFF WHITTAM y JANETTE WYPER (2007). **The pecking order hypothesis: does it apply to start-up firms?** *Journal of Small Business and Enterprise Development.* Vol. 14. Nº 1. Reino Unido. pp. 8-21.
- RAJAN, RAGHURAM G. y LUIGI ZINGALES (1995). **What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data.** *The Journal of Finance.* Vol. 50. Nº 5. Estados Unidos. pp. 1421-1460.
- ROBERTS, MICHAEL R. (2002). *The dynamics of capital structure: an empirical analysis of a partially observable system.* Duke University, Fuqua School of Business Working Paper. USA. Fuente: ssrn.com/abstract=305885. (Consultado el 07-05-08).
- SÁNCHEZ VIDAL, JAVIER y JUAN FRANCISCO MARTÍN UGEDO (2005). **Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory.** *Review of Quantitative Finance and Accounting.* Vol. 25. Nº 4. Estados Unidos. pp. 341-355.
- SHYAM SUNDER, LAKSHMI y STEWART C. MYERS (1999). **Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure.** *Journal of Financial Economics.* Vol. 51. Nº 2. Holanda. pp. 219-244.
- SOGORB MIRA, FRANCISCO y JOSÉ LÓPEZ GRACIA (2003). *Pecking Order versus Trade-Off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure.* USA. Fuente: ssrn.com/abstract=393160 (Consultado el 29-01-08).
- TAGGART JR. ROBERT A. (1977). **A Model of Corporate Financing Decisions.** *The Journal of Finance.* Vol. 32. No. 5. Estados Unidos. pp. 1467-1484.
- TITMAN, SHERIDAN y ROBERTO WESSELS (1988). **The Determinants of Capital Structure Choice.** *The Journal of Finance.* Vol. 43. Nº 1. Estados Unidos. pp. 1-19.
- WALD, J.K. (1999). **How Firms Characteristics affect Capital Structure: An International Comparison.** *Journal of Financial*

Research. Vol. 22. N° 2. Estados Unidos. pp. 161-187.

WATSON, ROBERT y NICK WILSON (2002). **Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order**. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 29. N° 3/4. Reino Unido. pp. 557-578.

ZOPPA, ADRIAN y RICHARD G.P MCMAHON (2002). *Pecking Order Theory and the Financial Structure of Manufacturing SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey*. School of Commerce, The Flinders University of South Australia. Research Paper Series 02-1. Australia. Fuente: www.flinders.edu.au (Consultado el 20-05-08).