FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS

GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD

RESTRICCIONES DE ACCESO AL CRÉDITO PARA PYMES

Trabajo Fin de Grado presentado por Pablo Curiel Cantón, siendo el tutor del mismo Luis Miguel Ramírez Herrera.

Vº. Bº. del Tutor/a/es/as:

Alumno/a:

D./Dña.

D./Dña.

Sevilla. Mayo de 2020

GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD

FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS

TRABAJO FIN DE GRADO

CURSO ACADÉMICO [2019-2020]

TÍTULO:

RESTRICCIONES DE ACCESO AL CREDITO PARA PYMES

AUTOR:

PABLO CURIEL CANTÓN

TUTOR:

D./Dª. LUIS MIGUEL RAMIREZ HERRERA

DEPARTAMENTO:

ECONOMÍA FINANCIERA Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES

ÁREA DE CONOCIMIENTO:

ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD

RESUMEN:

Este estudio nace con la idea de explicar las diferentes restricciones financieras que se les presentan a las PYMES a la hora de financiarse. Para ello, se ha enunciado una serie de teorías que proyectan unas ideas de estructura financiera sobre empresas de estas dimensiones y posteriormente se ha realizado un trabajo empírico para identificar cuáles y por qué son los factores más determinantes de estas limitaciones. El estudio empírico se ha ejercido sobre una muestra de PYMES sevillanas de exactamente 946 empresas, a la que mediante una regresión lineal múltiple y en base a unas hipótesis se han obtenido unos resultados que han sido analizados con el objetivo anterior indicado. Para esta regresión lineal, se han utilizado cuatro variables independientes (edad, ROA, número de empleados y activos fijos) y una variable dependiente (porcentaje de endeudamiento). Como resultado de esta regresión, se obtiene que, la ROA, edad y el número de empleados son los factores con más peso o importancia, aunque presentan una relación inversamente proporcional con la variable dependiente.

PALABRAS CLAVE:

Restricciones financieras; PYMES; Información asimétrica; Regresión lineal múltiple.

ÍNDICE

1 INTRODUCCIÓN 3

2 LAS RESTRICCIONES AL CRÉDITO EN LA PYME 5
2.1 TEORIA DE LA JERARQUÍA O PECKING ORDER THEORY 5
2.2 TEORIA DEL TRADE-OFF 6
2.3 TEORIA DE LA AGENCIA 8
2.3.1 Relación entre accionistas y directivos 9
2.3.2 Conflicto entre accionistas y acreedores financieros 9
2.3.3 Teoría del racionamiento de crédito 9
2.4 PRINCIPALES OBSTACULOS AL FINANCIAMIENTO BANCARIO 12

3 ESTUDIO EMPÍRICO 17
3.1 ANÁLISIS DE LA POBLACIÓN OBJETIVO Y MUESTRAS 17
3.2 DEFINICION DE PYME 18
3.3 REGRESIÓN LINEAL. RESULTADOS 19

4 CONCLUSIÓN 27

5 BIBLIOGRAFÍA 31

1 INTRODUCCIÓN

A través de este trabajo se analizará la dificultad que tienen las pequeñas y medianas empresas para obtener financiación, especialmente la bancaria. Este problema es uno de los más importante a los que se puede presentar la PYME en su actividad y es por ello por lo que se va a intentar analizar las causas y posibles soluciones que se podrían plantear. Esta temática del estudio de la estructura financiera y su análisis se ha visto en varias asignaturas durante el grado de Finanzas y Contabilidad, como pueden ser Análisis de los estados financieros, Planificación financiera de la empresa, y la mayoría de las relacionada con las finanzas en la empresa.

El desarrollo y la competitividad de un país recae principalmente en la importancia del desarrollo de su tejido empresarial. Por lo tanto, la primera cuestión a estudiar es qué tipo de empresas componen este tejido empresarial.

El sector empresarial en España tiene una característica muy especial, y, es que la gran mayoría de las empresas españolas son pequeñas o medianas. Exactamente los datos por tamaño de las empresas españolas son los siguientes: Según el Directorio Central de Empresas, a 1 de enero de 2017 hay en España 3.279.120 empresas, de las cuales 3.274.924 son PYME (99,87%), de éstas, el 55,56% son empresas sin asalariados, y el 40,02% tienen entre 1 y 9 asalariados. Las grandes con 250 o más asalariados representan el 0,13% del total de empresas. En este trabajo nos centraremos en las PYMES de la comunidad autónoma de Andalucía, concretamente de la provincia de Sevilla, donde los datos se asemejan bastante con los ofrecidos en el total del país. En Andalucía, existe 501.458 empresas, de las cuales pequeñas y medianas son 501.097 y grandes solo 312. Es decir, un 99.99% de las empresas en Andalucía son PYMES. Esto, nos dice que este tipo de empresas son el motor de la economía andaluza, esenciales para la creación de riqueza y empleo.

La pequeña y mediana empresa constituye un factor clave para la estabilidad y competitividad económica de los países más desarrollados dada su contribución a la creación de empleo, las exportaciones y su participación en el Producto Interior Bruto (PIB). Estas PYMES tienen una serie de ventajas frente a las grandes empresas como puede ser su mayor flexibilidad, ya que debido a su menor tamaño poseen una mejor capacidad para adaptarse a cambios en el entorno.

Además, las PYMES españolas son una fuente esencial del espíritu emprendedor de la sociedad. Una economía equilibrada y bien orientada, debería aprovechar al máximo todo las virtudes o beneficios que este tipo de empresas pueden generar.

Sin embargo, son muchas las carencias en la estructura de este tipo de empresas. Carencias que no solo limitan sus posibilidades de crecimiento y desarrollo, sino que, condicionan la estabilidad y posibilidades de supervivencia a medio y largo plazo. Uno de los factores más negativos que pueden llevar a las carencias antes citadas son las dificultades al acceso al crédito de este tipo de empresas.

España ha sido una de las economías más castigadas y resentidas por la última crisis económica de 2008, la situación las PYMES es un ejemplo de ello. La financiación de las PYMES es esencial para que las empresas puedan mantenerse y crecer económicamente, y a raíz de esta última crisis si ha visto como las entidades bancarias han reducido en gran medida la concesión de créditos y préstamos a este tipo de empresas.

Así, dentro del ámbito financiero se percibe una gran preocupación ya que las PYMES tienen grandes problemas o barreras a la hora de conseguir financiación externa, especialmente bancaria. Estos problemas de financiación pueden surgir por diferentes motivos, ya sean, por poca edad de la empresa, una rentabilidad demasiado escasa,

una planificación para futuro demasiado corto, o bien, por falta de aval o garantía requerida por los bancos.

Como consecuencia de los problemas y dificultades que presentan las PYMES para conseguir una financiación adaptada a sus necesidades se han constituidos sociedades y proyectos que mitigan esas barreras y ayudan a estas empresas a finalmente conseguir y a mejorar las condiciones de dicha financiación. Una de las sociedades constituidas con este fin son las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), cuyo objetivo principal es conseguir garantías y avales para las PYMES con el fin de que consigan acceder a financiación y puedan mejorar, en términos generales, sus condiciones de financiación. Otro medio a través del cual pueden conseguir financiación son las ayudas públicas o subvenciones, que son muy usuales en estas categorías de empresas.

Por otro lado, también se encuentran las Sociedades de Capital Riesgo que son entidades gestoras de fondos que apuestan por proyectos de alto riesgo, pero con expectativas de rentabilidad. Alternativamente a todas estas formas de financiación, una más novedosa y que últimamente es muy demandada son las compañías de leasing. De estas y otras sociedades o proyectos se hablará más extensamente posteriormente.

En este trabajo tratamos de conocer y explicar el motivo y las causas por las que existen restricciones para acceder al crédito, sobre todo bancario, en las PYMES, centrado especialmente en las pequeñas y medianas empresas de la Comunidad Autónoma Andaluza.

Para conseguir ese objetivo habrá que estudiar una serie de teorías en las que analizaremos la estructura financiera que tienen este tipo de empresas. Las teorías que se desarrollarán son las siguientes: *Teoría de la Jerarquía o Pecking Order Theory (Myers y Majluf, 1984), Teoría del Trade-Off (Modigliani-Miller (1953-1958), Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976).* Para terminar con la teoría del Racionamiento de *Crédito (Stiglitz y Weiss, 1981),* la cual es situada dentro de la teoría de la Agencia.

Una vez estudiadas y analizadas estas teorías, se procederá a un estudio empírico con una muestra de las PYMES sevillanas. En este, se obtendrá un resultado y con ello una conclusión con el fin de explicar las causas de las restricciones al crédito que soportan este grupo de empresas.

2 LAS RESTRICCIONES AL CRÉDITO EN LA PYME

Con el fin de poder analizar y comprender las restricciones al crédito que sufren las PYMES, primeramente, se debe estudiar el comportamiento de la estructura financiera de estas. Para ello se procederá a un análisis y estudios de las teorías citadas. La primera teoría es la Teoría de la Jerarquía, la cual, intenta explicar el orden o preferencia que debe seguir la estructura financiera en cuanto a su naturaleza. Otra teoría es la Teoría del Trade-Off, a través de la que se plantea un método para el cálculo del nivel óptimo de endeudamiento a través de la financiación. La última teoría que se procederá a su análisis o estudio es la de la agencia, que consiste en el contrato a través del cual una persona contrata a otra para el desempeño de una actividad. Dentro de esta última teoría, se sitúa la Teoría del Racionamiento de Crédito. Ésta última, analiza el funcionamiento de las entidades financieras para la concesión o no de los préstamos.

2.1 TEORÍA DE LA JERARQUÍA O PECKING ORDER THEORY

En primer lugar, se sitúa la *Teoría de la Jerarquía (Pecking Order Theory*) de 1984, entre los estudios más reconocidos sobre esta teoría son los de Myers y Majluf, quienes son reconocidos entre sus mayores exponentes. La teoría de la jerarquía se encuentra entre las más importantes a la hora de explicar la decisión de las PYMES en la financiación.

Esta teoría se fundamenta con la existencia de la información asimétrica entre las empresas y los mercados de capitales. Se dice, que existen asimetrías informativas cuando en una transacción financiera las dos partes no manejan la misma información, es decir, que uno de los agentes tiene un tipo de información que la otra parte desconoce. Esto quiere decir que los directores de las compañías a menudo tienen más información del estado de las compañías que los inversores externos. Las compañías buscan evitar el riesgo de que la asimetría de información afecte a sus decisiones de inversión y maximizan su valor siguiendo un orden en sus decisiones de financiamiento. Este orden, consiste en elegir la fuente de fondos disponible con menor coste de información asimétrica, por lo tanto, aquella cuyo valor cambiará menos cuando la información interna de los gerentes sea revelada al mercado.

Los beneficios retenidos son la primera de las fuentes de financiamiento preferido por los directivos, puesto que no están influidas por las asimetrías de la información, carecen de costo explícito y permiten un mayor margen de discrecionalidad en cuanto a su utilización.

En segundo orden, prefieren la emisión de deuda (deuda de bajo riesgo como la bancaria). Esta opción sería más costosa que la anterior pero menor que la de emisión de acciones. En el caso que se usara esta opción, previamente, se optaría por la emisión de deuda de menor riesgo como son las de corto plazo y garantizadas. Si posteriormente fuese necesario se acudiría a la emisión de deudas con más costes y riesgos.

Finalmente, se opta por el aumento de capital con deuda pública en el caso que ofrezca menor valor que las acciones y en último lugar con nuevas acciones. Además de los costes de transacción producidos por la emisión de nuevos títulos, las organizaciones tienen que asumir aquellos costes que son consecuencia de la información asimétrica.

Para minimizar estos y otros costes de financiación, las empresas tienden a financiar por ese orden. Esta opción de ampliar capital y colocar los títulos entre nuevos socios, por otra parte, es un objetivo complicado y de elevado coste, especialmente para las empresas de reducido tamaño, que cuentan con escasa infraestructura organizativa y son poco conocidas en los mercados financieros. Además, la búsqueda de nuevos

socios supondría, en todo caso, la pérdida de control del negocio y, consecuentemente, es la opción menos deseada.

Desde el enfoque de esta teoría, los cambios en el nivel de endeudamiento no están incitados por la necesidad de llegar a un punto objetivo del mismo, sino más bien por una necesidad una vez que los recursos internos se han agotado.

Esta teoría de la jerarquía surge con el fin de reducir y mejorar las ineficiencias en las decisiones de inversiones causadas u ocasionadas por la asimetría de la información.

Esta teoría es expuesta por los estudios empíricos realizados por Fran y Goyal (2002), en el que prueban esta teoría para un conjunto de empresas americanas desde 1971 hasta 1998. Del estudio, se puede obtener que las empresas pequeñas con alto crecimiento tienen una mayor dificultad para seguir el orden de jerarquía, en cambio, las grandes empresas sí encuentran situación de jerarquización. No obstante, estas situaciones no se dan de forma constante durante todo el periodo.

De la misma forma, Botempi (2002), realiza un trabajo de modelo empírico para la teoría de la jerarquización financiera considerando también la teoría del Trade-off. Este estudio es realizado con el fin de explicar sistemas híbridos de ambas teorías, a través del análisis de la relevancia que representa el modelo para las empresas italianas. Teniendo en cuenta que las características de las empresas en Italia es tener una fuerte relación con la banca, en este estudio los hallazgos confirman que las empresas italianas están divididas dentro de los tipos Trade-off y Pecking Order, donde se observa que la tendencia a corto plazo es financiarse primeramente con fondos generados internamente para sus inversiones. Sin embargo, los efectos fiscales, quiebra y agencia conducen a las empresas a elegir una ratio de deuda a largo plazo óptimo y de este modo pueden existir empresas para las que esta teoría puede tener validez. Esta autora, a su vez destaca que los modelos puros de Trade-off y jerarquización financiera no son representaciones realistas del actual contexto en el cual las empresas italianas operan, es decir, sólo explican una pequeña parte del comportamiento financiero de las compañías. Contrario a lo que usualmente es creído, la autora también afirma que las teorías de Trade-off y jerarquización financiera son compatibles y ambas necesarias.

Con relación a que una gran parte de la financiación externa toma la forma de acciones, Graham (2000) demuestra que algunas empresas usan deuda de forma conservadora y que estas compañías recurren más a las acciones que a la deuda. Este hallazgo, a su vez, es reforzado por las pruebas aportadas por Minton y Wruck (2001) y Lemmon y Zender (2001) quienes destacan que las compañías, durante muchos años, utilizaron más las acciones que la deuda en término medio.

2.2 TEORÍA DEL TRADE-OFF

Otra de las teorías a estudiar es la del *Trade-Off,* enunciada y propulsada por Modigliani-Miller (1953-1958) en la que plantean una metodología según la cual es posible el cálculo del nivel óptimo de endeudamiento maximizando con ello el valor de la empresa. Modigliani y Miller (MM), tienen la idea de que es irrelevante la relación entre la estructura de capital y el valor de mercado de la empresa, ya que el valor de ésta depende del valor de sus activos reales o la capacidad de estos de generar renta y no por los títulos que hayan sido emitidos. Esta propuesta de MM se hace bajo los criterios de mercados perfectos en los que no existen impuestos ni penalizaciones y no se dan situaciones de incertidumbre. En otras palabras, se podría explicar que, dada la política de inversión de la empresa, y haciendo abstracción de los impuestos y costes de transacción, la elección de la política de financiación no afecta al valor actual de la empresa en el mercado.

Una de las diferencias claras que existe entre esta teoría y la Teoría de la Jerarquía, antes enunciada, es que en la del Trade-off buscamos financiación con el objetivo de

maximizar el valor de la empresa, maximizar el valor del accionista y minimizar el coste del capital. En cambio, en la teoría de la Jerarquía, la empresa se debe financiar simplemente cuando ya no existe recursos internos financiables.

El modelo básico de Modigliani-Miller (MM) se desarrolla a partir de las siguientes hipótesis:

1) Los inversores individuales y las empresas pueden endeudarse al mismo tipo de interés.

2) El coste de la deuda es independiente del grado de endeudamiento de la empresa (de su riesgo financiero) y, además, la corriente de rendimientos de la deuda se considera segura. Es decir, todos los recursos de deuda tienen igual rendimiento, que coincide con el tipo de interés libre de riesgo del mercado.

3) Los inversores tienen expectativas homogéneas sobre beneficios y riesgo. Además, todos tienen la misma información y sin coste.

4) No existen impuestos ni costes de transacción.

5) Las empresas se agrupan en clases de riesgo equivalente y cada clase de riesgo incluye todas las empresas cuya actividad tiene el mismo nivel de riesgo económico.

En una última fase de estudio, las investigaciones se han centrado, por una parte, en la estimación de la velocidad con la que las empresas ajustan sus niveles de endeudamiento al objetivo que proporciona una estructura de capital óptima, compensando los costes y beneficios provocados por la deuda. Los costes de transacción afectan la velocidad a la que se produce dicho ajuste. Por otra parte, se analiza la evolución dinámica de la estructura de capital de las empresas en función de la etapa del ciclo de vida empresarial en el que esta se encuentre, y que influye de forma directa en las necesidades de inversión y financiación de la empresa.

El efecto de los costes de insolvencia ha sido objeto de un profundo debate en los estudios sobre la formación de la estructura financiera, en el cual se cuestiona su nivel de significación y si estos logran compensar los beneficios por la ventaja fiscal de la deuda.

Esta teoría es creada con el objetivo o finalidad de alcanzar una estructura de capital optima y precisa. Básicamente lo que intenta esta teoría es el cálculo del nivel óptimo de endeudamiento maximizando a su vez el valor de la empresa.

Existe un ejemplo para esta teoría del Trade-off en el que combina esta con la teoría de la jerarquía. Mira y Gracia en 2002 prueban ambas teorías para explicar la política financiera de las pequeñas y medianas empresas españolas durante un periodo de 5 años, desde 1994 hasta 1998. Los resultados obtenidos sugieren que ambos enfoques contribuyen a explicar la estructura de capital de las empresas. Sin embargo, encuentran evidencia de que las pymes intentan alcanzar un apalancamiento operativo (teoría de Trade-off), pero hay menor apoyo para la creencia de que las pequeñas y medianas empresas ajustan su nivel de apalancamiento a sus necesidades de financiación (teoría de la jerarquización). Se ratifica que la financiación a través de bancos es algo muy normal en este tipo de empresas, además ofrece más ventajas que obtener fondos de los mercados de capitales. Por último, también se confirma que las empresas con pocas oportunidades de inversión y altos flujos de fondos tienen bajos niveles de deuda, mientras que las compañías con fuertes expectativas de crecimiento y reducido flujo tienen altas ratios de deuda.

2.3 TEORÍA DE LA AGENCIA

Siguiendo con las teorías, tenemos la *Teoría de la Agencia* (Jensen y Meckling, 1976), en la que haremos más énfasis y profundizaremos mucho más. La relación de agencia se define como un contrato bajo el cual una o más personas llamadas principal contrata otra persona llamada agente para que desempeñe una actividad, la cual involucra una delegación de funciones y responsabilidad al agente y un pago convenido de acuerdo con circunstancias de comportamiento del agente y a los estados de la naturaleza.

Esta teoría se centra en los costes de transacción, al buscar la firma de un contrato, señala que la presencia de información asimétrica genera diferentes percepciones de riesgo pudiendo perjudicar a ambos participantes, provocando como resultado altas tasas de interés, aumento en costos de monitoreo de crédito, daño moral y selección adversa. Por lo tanto, se asume que la financiación exterior es más costosa que el financiamiento interno, debido a la asimetría de información y costos de supervisión o control.

Esta asimetría de información o información asimétrica genera varios problemas que se pueden dividir en dos: selección adversa y daño moral.

La asimetría de información entre dos partes puede originar al mantener una relación o contrato lo que Akerlof (1970) denominó efecto de selección adversa. A través de este concepto, se intenta explicar las situaciones en la que la parte menos informada no es capaz de distinguir buena o mala calidad o veracidad de lo ofrecido por la otra parte, por lo que acaba suponiendo que lo más probable es la posibilidad peor, ya que por norma general es la más interesante para el otro agente. En esta ocasión descrita, se explica un efecto de selección adversa, dado que se acabarán ofreciendo las peores calidades ya que no se diferencian de las buenas. Por el contrario, la información ofrecida, en numerosas ocasiones trata de cerciorarse y descubrirse a través de señales creíbles, que la empresa emisora obtenga algún beneficio con ello y le resulte costoso la propagación de información falsa.

El segundo problema es el del daño o riesgo moral, el cual se produce cuando existe la información asimétrica. El riesgo moral se podría definir cuando las acciones de una persona física o jurídica repercuten negativamente sobre otra persona o entidad. Esto, se puede entender más fácilmente cuando una entidad asume más riesgos en sus inversiones porque las ganancias van a ser para ellos mientras que las pérdidas las asume otra parte. Los problemas de riesgo moral surgen del incentivo que tienen los directivos para tomar decisiones o realizar actuaciones en beneficio propio. Los que sufren la parte negativa, no pueden hacer nada porque no hay información perfecta y no saben las intenciones exactas.

Las consecuencias de estas teorías o conductas pueden traducirse en mayores dificultades de acceso al crédito y también en restricciones una vez se accede al mismo. La entidad financiera puede poner restricciones o limitaciones en cantidad, en plazos de devolución o sobre los costes del crédito solicitado

La situación de agencia se presenta en muchas situaciones cotidianas, en el caso empresarial como relaciones de: accionistas-gerente, oferente de fondos- demandantes de fondos, gerente-subordinado.

La relación entre prestamistas (principal) y prestatarios se ajusta a la definición de la Teoría de la Agencia. Cuando una empresa adquiere deuda aparecen conflictos de interés entre los accionistas, que intentan maximizar su riqueza, y los poseedores de la deuda, interesados en la devolución del principal y los intereses.

Con respecto a la estructura de capital Jensen (1976), destaca dos relaciones como determinantes para tratar de explicar la estructura de capital de las pequeñas y

medianas compañías; relación entre accionistas y directivos y el conflicto entre los accionistas y los acreedores financieros. Ambas serán analizadas a continuación.

2.3.1 Relación entre accionistas y directivos

Con respecto a esta relación accionistas-directivos, se puede ver dañada principalmente por la insatisfacción de los directivos o administradores que no participan en proporción de las ganancias de su gestión empresarial. Por consiguiente, esto se podría traducir en el incurrimiento de gastos que hagan que aumente el beneficio personal de los administradores, a costa del valor de la firma.

Otro problema en esta relación es el señalado por Harris (1991), el cual consiste en la renuncia a liquidar la empresa cuando esta opción sea la más rentable para los accionistas. En este caso la existencia de deuda reduce el conflicto, ya que los acreedores sí estarían a favor de la liquidación de la firma.

La situación de selección adversa que se derivan de la información entre accionistas y directivos determinan la utilidad de la deuda como señal informativa, así como la preferencia de los directivos por la financiación interna.

Por consiguiente, cuanto menor sea la asimetría de información, relativa a las oportunidades de inversión de la empresa, entre estos dos agentes, menor será también la utilidad de la deuda como señal y por tanto se podría esperar estructuras financieras con un menor peso en la financiación ajena.

Por otro lado, se acerca la disponibilidad de financiación interna, en la idea de que, como consecuencia de la selección adversa derivada de la asimetría de información entre accionistas y directivos, éstos últimos tratan de evitar nuevas ampliaciones de capital, prefiriendo la financiación a través de fondos internos, que, además, frene al endeudamiento, evitan aumentos en el riesgo financiero.

En cuanto al riesgo moral entre estos dos agentes, se explicaría como que la posibilidad de que los directivos adopten comportamientos oportunistas provoca que los accionistas traten de controlar las decisiones directivas, así, evitan que se alejen del principal objetivo o meta de crear valor. A la misma vez, la posibilidad de que actúen los mecanismos de control, incentiva a los directivos a enseñar el paralelismo de sus decisiones con los objetivos de los accionistas.

2.3.2 Conflicto entre accionistas y los acreedores financieros

Jensen (1976) identifica la sobreinversión como la cuestión más importante entre la relación accionistas y acreedores. El problema de la sobreinversión se refiere a la situación, en la cual, una vez otorgado el crédito, el nuevo proyecto financiado con deudas a una tasa mayor que la anterior deuda, hace que aumente el riesgo para toda la deuda y con la disminución del valor de mercado. Ante esta variante, los directivos o administradores pueden verse en la situación de emprender proyectos con demasiado riesgo, dado que en el caso de fracaso los mayores perjudicados sean los acreedores del crédito. Este problema podría ser un ejemplo de riesgo moral, anteriormente enunciado, para los bancos. Es decir, la entidad inversionista podría ocultar información o riesgos contraídos con la inversión, existiendo entonces información asimétrica entre prestamista y prestatario.

Aunque es Diamond (1989) quien difiere con las afirmaciones de Jensen debido a que Diamond introduce la variante de la reputación. Desde su punto de vista, la reputación es un activo que los accionistas o administradores intentan no ver mermado su valor, por lo que puede que en base a su reputación no tomen decisiones erróneas o con demasiado riesgo.

Las situaciones de selección adversa derivadas de la asimetría de información también se producen en la relación entre accionistas y acreedores financieros al solicitar nueva financiación. En este caso, los efectos de selección adversa se refieren a los aumentos en el riesgo de los deudores que recalan en incrementos del tipo de interés o en las garantías exigidas por la entidad financiera. La disponibilidad de información sobre la situación de solvencia de los prestatarios potenciales es por tanto variable que discrimina qué empresas pueden recibir crédito y cuales tendrán negado el acceso al mismo. En este sentido, entre las fuentes de información que reducen la información asimétrica, la mayor destacada seria la capacidad de autofinanciación.
La asimetría de información característica de los mercados financieros y los problemas de riesgo moral afectan directamente a esta relación de agentes. Principalmente, la primera causa es la no capacidad de los prestatarios o acreedores financieros para inferir en las decisiones empresariales una vez concedida la deuda.

Esta información asimétrica, puede favorecer las decisiones oportunistas en perjuicio de los acreedores financieros, como pueden ser la distribución inesperada de dividendos, la emisión de deuda y la realización de inversiones. Una de las posibles soluciones ante esta problemática es haciendo saber a los acreedores financieros los movimientos empresariales próximos. Pero esta solución no está obligada a ofrecerla las empresas y en muy pocos casos se ejercerá. Así que, ante este inconveniente los acreedores se ven motivados a no estar siempre interesados en la concesión de financiación y prefieren en muchos casos racionar el crédito.

2.3.3 Teoría del Racionamiento de Crédito

Esta última teoría de la Teoría de la Agencia engloba también la Teoría del Racionamiento de Crédito enunciada por Stiglitz y Weiss en 1981. Esta, explica el funcionamiento de los bancos para conceder préstamos en función de la tasa de tipo de interés que se espera recibir y el riesgo que involucra el mismo. Dicha tasa puede ser afectada por dos aspectos: el efecto de selección adversa y el efecto incentivo de las acciones de los prestatarios o deudores. En el primer caso, la selección adversa de la tasa de interés se refiere a las diferentes posibilidades que tienen los deudores de reponer el préstamo, como el banco no puede conocer fácilmente quienes son buenos clientes, deberá utilizar diversos mecanismos para identificar al mejor prestatario. Sin embargo, el banco tampoco puede controlar o vigilar las acciones de los deudores (efecto de incentivo), debiendo establecer formas de asesoramiento a éstos para la toma de decisiones que resguarden sus intereses, mediante las cláusulas del contrato. Por otro lado, buscará la forma de atraer a prestatarios que representen un riesgo menor, afectando el contexto de la PYME, puesto que constituyen un riesgo mayor, generando la problemática característica de este tipo de empresas. En cuanto al racionamiento de crédito, se puede entender como dar menos créditos que los que por lógica de mercado se deberían conceder.

Stiglitz realiza cuatro definiciones de racionamiento:

1. Racionamiento de tipo de interés. Se produce cuando el prestatario no consigue el volumen de crédito al tipo de interés corriente porque el banco aplica una tarifa más elevada en cuanto mayor sea la cantidad del crédito demandada. El banco entiende que mientras más volumen de crédito mayor es el riesgo de no ser devuelto.

2. Racionamiento por discrepancia de criterios. Este método resulta cuando prestamistas y prestatarios no coinciden en la valoración de los riesgos. Teniendo el prestatario una valoración inferior del riesgo, es decir, espera un tipo de interés menor al que finalmente el banco está dispuesto a prestar.

3. Racionamiento por falta de rentabilidad. En esta situación, una vez el banco clasifica al cliente de acuerdo con el riesgo que entraña operar con él, decide no conceder el préstamo ya que sus costes en los que incurre no son menores que las ganancias medias del sector.

4. Racionamiento puro. Los bancos no distinguen unos prestatarios de otros de modo que coinciden en no atender el total.

Esta teoría de racionamiento de crédito tiene como objetivo principal el estudio de las limitaciones que tienen las PYMES principalmente en la concesión de créditos o préstamos y las causas de estas.

Según Winker (1999) en un estudio de modelo empírico, en el que recoge datos para comprobar el racionamiento del crédito en empresas manufactureras en Alemania. El investigador tiene como factores que determinan el acceso al crédito la información asimétrica, la edad y el tamaño de la empresa. Es así, como las empresas de menor edad o antigüedad tienen más restricciones de acceso a financiación. No obstante, unos de los factores que afecta con agudeza a la concesión de créditos es el de las expectativas de crecimiento que se tenga sobre la empresa. Ya que, aunque sea una empresa pequeña puede tener unas muy altas expectativas de créditos y ser más fácil la obtención de financiación.

Si en el mercado de crédito existen restricciones hacia el mismo, es fundamental para las empresas que puedan detectarlas. Por consiguiente, en caso de que existan casos de racionamiento de crédito, habrá que estudiar y ver por qué razones se han producido.

Siguiendo los pasos de la Teoría de la Agencia y volviendo a ella, es razonable pensar que una empresa que tenga una relación previa con una entidad financiera tendrá un mayor conocimiento sobre la misma y por lo tanto los costes de estudios de la operación y los riesgos van a ser menores. Por lo cual, las empresas que tengan vínculos anteriores tendrán menos restricciones o menos dificultades a la hora de concesión de créditos que las empresas que intenten relacionarse por primera vez con la entidad de crédito.

Resulta de especial interés destacar un estudio realizado por Ongena y Smith (2000) donde se realiza una clasificación de las ventajas de las relaciones entre bancos y empresas. Se dividen en cuatro categorías:

- Incremento de la flexibilidad en la negociación: siempre será más fácil negociar las condiciones de un contrato de financiación si anteriormente ha existido un vínculo positivo entre las dos partes.
- Aumento del control ejercido por la entidad de crédito. Rajan (19992) propone que el intermediario financiero revise las actividades de la empresa y obtenga información privada de ella. De esta forma la entidad financiera puede discriminar entre las distintas inversiones y hacer un uso más racional de los fondos.
- Desarrollo de una reputación. Aquellas empresas que renueven sus préstamos de forma reiterada construirán una reputación como buenos prestatarios. Según Diamond (1991), la sola posibilidad de que una sociedad arruine su reputación reduce la posibilidad de que se produzca algún impago.
- Confidencialidad.

Una relación larga y duradera también afecta positivamente en cuanto a costes y restricciones de la financiación solicitada.

En relación con el número de entidades con las que se deben de trabajar, hay dos posturas: trabajar con un número reducido o incluso una entidad financiera y la de trabajar con varias.

Con respecto a la primera idea de trabajar con pocas o solamente una, puede tener el beneficio de que los costes de información van a ser menores y se van a reducir así las asimetrías de información. Aunque esto puede hacer desaprovechar a las empresas oportunidades de ofertas o de productos en los que otros bancos son líderes.

Por el contrario, si se trabaja o tiene relaciones con varias entidades, la competencia entre ellas va a ser mayor y por lo tanto pueden luchar por conseguir un cliente y así puede que reduzcan el coste de los préstamos o den algunas facilidades. En este caso existiría una relación inversa entre el coste financiero y el número de entidades. (D'Auria et al., 1999; Hernández y Martínez, 2004 y 2005).

A continuación, se presenta un cuadro comparativo con las diferentes teorías enunciadas y las principales características de cada una de ellas:

Teorías	Definición	Características	Ejemplos
Teoría jerarquía o Pecking Order Theory **(Myers y Majluf, 1984)**	Se centra en la explicación de la financiación de las PYMES. Se fundamenta con la existencia de información asimétrica entre las empresas y los mercados de capitales. Las compañías buscan evitar el riesgo de las asimetrías de información y buscan maximizar su valor siguiendo un orden de financiación	Según esta teoría el orden a seguir es el siguiente: 1.Beneficios retenidos 2.Emisión de deuda 3.Aumento de capital con deuda publica 4. Emisión nuevas acciones.	Frank y Goyal, 2002. Botempi, 2002. Graham, 2000.
Teoría del Trade-off **(Modigliani-Miller,** **1953-1958)**	Se plantea una metodología según la misma es posible el cálculo del nivel óptimo de endeudamiento maximizando con ello el valor de mercado de la empresa. Esto, se explica porque el valor de la empresa depende del valor de sus activos reales o de la capacidad de estos de generar renta y no por los títulos que hayan sido emitidos.	Esta teoría se desarrolla a partir de las siguientes hipótesis: 1. inversores empresas pueden endeudar al mismo ¨i¨. 2.coste deuda es independiente al grado de endeudamiento de la empresa (riesgo financiero) 3.inversores poseen la misma información 4. no existen impuestos ni costes de transacción	Mira y Gracia, 2002.
Teoría de la Agencia **(Jensen y Meckling, 1976)**	Agencia: contrato bajo el cual una o más personas llamadas principal contrata otra persona llamada agente para que realice una serie de funciones. Hace frente a los conflictos de interés entre los accionistas, que intentan maximizar su riqueza, y los poseedores de la deuda, interesados en la devolución del principal e intereses.	Se centra en los costes de transacción, señala que la presencia de información asimétrica genera diferentes percepciones de riesgo. Esto puede provocar altas tasas de interés, aumento de costes de monitoreo, daño moral y selección adversa.	Ongena y Smith, 2000.
Teoría del Racionamiento de Crédito **(Stiglitz y Weiss, 1981)**	Explica el funcionamiento de los bancos para conceder préstamos en función de la tasa de tipo de interés que se espera recibir y el riesgo que involucra el mismo. Dicha tasa se puede ver afectada por: Selección adversa: posibilidades de que el préstamo sea devuelto o no. El banco utiliza mecanismo para conocer a las empresas ¨buenas pagadoras¨ Bancos buscarán empresas que presenten un riesgo menor. (no es el caso de las PYMES)	1. racionamiento de tipo de interés. 2. racionamiento por discrepancia de criterios. 3. Racionamiento por falta de rentabilidad. 4. racionamiento puro. Objetivo: estudio de las limitaciones que tienen las PYMES especialmente en la concesión de financiación.	Winker, 1999.

Tabla 1. Comparación distintas teorías

Fuente: Elaboración propia

2.4 PRINCIPALES OBSTÁCULOS AL FINANCIAMIENTO BANCARIO

Cuando un emprendedor decide iniciar el camino de ejecutar un nuevo proyecto, uno de los principales pasos es conseguir una financiación adecuada. Normalmente esta financiación procede de las entidades bancarias a las que hay que convencer a través de un buen proyecto de la viabilidad económica del proyecto para conseguir esa financiación.

De la misma manera cuando un empresario decide invertir en una ampliación de su negocio la opción más utilizada es volver a acudir al banco para intentar la concesión de un crédito. También es buena idea la inversión a través de recursos propios, *(ya hablamos en la teoría de la jerarquía que esta opción es de las primeras para la financiación)* pero no todas las empresas tienen esa liquidez inmediata que se necesita para llevar a cabo la inversión.

Por último, una situación más que habitual en los actuales tiempos de crisis es la de aquellos empresarios que necesitan refinanciar con las entidades financieras sus deudas para poder seguir adelante con sus negocios, ante la imposibilidad de poder hacer frente a sus obligaciones con dichas entidades. En estas ocasiones es casi imposible aportar recursos propios y el único medio de supervivencia es acudir a la refinanciación de la deuda.

Con estas tres situaciones descritas se puede tener una idea de la importancia que tiene el sector bancario para las pequeñas y medianas empresas.

A través de la siguiente tabla y a modo de esquematizar las diferentes dificultades más comunes que se pueden encontrar las PYMES cuando buscan financiación se ha realizado el siguiente cuadro

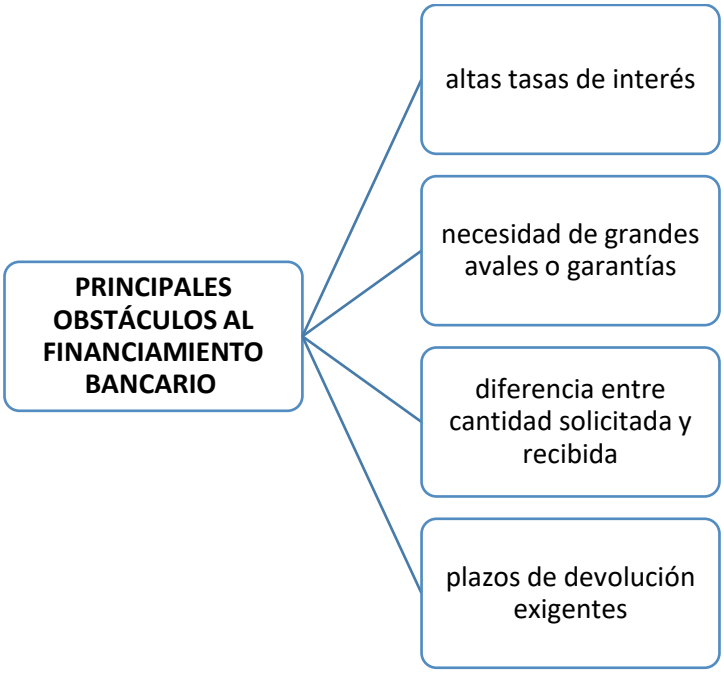

Tabla 2. Principales obstáculos para la financiación

Fuente: Elaboración propia

Como anteriormente se ha mencionado, son muchas las PYMES que tienen que superar numerosos obstáculos o dificultades para poder acceder a financiación bancario. Los

anteriores estudios empíricos realizados señalan como los principales obstáculos: las altas tasas de interés, los requerimientos específicos como la posesión de una garantía o aval, gran dificultad para acceder a financiación a largo plazo o la necesidad de contar con un contacto especial por parte del banco (Beck, 2002, 2003, 2006, 2007).

Otro obstáculo y no menos importante es la diferencia entre la cantidad solicitada y la recibida, que, en la mayoría de las situaciones, hay bastante diferencia debido a las comisiones que se cobran. También se habla en el estudio las pocas fuentes alternativas a las que acudir para financiarse. Mas adelante, se conocerán algunas que pueden ser de ayuda para las PYMES para obtener financiación.

Con respecto al concepto de garantía, es algo muy normal en la relación entre prestamistas y prestatarios y con ella se pretende mitigar la información asimétrica y con ello reducir riesgo de impago. Cuanto mayor sea el respaldo de bienes o avalistas más fácil será la admisión de un crédito y mejores serán sus condiciones. Pero esta es otra barrera que se encuentran las PYMES para alcanzar financiación, la posibilidad de poseer un aval o alguna garantía que sea suficiente con la requerida por las entidades que ofrecen financiación. Normalmente las pequeñas y medianas empresas no tienen suficiente inmovilizado para poder poner en garantía con la finalidad de que se le conceda cualquier tipo de préstamo. Como consecuencia de la falta de avales o garantías existen otros mecanismos opcionales a los que la pyme puede acudir en busca de garantía o avales y que pueden ayudarle en el acceso a la financiación.

Como ya se sabe esta última crisis sufrida mundialmente tuvo como no pudo ser de otra manera grandes repercusiones y consecuencias en las empresas españolas y especialmente en las PYMES. Con respecto a lo ocurrido en los últimos años, desde 2008, la crisis financiera produjo una importante contracción y restricción de los créditos bancarios. Los indicadores de la financiación bancaria a las empresas mostraban un menor dinamismo debido a diversas causas: las expectativas menos favorables sobre crecimiento, los niveles de endeudamiento alcanzados que propiciaron una progresiva modulación de la demanda de crédito de los agentes privados, el debilitamiento previsto de la actividad económica y el endurecimiento de las condiciones crediticias por parte de los intermediarios financieros. Esta menor concesión de créditos la podemos relacionar con la teoría del racionamiento de crédito que antes hemos descrito.

Pero esta situación se acentúa aún más en las pequeñas y medianas empresas ya que su financiamiento depende casi exclusivamente de los créditos o préstamos bancarios.

Según la “Encuesta sobre el acceso de las PYMES a la financiación ajena” realizada por el Consejo Superior de Cámaras de Comercio, en el tercer trimestre del 2012, el 27,7% de las PYMES han intentado obtener financiación externa, confirmando una clara tendencia decreciente iniciada en el primer cuatrimestre del 2012 (47,8%). El promedio en los años 2010 y 2011 ascendía a 68,9%. En este mismo periodo, el tercer trimestre del 2012, del total de PYMES que intentaron acceder a la financiación ajena un 69,3% la obtuvieron. Sin embargo, han aumentado los obstáculos para acceder a la financiación. Un 63,5% de las empresas recibieron un préstamo, pero en condiciones más duras, frente a un 25,5% cuya solicitud fue rechazada por parte de la entidad bancaria (Consejo Superior de Cámaras de Comercio, 2012). Según este informe, la principal causa de esta situación es la insuficiencia de garantías, hecho que se produce en el 65,7% de los casos, frente al 46,7% en 2011. Por lo que respecta, no solo han aumentado el número de empresas que no obtienen financiación con respecto a 2011, sino que también las condiciones de estas son más duras.

El siguiente gráfico es una muestra de cómo las PYMES que han intentado la financiación bancaria para su endeudamiento han disminuido, debido a que los costes han sido más elevados o los plazos menos cómodos para estas empresas.

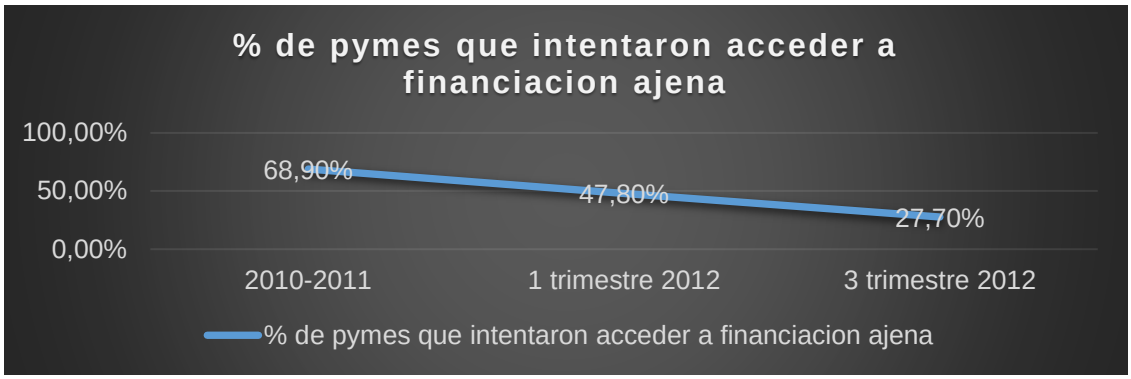

Tabla 3. Porcentaje PYMES con intención de acceder a crédito bancario

Fuente: Elaboración propia

3 ESTUDIO EMPÍRICO

A través de este apartado se procederá a la realización del estudio empírico y el análisis de este a través de una serie de hipótesis. Todo ello para acabar con el siguiente punto mediante una conclusión del trabajo. Para este estudio partiremos con una muestra a la que mediante una regresión lineal múltiple y en base a unas hipótesis se obtendrá unos resultados que serán analizados con el objetivo de saber cuales son las causas más condicionantes de las restricciones con las que se presenta la PYME para acceder a financiación.

Antes de realizar el estudio antes encabezado, se analizará la población objetivo y se hará una pequeña explicación de la muestra obtenida o resultante. Posteriormente, se definirá a lo que se ha considerado PYME durante todo el trabajo. Con todo esto explicado y enunciado se dará paso al estudio empírico.

3.1 ANÁLISIS DE LA POBLACIÓN OBJETIVO Y LA MUESTRA

Nuestra población objetivo son todas las pequeñas y medianas empresas a partir de 10 empleados de la provincia de Sevilla. El número de empleado elegido es superior a diez para rechazar las empresas llamadas microempresas y con ello se obtendrá una muestra más consistente y representativa, ya que el número de esta se verá reducida en miles de empresas. El marco de selección de la muestra fue la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), que puede asimilarse a una subpoblación obtenida de manera aleatoria a partir de la población original y, en consecuencia, se garantiza la aleatoriedad de los datos y su representatividad. Una de las causas de la elección de SABI es porque es una base de datos representativa de la realidad empresarial española y a la que se puede acceder a los datos de millones de empresas de toda la Península Ibérica. Las empresas seleccionadas están dentro de unos determinados criterios o particularidades.

Los criterios para la elección de esta muestra son:

- Región: Sevilla.
- Número de empleados: entre 10 y 250.
- Nivel de ingresos de explotación o volumen de negocio: entre 2 millones y 50 millones de euros. Siendo los datos escogidos los del año 2017.
- Volumen de activos en balance: superior a 2 millones e inferior a 43 millones de euros. Escogiendo también los datos de 2017.
- Todas las empresas deberán tener actividad.

A través de la tabla 4, facilitada posteriormente se sintetiza los principales valores obtenidos de la muestra que ha sido obtenida en SABI, activos fijos, ratio endeudamiento, rentabilidad económica (ROA), ingresos de explotación, número de empleados y edad.

A la vista de los resultados obtenidos en la tabla 4 se pueden comentar algunos de ellos.

Para empezar, hay que decir que como media, casi un 35% de la financiación proviene de fuentes externas o ajenas. He de comentar que esta media proviene de unos resultados muy dispares y que dependiendo de otros factores empresariales (edad, activos fijos, numero empleados, ingresos), si se cogiera una empresa al azar esta ratio podría variar con bastante importancia. De hecho, se puede comprobar con los resultados de la desviación típica que se marca en más de 100%, exactamente 103,96%. Esto se debe a que como marca la tabla hay empresas en la muestra obtenida

que bien está financiada al 0% de recursos ajenos, es decir, no tienen financiación externa y otras que están financiadas externamente, por ejemplo, al 3.218 %.

Por otra parte, para la descripción de los resultados de las variables independientes, pasaría en algunas de ellas como con la ratio de endeudamiento. Pues bien, tanto los activos fijos, la rentabilidad económica y los ingresos de explotación presentan una determinada media (1.065.000 €, 3,82% y 8.997.000 €) pero también se obtiene una desviación típica muy elevada. Es decir, hay resultados de la muestra que se encuentran bastante alejados de la media. Esto es algo usual ya que se han recogido datos de casi 1.000 empresas diferentes siendo en estas variables muy amplios los márgenes.

Para acabar con la descripción de los resultados de las variables independientes se verán los de los números de empleados y la edad de las empresas. El número de empleados, están acotados. Al ser el estudio solo de PYMES estarán entre 11 y 250 empleados. La media de estos es de 49 empleados, pero, en caso de haber incluido las empresas con menos de 11 trabajadores la media mermaría considerablemente ya que más del 50% de las empresas españolas sin microempresas. Con respecto a la edad de las empresas, se puede observar que la media de la muestra obtenida es de 25 años. Aunque se han conseguido datos de empresas de hasta 106 años de historia la mayoría de las empresas se sitúan en torno a los 25 años de antigüedad.

	Resultados	**Media**	**Desviación típica**	**Máximo**	**Mínimo**
Ratio endeudamiento (%)	946	34,18	103,96	3.218,25	0,00
Activos fijos (miles de euros)	946	1.065	2662	35621	3
Rentabilidad económica (%)	946	3,82	82,127	80,04	-2,60
Ingresos explotación (miles de euros)	946	8997	8588	49725	0,576
Número empleados	946	49	44,65	250	11
Edad (años)	946	25	13,64	106	1

Tabla 4. Síntesis datos obtenidos en SABI

Fuente: Elaboración propia

3.2 DEFINICIÓN DE PYME

Se considera PYME a las pequeñas y medianas empresas. Considerando pequeñas y medianas las siguientes:

1. Microempresa. Aquella que tiene hasta 10 trabajadores y que su volumen de negocio o su balance no supera los dos millones de euros

2. Pequeña empresa. Entidad que cuente con más de 10 trabajadores y menos de 50, y que su volumen de negocio o su balance sea inferior o igual a 10 millones de euros.
3. Mediana empresa. Tendrá más de 50 trabajadores, pero menos de 250. Su volumen de negocio será menor o igual a 50 millones de euros o tendrá un balance que no sea superior a los 43 millones de euros.

3.3 REGRESIÓN LINEAL. RESULTADOS.

Con la idea de efectuar este estudio empírico se han creado una serie de hipótesis, a las que posteriormente se analizarán algunas de sus variables para explicar dicho estudio o trabajo. Es decir, se intentará explicar qué efecto tienen o de qué forma afecta cada una de las variables dependientes a través del estudio de algunas hipótesis. Estas hipótesis nombradas se han realizado a través de las teorías que han sido explicadas en el punto anterior. A continuación, se nombrarán y se procederá a su explicación de cada una de ellas:

- Hipótesis 1: tamaño y edad de la pyme influyen en el nivel de endeudamiento.

Cowling y Mitchell (2003), comentan que existen otros factores que influyen de manera directa en la consecución del crédito. Como puede ser la finalidad con la que se solicita el préstamo, ya sea para activos fijos o activos circulantes. Ya que si es para activos fijos el acceso a la financiación es mucho más fácil que si solicita para financiar el circulante.

Por otra parte, Baas y Schooten (2006) mediante el análisis de los costes incurridos por el banco, al asignar un préstamo a una pequeña empresa y su impacto en la curva de beneficios del banco, contrariamente a lo que se piensa de la relación bancaria, intentan demostrar que, en mercados financieros donde los bancos confían sólo en la relación de préstamo, como elemento determinante para la autorización de un crédito, a los prestatarios le son cobradas altas tipos de interés.

Los intermediarios bancarios, necesitan tener a disposición los datos confiables económicos y financieros de las PYMES que demanda ese acceso a financiación. Por desgracia, la información que suministra las PYMES es escasa y a veces errónea. Estos datos limitados o sesgados pueden ser debido a que este tipo de empresas no requieren que lleven una contabilidad y en la mayoría de ellas no están sometidas a una auditoría o revisión de sus cuentas. Todo esto, tiene como resultado que los intermediarios financieros no dispongan de otra fuente de información que la relación bancaria, pero esta información muchas veces sólo está disponible para el banco que contrata con la empresa, lo que coloca a los pequeños empresarios en una situación de desventaja (Bass y Schooten, 2006).

Esta hipótesis que relaciona la edad y el tamaño con el nivel de endeudamiento se puede relacionar en una gran medida con la teoría de la agencia, especialmente con la Teoría del Racionamiento de crédito. Esto es, porque la información asimétrica juega una labor determinante dentro de esta teoría, en la cual, se explica que, en muchos casos, la información aportada por las pequeñas y medianas empresas no muestra fielmente la realidad de estas. Con ello, a través de esta información asimétrica las entidades financieras en ocasiones pueden respaldarse con una subida de los costes a incurrir por las empresas, así como las barreras o impedimentos, en forma de condiciones, que pueden exponer una entidad financiera a la hora de conceder créditos.

- Hipótesis 2: El nivel de activos fijos de una empresa esta positivamente relacionado con el nivel de endeudamiento.

Cowling y Mitchell (2003), comentan que existen otros factores que influyen de manera directa en la consecución del crédito. Como puede ser la finalidad con la que se solicita el préstamo, ya sea para activos fijos o activos circulantes. Ya que si es para activos fijos el acceso a la financiación es mucho más fácil que si solicita para financiar el circulante.

La capacidad que tenga cada entidad para ser capaz de financiarse con sus propios recursos tomará un papel clave en el nivel de endeudamiento de cada una. Ya que como comenta la Teoría de la Preferencias Jerárquicas o Pecking Order, la empresa que tenga una capacidad de generar recursos internos con la finalidad de utilizarlos para la propia financiación el nivel de endeudamiento será menor. Esto quiere decir, que si una empresa es capaz de sacarle una rentabilidad conveniente a unos activos fijos el nivel de endeudamiento podría ser más bajo.

Por otra parte, también se puede relacionar esta hipótesis con la teoría del racionamiento de crédito. Esto se podría explicar comentando que un banco podría estimar más oportuno la concesión de un préstamo o de menor coste si este está destinado a la inversión de activos con mayor plazo, permanecer en la empresa y generar rentabilidades futuras que si por el contrario se destina a la adquisición de activos circulante.

Por lo tanto, la tercera hipótesis planteada será:

- Hipótesis 3: la capacidad de generar recursos internamente será inversamente proporcional al nivel de endeudamiento de la empresa.

Esta hipótesis ha sido defendida por Jensen (1992) y está basada principalmente en la Teoría de las Preferencias Jerárquicas. Esta tercera hipótesis nos viene a decir que, si una empresa posee unos activos capaces de generar altos flujos y rentabilidades, y la empresa decide dedicarlos a la amortización de deuda o incluso a la financiación directa de proyectos e inversiones el nivel o ratio de endeudamiento de esta será más pequeño. Si, por el contrario, una empresa no es capaz de generar a través de sus activos los suficientes recursos internos tendrá que acudir a la financiación externa y con ello el porcentaje de endeudamiento de la entidad será creciente.

- Hipótesis 4: Existe relación entre la información que presenta la Pyme ante los intermediarios financieros y la aprobación de un crédito. (reducción de asimetría de información).

Los intermediarios financieros necesitan tener suficiente y una segura información financiera de las PYMES. En este tipo de empresas la información es escasa debido a que no tiene obligatoriedad de publicación en su mayoría.

Todo esto lleva a que los intermediarios solo dispongan de una única fuente de información y por lo tanto la sea escasa para conceder financiación a un precio razonable o simplemente para aceptar el financiamiento.

Con todo lo explicado anteriormente esta cuarta hipótesis se puede relacionar directamente con las teorías de las preferencias jerárquicas y la teoría de la agencia. En ambas se explica y se da bastante importancia a la información asimétrica.

en estas pequeñas y medianas empresas los directores de estas manejan más información interna que los agentes externos a estas empresas. Esto hace que los directores intenten a través de la información asimétrica maximizar la capacidad de endeudamiento. Pero claro, los prestamistas también son conocedores de esta práctica en este tipo de empresas e intentan mitigar esta información asimétrica a través de informes de auditorías o certificaciones que acrediten la validez de las cuentas empresariales.

A través de esta cuarta hipótesis podemos relacionar y presentar la quinta como:

- Hipótesis 5: Existe una positiva relación entre el tipo de garantías que exigen los bancos a la PYME y la aprobación de un crédito.

Entre los factores que mencionan Beck (2007) en su estudio, sobre factores que afectan a la economía de familias de escasos recursos y pequeñas empresas, destaca el de información asimétrica, costes de transacción y costes aplicados obligatoriamente en contratos de deuda, debido a que los prestatarios no cuentan con garantías colaterales, un historial crediticio o conexiones con personal que labore en el banco.

El requisito de garantía juega un papel fundamental en la concesión de créditos, especialmente para las PYMES. En general la relación entre prestamista y entidad puede ver afectada por el origen de la selección adversa, información asimétrica y el daño moral. Por este motivo la garantía tiene un papel clave en la relación entre las partes antes mencionada (Voordeckers y Steijvers, 2006).

Como es lógico pensar, una empresa que tenga unos activos con mayor valor para poder cubrir un supuesto impago por parte del prestatario tendrá menos dificultades a la hora de concesión de créditos. Esto, es en una gran parte porque con esa garantía se elimina uno de los grandes problemas que se le presentan a los bancos con las PYMES, la información asimétrica.

La teoría del racionamiento de crédito es muy aplicable a esta teoría ya que la entidad bancaria intenta mejorar el reparto de la concesión de créditos a través de las garantías. Es decir, demandan unas garantías en función de la empresa y el tipo de préstamo solicitado para que como se ha dicho anteriormente en caso de impago de este, el banco este cubierto frente a esa posibilidad.

Una vez enunciadas dichas hipótesis, se dará paso a la explicación o definición de la herramienta utilizada para ejecutar este estudio empírico.

Para llevar a cabo el análisis empírico, se procederá a la realización de una regresión lineal múltiple. Esta, es definida como una técnica de análisis multivariante en la que se establece una relación funcional entre una variable dependiente o a explicar y una serie de variables independientes o explicativas, en la que se estiman los coeficientes de regresión que determinan el efecto que las variaciones de las variables independientes tienen sobre el comportamiento de la variable dependiente.

La regresión lineal múltiple, en este trabajo se ha utilizado para explicar la relación existente entre el nivel de endeudamiento de las empresas (variable dependiente) y una serie de variables independientes. Estas variables independientes serán utilizadas de las hipótesis que han sido planteadas, exactamente son: el nivel de activos fijos, la rentabilidad económica o ROA, el último número de empleados, y la edad o antigüedad de la sociedad.

A través de la regresión lineal múltiple obtendremos unos indicadores que en su análisis nos determinará la relación que guarda, bien cada una de las variables independientes o bien todas en su conjunto con el nivel de endeudamiento.

Los coeficientes que se estudiarán a esta regresión lineal serán, primeramente, el coeficiente de regresión. Éste, consiste en una medida del grado de relación existente entre la variable dependiente y las independientes, es decir, cuánto está determinada entre una y las otras independientes.

A continuación, se adjunta el coeficiente de regresión obtenido en la regresión lineal múltiple realizada:

Coeficiente de determinación R^2	0,9210

Tabla 5. Resultado coeficiente regresión (R^2)

Fuente: Elaboración propia

Del resultado obtenido del coeficiente de regresión, se puede comentar que es elevado, lo cual quiere decir que es un modelo en cuyas estimaciones se ajustan bastante bien al nivel de endeudamiento. Aunque técnicamente no sería correcto, se podría decir que las variables independientes explican en un 92,10% los resultados de la variable dependiente.

Otro de los coeficientes a analizar será la probabilidad de cada una de las variables (p-valor). Este resultado nos indica si la variable es significativa sobre la variable dependiente. Si se obtiene una probabilidad menor a 0.05 nos indica que para una probabilidad del 95% es muy improbable que los resultados obtenidos se deban a la casualidad, es decir, están explicados por la variable independiente. Por el contrario, si obtenemos un valor superior al 0.05, es más probable que los resultados de las variables dependientes sean producto de la casualidad y no estén explicados por la independiente.

Los resultados obtenidos de la probabilidad de las variables se facilitan en la siguiente tabla:

Variables	**Probabilidad**
Activos fijos	0,0610
Rentabilidad Económica (ROA) (%	0,00
Ultimo número empleados	0,719
EDAD	0,000

Tabla 6. Resultado probabilidad de las variables independientes.

Fuente: Elaboración propia

De estos resultados se pueden de decir que todas las variables exceptuando el número de empleados presenta una probabilidad menor o muy cercana a 0.05. Esto, viene a interpretarse como que para una probabilidad de aproximadamente un 95% la rentabilidad económica y la edad de la empresa son variables significativas sobre la variable dependiente del nivel de endeudamiento, es decir, no son producto de la casualidad en la mayoría de los casos. Por el contrario, el resultado de la probabilidad de las variables independientes del número de empleados y del nivel de activos fijos es elevado a 0.05. Como se puede observar en el cuadro resultante, para el número de empleados es 0.719 y para los activos fijos 0.0610, por lo que estas variables no serían significativas sobre el nivel de endeudamiento.

Además, al realizar esta regresión también se ha obtenido resultados del valor F. Este valor, es el resultante del llamado Test-F, el cual, nos indica el nivel de relación que tiene cada variable independiente con la dependiente. A continuación, en la tabla 5 se podrá ver dichos resultados.

Variables	***F***
Regresión	2743,45
activos fijos	3,52
Rentabilidad Económica (ROA) (%	10773,16
Ultimo número empleados	0,13
EDAD	44,22

Tabla 7. Resultado Test-F para las variables.

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en esta tabla 5 y como se ha comentado anteriormente en el análisis de la probabilidad, hay dos variables independientes, que al presentar unos valores de F bastante bajos no está demasiado relacionada con los posibles resultados de la variable dependiente. Estas variables independientes comentadas son tanto el nivel de activos fijos como el número de empleados. Por el contrario, se puede observar como las otras dos variables independientes, la rentabilidad económica y la edad, si se obtienen unos valores más altos, 10773,16 y 44,22 respectivamente. Esto nos quiere indicar que tiene una relación más fuerte o directa con respecto a la variable dependiente.

Por otra parte, se hará frente al estudio de la ecuación resultante de esta regresión. La ecuación de la regresión lineal determinará el tipo de relación que mantiene cada una de las variables independientes con el nivel de endeudamiento. Esta relación puede ser positiva, si es directamente proporcional a la variable dependiente o negativa, si es inversamente proporcional.

La ecuación obtenida tras el estudio es la mostrada a continuación:

Ratio de porcentaje de Endeudamiento = 50,77 + 0,000697 * activos fijos – 1,2115 * rentabilidad económica (ROA) – 0,0079 * último número empleados – 0,4836 * edad.

Tabla 8. Ecuación regresión lineal múltiple.

Fuente: Elaboración propia.

Analizando esta ecuación proveniente de la regresión, se podría comentar varias cosas. Una de ellas, es la relación mantenida de cada una de las variables independientes con el nivel de endeudamiento. Como se puede apreciar, la rentabilidad económica, el número de empleados y la edad presentan una relación inversamente proporcional respecto al porcentaje de endeudamiento. En el caso contrario se encuentran las demás variables independientes.

Como se ve, el nivel de activos fijos es directamente proporcional al porcentaje de endeudamiento. Es lógico pensar que se establezca este tipo de relación, ya que normalmente si una empresa desea adquirir activos fijos suelen llevar consigo una financiación o endeudamiento. También es importante que esta variable tiene una ponderación demasiado baja para marcar o explicar el nivel de endeudamiento a través de esta.

Adentrándonos en la variable de la rentabilidad económica (ROA=BAII/AT), tiene sentido esta relación inversa con la variable dependiente. Por ejemplo, un aumento de la ROA puede venir por una subida de los BAII y por consiguiente las necesidades de financiación podrían bajar o también puede ser por una disminución de los AT, en este caso la financiación para esos activos también se suprimiría. Pasaría todo lo contario en supuesto de que la ROA se viese disminuida. Esta variable de la rentabilidad económica es la que adopta más peso entre las demás, por lo que cualquier variación de esta modificaría en mayor medida la variable dependiente que cualquier otra independiente. Esto coincide con los estudios ejemplificativos de la Teoría de la Jerarquía anteriormente explicados.

Otra variable que mantiene una relación negativa es la de la edad. Una empresa, en sus primeros años es más propensa a obtener financiación a través de préstamos o créditos bancarios. Las empresas conformen van cumpliendo años y se asientan en el mercado son más capaces de financiarse a través de otras alternativas, ya sean por inversores externos, especuladores o por la utilización de sus propios beneficios obtenidos. Es por esto, que se explica la relación inversa que obtenida.

Para finalizar el estudio de la ecuación de la regresión lineal resultante, se explicará la relación de la variable del número de empleados con la dependiente del nivel de endeudamiento. El número de empleados junto con el nivel de activos fijos son dos

variables que presentan una ponderación muy baja con respecto las demás. Pero no por ello no quiere decir que no guarde una relación con el nivel de endeudamiento. Como se puede ver en la ecuación mantiene una relación inversamente proporcional. La conclusión que se podría obtener sería que una empresa, por regla general, que tiene un número de empleados mayor conlleva a que ésta puede estar más asentada o instaurada en el mercado por lo que sus recursos para financiarse propiamente serán mayores a empresas que tengan un número de empleados menor. Las empresas que presenten menor número de empleados no quieren decir que lleven poco tiempo en el mercado o que su volumen de negocio sea bajo, simplemente puede ser que estas empresas para llevar a cabo su actividad no necesiten un alto número de empleados. Es por esto último por lo que, en la ecuación, esta variable presente un peso o ponderación baja.

4 CONCLUSIÓN

A través de este trabajo se ha estudiado las diferentes dificultades que se les presentan a las pequeñas y medianas empresas cuando intentan acceder a préstamos o créditos financieros. Para ello, se ha hecho un estudio de diferentes teorías que hablan en profundidad de la financiación a estas empresas (Teoría de la Jerarquía, Teoría del Trade-off, Teoría de la agencia y, por último, la Teoría del Racionamiento de Crédito).

De la Teoría de la Jerarquía o Pecking Order se podría concluir, como bien afirma Fran y Goyal en su estudio, que solo las empresas más grandes y con un cierto recorrido serían capaces de seguir la jerarquía descrita. En cambio, las empresas más pequeñas les será mucho más difícil llegar hasta el punto jerárquico que señala esta teoría.

Avanzando en las teorías, Mira y Gracia contrasta mediante un estudio la teoría del Trade-off con la de la jerarquía concluyendo, así como que las empresas con pocas oportunidades de inversión y un alto flujo de fondos van a estar menos endeudadas que empresas que tenga unas expectativas altas de crecimiento y los flujos sean menos escasos. Creo que es una buena forma para concluir esta teoría del Trade-off.

Con respecto a la Teoría de la Agencia, como bien se define anteriormente es un contrato bajo el cual una o más personas llamadas principal contrata otra persona llamada agente para que desempeñe una actividad. Pues bien, Jensen 1976 destaca las dos relaciones de agencias más importantes: accionistas y directivos; accionistas y acreedores financieros.

Con respecto a la primera relación, Jensen (1976) concluye que existe un mayor riesgo ya que esta relación se podría traducir en el incurrimiento de gastos que hagan que aumente el beneficio personal de los administradores o directivos a costa del valor de la firma. También, Harris 1991 realiza una interesante reflexión comentando que la renuncia de los directivos a liquidar la empresa cuando más convenga a los accionistas se vería reducida con la existencia de deuda financiera, ya que los acreedores sí estarían a favor de la liquidación.

Para concluir esta teoría Jensen en 1976 destaca también la relación de accionista y acreedores. Jensen comenta que es conveniente, para la vertiente del accionista, una sobreinversión, ya que los directivos o administradores pueden verse en la situación de emprender proyectos con demasiado riesgo. Pero es Diamond, en 1989, quien difiere de esta afirmación incluyendo en esta conclusión de Jensen, el factor reputacional. Diamond, ve la reputación como activo empresarial que ni accionistas ni administradores quieren ver dañado.

Para finalizar, Winker en 1999 realiza un estudio para contrastar la Teoría del Racionamiento, en el concluye que las empresas con menor edad tienen más restricciones para acceder a financiación. Sin embargo, también afirma que la antigüedad de la empresa no es del todo vinculante para obtener financiación, si no que un gran factor para ello serían las expectativas de crecimiento esta obtiene.

Dejando a un lado estas teorías, con el fin de combatir estas barreras antes mencionadas, el estado ha creado algunas instituciones que tratan de dar soluciones a las empresas y hacer que las limitaciones, sobre todo, a las pequeñas empresas se vean mermadas.

Uno de los problemas más comunes e importantes que son causantes de las barreras u obstáculos para la financiación de las PYMES es la información asimétrica que existe entre estas y los acreedores financieros. La mayoría de pequeñas y medianas empresas no están sometidas a un control exhaustivo de sus cuentas anuales (por ejemplo, informes de auditorías) y, esto hace que las entidades financieras tengan que utilizar algunos mecanismos para protegerse de ello. Uno de estos mecanismos, es la solicitud a algunas empresas de informes de auditorías o certificaciones que validen sus cuentas.

Por otra parte, una herramienta más común para combatir esta información asimétrica los bancos o entidades financieras son las garantías o avales para que en caso de impago no el banco no sea el perjudicado. Para ello, existen una serie de instituciones que pueden ayudar a las pequeñas y medianas empresas a conseguir estos avales que se les piden para acceder a financiación. A continuación, se enunciará algunas variantes o ayudas de las que pueden apoyarse este tipo de empresas con el fin de conseguir una adecuada financiación para llevar a cabo la actividad empresarial.

Para ayudar a las PYMES a obtener estos avales o garantías se crearon la Sociedades de Garantía Recíproca. Tienen como objetivo principal la resolución de problemas de falta de avales de las PYMES prestando los mismos, para aquellas empresas que no les son fáciles de conseguir. En este sentido, las SGR se plantean como una solución a las dificultades de acceso a la financiación por parte de las PYMES. En España existe una Sociedad de Garantía Recíproca por cada una de las Comunidades Autónomas. La entidad de SGR operativa en Andalucía encargada de esta operativa de avales y garantías para las PYMES es Garántia, la cual es la consecuencia de una fusión, surgida en 2017, de las antiguas Suraval y Avalunión.

También existe en nuestro país mecanismos de financiación como la financiación pública que presenta una gran vía de interés para ciertos sectores estratégicos o para proyectos de interés social. Es el caso de ENISA, empresa pública dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo. Desde el año 1982 participa activamente a través de diferentes líneas de financiación en proyectos empresariales económicamente viables e innovadores. Ofrecen varias alternativas de financiación, pero tiene dos centradas exclusivamente a las PYMES: una, para PYMES de reciente constitución y otra, para PYMES ya consolidadas que busquen expansión y crecimiento.

Otra alternativa a la financiación bancaria puede ser la emisión de deuda propia. Esta alternativa a la financiación consiste en la emisión de títulos financieros en forma de deuda. Principalmente se realiza para hacer frente a pagos o proyectos de inversión a corto plazo, sobre todo para los compromisos de pago más inmediatos.

Una de las ultimas variantes a la clásica financiación, que está en auge y cada vez tiene más aceptación es el *crowdlending*. Esta forma de financiarse se basa en la aportación de préstamos de un grupo de particulares a la empresa. Así, a cambio de la aportación que suministran, estos particulares reciben como contraprestación la devolución del principal además de la tasa de interés pactada con anterioridad.

Otra alternativa al clásico financiamiento son las Sociedades de Capital-Riesgo, las cuales canalizan la inversión mediante la participación en el capital social de la pyme de forma minoritaria y temporal.

Últimamente se está utilizando una ya no tan nueva variante de financiación llamada leasing. El leasing es una práctica habitual en pequeñas y medianas empresas. Este tipo de financiación consiste en la cesión de derechos de un bien por parte del arrendador hacia el arrendatario. Este último, paga unas cuotas establecidas contractualmente en tiempo y cantidad y al final del periodo tiene la opción de adquirir dicho bien por una cantidad también acordada.

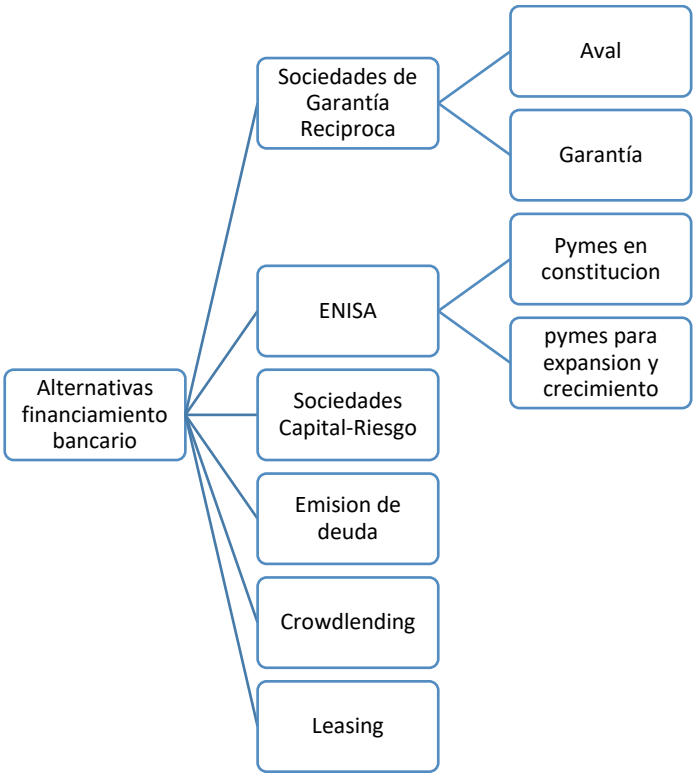

Tabla 7. Alternativas a la financiación bancaria

Fuente: Elaboración propia

A través del estudio empírico se ha podido ver cómo influye cada variable independiente al nivel de endeudamiento y la importancia que tienen cada uno sobre el mismo. Pues bien, tanto la rentabilidad económica (ROA) y la edad o antigüedad de la que dispone la empresa son las dos variables que hacen que las empresas dispongan de más o menos financiación externa o bancario.

Concluyendo con el estudio empírico se podría comentar, como es lógico, una empresa que disponga de una ratio ROA elevada hará frente a menor deuda ya que, o bien, sus beneficios serán mayores y podrá dispones de más fondos propios para financiarse, o bien, sus activos totales son menos elevados por lo que necesidad de financiación se verá mermada. Por otra parte, en el aspecto de la edad una empresa por regla general estará más endeuda cuanto más joven sea, por el contrario, las empresas con más antigüedad serán más capaces de buscar otras alternativas de financiación menos costosas. Esto último, confirma el ejemplo de la teoría del racionamiento de crédito de Winker (1999) que comentar que una empresa mientras mas años tenga de actividad mayor facilidad tendrá para endeudarse.

También es necesario destacar y recordar la importancia que tienen las PYMES en el tejido empresarial sevillano y, como no español. Casi dos terceras partes de los trabajadores en España se encuentran en las pequeñas y medianas empresas, por esto es tal la importancia de que estas empresas no se encuentren numerosos obstáculos cuando intentan acudir a préstamos o créditos. Además, se les hacen muy complicado la competencia con las grandes empresas ya que estas pueden exprimir sus márgenes y tener más maniobras de acción que las PYMES. En definitiva, es de vital importancia fomentar las ventajas y mejorar las condiciones a la hora del acceso a financiación para que estas PYMES puedan ejercer su actividad y también adentrarse en la inversión para que con ella puedan crecer y competir las grandes empresas. Por todos los datos obtenidos y por la importancia que tienen las pymes sobre la economía de cualquier país, en este caso, España y sobre todo Sevilla es necesario que autoridades competentes lleven a cabo políticas de ayudas en cuanto a condiciones para que estas

puedan seguir creciendo e incluso mantener su actividad gracias a la financiación bancaria.

5 BIBLIOGAFÍA

Arias, C. A., Casino, A., & Gracia, J. L. (2001). *Jerarquía de Preferencias y Estrategia Empresarial en la determinación de la estructura de capital de la PYME: un enfoque con datos de panel* (p. 30). Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

Arias, O. P. C., Madera, Y. E. A., & Morales, M. L. V. (2007). Teoría del trade-off para la definición de la estructura de financiación de las pyme's de Bucaramanga. *Revista UIS Ingenierías*, *6*(2), 9-18.

Berlingeri, H. (2013). Trade Off o Pecking Order? una investigación sobre las decisiones de financiamiento. *Poliantea*, *2*(3).

Bueno, J. E., & Cuevas, D. C. S. (2012). La teoría de agencia en la determinación de la estructura de capital. Caso sectores económicos del departamento del Valle del Cauca. *Prolegómenos*, *15*(30), 161-176.

Casasola-Martínez, M. J., & Cardone-Riportella, C. (2009). " Too important to fail":¿ Favorecen las relaciones bancarias la situación crediticia de las PYMEs españolas?. *Universia Business Review*, (24), 12-29.

De la Fuente-Cabrero, C., Laguna, P., & Villacé, T. (2013). Morosidad, solvencia y acceso al crédito de las PYMEs en la crisis económica española. *Esic market*, *145*(44), 209-226.

Del Olmo, F. (2013). La financiación tradicional de las pymes en España: un análisis en el marco de la Unión Europea. *Instituto Universitario de Anàlisis Econòmico y Social*, *23*.

Fernández Ramos, M. Y., & Rojas Conde, M. D. C. (2004). Contrastación de la Teoría del "Pecking Order": El Caso de las Empresas Españolas.

Gili, B. (2007). Estructura de capital de las empresas uruguayas en el marco de la teoría de jerarquía de preferencias.

Gómez Martínez, A., García Pérez de Lema, D., & Marín Hernández, S. (2009). Restricciones a la financiación de la PYME en México: una aproximación empírica. *Análisis económico*, *24*(57).

González, L. A. O., López, S. F., Búa, M. V., & Pérez, S. R. R. (2007). Aproximación empírica a los problemas financieros de la pyme industrial gallega. *Revista Galega de Economía*, *16*(2), 0.

Jorge, M. L., Fernández, A. G. B., & Manso, Y. G. (2010). Factores determinantes del racionamiento de crédito a las pymes: un estudio empírico en Andalucía. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, *16*(2), 63-82.

Martínez, M. R., Gracia, J. L., & Donnay, V. R. (1999). Restricciones financieras y crecimiento: el caso de la Pyme valenciana. *Revista española de financiación y contabilidad*, (99), 349-382.

Menéndez Requejo, S. (2001). Endeudamiento de Pymes vs grandes empresas. *IX Foro De*.

Olmo García, F. D. (2013). La financiación tradicional de las pymes en España: un análisis en el marco de la Unión Europea.

Palacín Sánchez, M. J., & Ramírez Herrera, L. M. (2011). Factores determinantes de la estructura financiera de la Pyme Andaluza. *Revista de estudios regionales, 91, 45-69.*

Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The journal of finance*, *49*(1), 3-37.

Quesada, J. (1991). *Un análisis del racionamiento de crédito de equilibrio*. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

Solano, P. M., & Cánovas, G. H. (2006). Efecto de las relaciones bancarias sobre la deuda de las pymes. *Revista europea de dirección y economía de la empresa*, *15*(3), 9-26.

VALENZUELA, A., SOTTOLICHIO, A., & LILLO, F. ENEFA Proceedings-Derechos de Autor Reservados-ENEFA Proceedings.

Zahera, M. (1996). Las PYMES españolas y la innovación. *Harvard Deusto Business Review*, *74*, 62-66.

Zambrano Vargas, S. M., & Acuña Corredor, G. A. (2013). Teoría del Pecking Order versus teoría del Trade off para la empresa Coservicios SAESP. *Revista Apuntes del CENES*, *32*(56).

Anexos