

Acceso a la financiación en Pymes colombianas: una mirada desde sus indicadores financieros¹

ACCESS TO FINANCE FOR COLOMBIAN SMES: A LOOK AT FINANCIAL INDICATORS

ABSTRACT: This paper presents an analysis of sources of finance used by Colombian SMEs, and the relationship between these sources and financial management indicators, in order to identify possible causes for the difficulties that SMEs face. The research conducted was quantitative, explanatory, non-experimental, longitudinal, exploratory and correlational. The population consisted of 4168 Colombian SMEs that submitted financial statements to the Superintendencia de Sociedades between 2004 and 2009. The results show that SMEs obtain finance mainly through their own funds, to a lesser extent through short-term liabilities, and in a low proportion of cases through long-term liabilities. This follows a similar pattern to that explained by pecking order theory. Likewise, statistics suggest that SMEs face major limitations to generating income and attracting finance that could improve their performance. Indicators of liquidity, efficiency and profitability show that conditions in the sector are unfavorable, making it difficult to obtain new funds. Finally, from the correlational analysis it can be inferred that the most important indicators for obtaining access to external finance are those related to company management.

KEYWORDS: SMEs, access to finance, financial management, financial indicators.

ACCÈS AU FINANCEMENT DANS LES PME COLOMBIENNES : UN REGARD À PARTIR DES INDICATEURS FINANCIERS

RÉSUMÉ : Nous présentons une analyse des sources de financement utilisées par les PME colombiennes et leur relation avec les indicateurs de gestion financière en vue d'identifier certaines causes qui peuvent engendrer des situations problématiques dans leur fonctionnement. Nous avons fait une investigation quantitative, de type explicatif, non expérimentale, longitudinale, exploratoire et corrélationnelle; l'échantillon retenu était constitué par 4168 PME colombiennes qui ont transmis leurs états financiers à la Superintendance des sociétés pour la période 2004-2009. Les résultats montrent que les PME se financent principalement avec des ressources propres, dans une moindre mesure avec des passifs à court terme et dans une faible proportion avec des passifs à long terme, suivant un patron similaire à ce qui est expliqué par la théorie de sélection hiérarchique (pecking order theory); les statistiques montrent également les limites importantes pour générer des entrées et attirer des sources de financement qui renforcent leur fonctionnement. Les indicateurs de liquidité, d'efficacité et de rentabilité montrent une situation défavorable pour le secteur, ce qui empêche l'obtention de nouvelles ressources. Enfin, de l'analyse corrélationnelle il ressort que les indicateurs d'efficacité dans la gestion entrepreneuriale sont ceux qui s'associent le plus significativement à l'accès aux sources de financement externes aux organisations.

MOTS-CLÉS : Pme ; accès au financement ; gestion financière ; indicateurs financiers.

ACESSO AO FINANCIAMENTO DE PMES COLOMBIANAS: UMA VISÃO DO PONTO DE VISTA DOS SEUS INDICADORES FINANCEIROS

RESUMO: É apresentada uma análise das fontes de financiamento utilizadas pelas PEMs colombianas e a sua relação com indicadores de gestão financeira, com a finalidade de identificar algumas das causas que podem estar originando situações problemáticas em seu desempenho. Foi realizada uma pesquisa quantitativa, do tipo explicativo, não experimental, longitudinal, exploratória e co-relacional; a população foi conformada por 4168 PEMs colombianas que informaram os seus estados financeiros à Superintendência de Sociedades no período de 2004-2009. Os resultados mostram que as PEMs são financiadas principalmente com recursos próprios, em menor grau com passivos de curto prazo e em baixa proporção com passivos de longo prazo, seguindo um padrão similar ao explicado pela teoria de seleção hierárquica (pecking order theory); igualmente, os estatísticos sugerem limitações importantes para gerar renda e atrair fontes de financiamento que fortaleçam o seu desempenho. Os indicadores de liquidez, eficiência e rentabilidade mostram uma situação desfavorável para o setor, obstaculizando a obtenção de novos recursos. Finalmente, da análise co-relacional, infere-se que os indicadores de eficiência na gestão empresarial são os que mais se associam significativamente com o acesso a fontes de financiamento externas às organizações.

PALAVRAS-CHAVE: PEMs, acesso ao financiamento, gestão financeira, indicadores financeiros.

CORRESPONDENCIA: Universidad Nacional de Colombia. Carrera 30 #45-03 Edificio 311 Oficina 304, Bogotá, Colombia.

CITACIÓN: Vera-Colina, M.A.; Melgarejo-Molina, Z.A. & Mora-Riapira, E.H. (2014). Acceso a la financiación en Pymes colombianas: una mirada desde sus indicadores financieros. *Innovar*, 24(53), 149-160.

CLASIFICACIÓN JEL: G32, M10, M20.

RECIBIDO: Julio 2011; **APROBADO:** Septiembre 2013.

Mary A. Vera-Colina

Doctora en Ciencias Económicas. Profesora Asociada Universidad Nacional de Colombia. Facultad de Ciencias Económicas. Correo electrónico: maaveraco@unal.edu.co

Zuray A. Melgarejo-Molina

Doctora en Dirección de Empresas. Profesora Asociada Universidad Nacional de Colombia. Facultad de Ciencias Económicas. Correo electrónico: zamelgarejomo@unal.edu.co

Edwin H. Mora-Riapira

Administrador de Empresas. Magister en Administración Universidad Nacional de Colombia. Correo electrónico: ehmorar@unal.edu.co

RESUMEN: Se presenta un análisis de las fuentes de financiación utilizadas por las Pymes colombianas y su relación con indicadores de gestión financiera, con la finalidad de identificar algunas de las causas que pueden estar originando situaciones problemáticas en su desempeño. Se realizó una investigación cuantitativa, de tipo explicativo, no experimental, longitudinal, exploratorio y correlacional; la población estuvo conformada por 4.168 Pymes colombianas que reportan sus estados financieros a la Superintendencia de Sociedades en el período 2004-2009. Los resultados muestran que las Pymes se financian principalmente con recursos propios, en menor grado con pasivos de corto plazo y en baja proporción con pasivos de largo plazo, siguiendo un patrón similar al explicado por la teoría de selección jerárquica (pecking order theory); igualmente, los estadísticos sugieren limitaciones importantes para generar ingresos y atraer fuentes de financiación que fortalezcan su desempeño. Los indicadores de liquidez, eficiencia y rentabilidad evidencian una situación desfavorable para el sector, obstaculizando la obtención de nuevos recursos. Finalmente, del análisis correlacional se infiere que los indicadores de eficiencia en la gestión empresarial son los que más se asocian significativamente con el acceso a fuentes de financiación externas a las organizaciones.

PALABRAS CLAVE: Pymes. Acceso a la financiación. Gestión financiera. Indicadores financieros.

Introducción

El tejido empresarial conformado por las pequeñas y medianas empresas (Pymes) es un tema de investigación recurrente en la esfera académica mundial, destacando su importancia en el desempeño económico y social de cualquier país, por su capacidad para generar producción, empleo y su impacto en la distribución del ingreso (BID, 2005; Díaz, Lorenzo & Solís, 2005; Malhotra, Chen, Criscuolo, Fan, Hamel, & Savchenko, 2007; Regalado, 2007; Zevallos, 2007; Galindo, 2005; Taymaz, 2005; Fritsch, Brixy & Falk, 2006; Anderson & Romero, 2009).

¹ El documento se desarrolla como parte del proyecto de investigación "Indicadores contables y acceso al financiamiento en Pymes colombianas", financiado por la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia.

Se trata de un sector caracterizado por un alto dinamismo y flexibilidad en sus operaciones, pero al mismo tiempo marcado por un conjunto de dificultades que tienden a obstaculizar su sostenibilidad y crecimiento. Algunas de las debilidades que se han identificado se asocian al bajo acceso a los recursos (financieros, materiales, humanos, intelectuales) que requieren para su funcionamiento, así como dificultades para desplegar una gestión exitosa de esos limitados recursos en los diferentes ámbitos de la empresa: estrategia, control, personal, mercadeo, operaciones, finanzas, innovación, entre otros (Andriani, Biasca & Rodríguez, 2003; Zevallos, 2007).

En este documento se aborda el tema financiero, como uno de los que se ha diagnosticado como deficiente en las Pymes. En particular, se realiza un estudio de las Pymes colombianas, con el objetivo de analizar las relaciones existentes entre indicadores contables de gestión y el acceso a diferentes fuentes de financiación, como factores explicativos de la situación de estas organizaciones.

En el caso colombiano, la definición de la Pyme como estrato productivo está contemplada en la legislación del país², en la cual se establecen los parámetros de clasificación presentados en la Tabla 1 (personal y activos totales). Especialmente, esta categorización jurídica hace referencia a micro, pequeñas y medianas empresas, como unidades de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios, rural o urbana.

TABLA 1: Clasificación legal de las Mipymes en Colombia (valores para 2012)

Clasificación Legal de las MIPYMES	Personal ocupado		Activos Totales <i>Expresado en dólares estadounidenses (*)</i>	
	Desde	Hasta	Desde	Hasta
Mediana Empresa	51	200	US\$ 1.473.000	US\$ 7.608.000
Pequeña Empresa	11	50	US\$ 160.000	US\$ 1.473.000
Microempresa / Famiempresa	Menos de 10		Valor inferior a US\$ 160.000, excluida la vivienda	

Fuente: Elaboración propia con base en Ley 590 de 2000, modificada por las Leyes 905 de 2004, 1111 de 2006, 1151 de 2007 y 1450 de 2011; (*) *Cifras estimadas en Unidades de Valor Tributario (UVT) o en Salarios Mínimos Mensuales (SMM), según la legislación aplicable.*

² Congreso de la República de Colombia. Ley 590 de 2000, artículo 2º. Ha sido modificada por la Ley 905 de 2004, y ajustada por la Ley 1111 de 2006 y la Ley 1151 de 2007.

Revisión de literatura

Diferentes autores han analizado el tema de acceso a la financiación en las Pymes, concentrándose generalmente en describir los factores externos que lo afectan (BID, 2002; BID, 2005; Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven & Maksimovic, 2004; Berger, Frame & Miller, 2002; Berger & Udell, 2005; Zevallos, 2007; Garrido, 2011; Goldstein, 2011).

El problema de la información asimétrica ha sido estudiado por autores tales como Berger y Udell (1998), quienes analizan los problemas económicos de las Pymes (incluyendo los de elección de la estructura de capital óptima) alrededor del concepto del ciclo de financiación empresarial. Su enfoque utiliza los conceptos de asimetría de información y de agencia, como también la teoría de la economía institucional para explicar las facetas de la financiación de las empresas pequeñas. En particular resaltan la importancia, para la definición de la estructura de capital de este tipo de empresas, de un entorno en que las prioridades de liquidación de los activos estén claramente definidas y se respeten en el caso de que la empresa caiga en insolvencia financiera. Afirman estos autores que la decisión de escoger entre deuda y patrimonio por parte de las Pymes se ve afectada por tres dimensiones de la opacidad informacional: 1) verificación costosa, 2) riesgo moral y 3) selección adversa. La importancia relativa de estos problemas de información explica por qué algunas empresas pequeñas tratan de conseguir los recursos que necesitan en sus primeras etapas de inversores ángeles o de capitalistas de riesgo (contratos de patrimonio), en tanto que otras recurren a deuda con el sistema financiero o crédito comercial.

Son menos numerosas las investigaciones que abordan la problemática de las Pymes desde la perspectiva interna de la empresa, buscando complementar las explicaciones de tipo externo. En este caso se destacan los aportes de autores como Deakins, Logan y Steele (2001), quienes desarrollan una investigación cualitativa en Pymes británicas. Entre sus hallazgos plantean que las decisiones relacionadas con la conformación de la estructura de capital muestran una complejidad mayor a la que sugiere la teoría de selección jerárquica o de *pecking order*³, ya que no es

³ Teniendo en cuenta el problema de la información asimétrica, Myers (1984) desarrolla el modelo de la jerarquía de preferencias (*pecking order*), el cual presenta un análisis del problema de la estructura de capital diferente al contemplado en el modelo del balance o trade-off. En la jerarquía que resulta del análisis Myers, las inversiones son financiadas en primera instancia con fondos internos (principalmente reinvertiendo las utilidades); segundo en el orden de jerarquía es la consecución de nueva deuda y, finalmente, la emisión de nuevo patrimonio.



la actitud de los propietarios lo que obstaculiza la entrada de nuevos accionistas, sino la falta de inversionistas interesados en este tipo de negocios. Analizan en forma detallada y dinámica la gestión financiera de pequeñas empresas, pero no hacen referencia al efecto que estos procesos tienen sobre el acceso a fuentes de financiación.

Boedo y Calvo (2001) describen la estructura financiera de Pymes españolas, concentrándose en la comunidad de Galicia. Sus resultados evidencian el problema que atraviesan las Pymes para acceder a recursos a largo plazo (propios o ajenos) que les permitan financiar sus proyectos de inversión y las dificultades que deben superar para que sean las entidades de crédito quienes financien sus proyectos, lo cual se convierte en una desventaja evidente en relación a las empresas de mayor tamaño.

Otro estudio similar lo realizan Aybar, Casino y López (2003), quienes indagan los determinantes de la estructura de capital de las Pymes (España), a la luz de las modernas teorías financieras (especialmente la teoría de selección jerárquica o *pecking order*), y exploraron la interrelación de las estrategias empresariales seguidas por

estas organizaciones con sus decisiones de financiación. Los resultados obtenidos indican que las variables derivadas de las teorías financieras dan mejores resultados de estimación cuando se combinan con variables estratégicas. Para las Pymes en particular, los autores han podido evidenciar que el tamaño y los años de funcionamiento son predictores adecuados de su estructura de capital.

Por otra parte, para el caso de América Latina, las dificultades de las Pymes para acceder al crédito se concentran principalmente en la segmentación de los mercados de crédito con una discriminación negativa hacia éstas y que se manifiesta en todas las economías de la región. La aplicación de diferenciales en las tasas de interés de los préstamos según el tamaño de empresa, la escasa participación de las Pymes en el crédito al sector privado y la amplia utilización de proveedores y autofinanciación para obtener capital de giro o llevar a cabo inversiones son elementos que denotan la existencia de dificultades de acceso al crédito para este tipo de agentes. Sin embargo, se advierten diferencias entre los países en cuanto a la magnitud del problema y a las causas que entorpecen el

acceso a la financiación de las empresas de menor tamaño (Ferraro & Goldstein, 2011).

Zevallos (2007) también desarrolla un diagnóstico del entorno de Pymes latinoamericanas: en relación al área de las finanzas, señala que su problema de recursos es en parte originado por las mismas características del mercado y por la incompreensión que se tiene del funcionamiento de este tipo de compañías; pero también asoma como explicación a esta limitación la falta de gestión empresarial y de sistemas internos que faciliten información confiable para la obtención de nuevos capitales, aunque no profundiza en este análisis, y sugiere que sea objeto de estudio de futuras investigaciones enfocadas a la exploración del "comportamiento empresarial".

Vera-Colina (2011) estudia la relación entre la presencia de planificación financiera y las dificultades de acceso a la financiación en Pymes del sector manufacturero venezolano. Los resultados principales de esta investigación permiten afirmar que la variable *planificación financiera* muestra una presencia media en las empresas. El acceso a la financiación promedio se califica como bajo, destacándose un acceso medio-alto en el crédito de proveedores, un acceso medio en la reinversión de utilidades y medio-bajo en la línea de crédito bancario; también se evidencian patrones de financiación compatibles con la Teoría del orden preferente. Se concluye que existe una relación débil entre las características de la planificación financiera y los niveles de acceso a la financiación, infiriéndose que el comportamiento de estas variables es determinado por multiplicidad de factores.

En esta línea, Van Caneghem y Van Campenhout (2012) encuentran que tanto la calidad como la cantidad de la información contenida en los estados financieros se relacionan positivamente con el apalancamiento de las empresas. Asimismo, encuentran que el apalancamiento se relaciona positivamente con la estructura de los activos y el crecimiento, y se relaciona negativamente con la edad de la empresa y su rentabilidad.

Sobre estudios recientes en Pymes colombianas, puede mencionarse el trabajo de Arbeláez, Zuleta, Velasco, Rosales y Domínguez (2003), donde se reseña la evolución de indicadores macroeconómicos, microeconómicos y se comentan las tendencias sobre el acceso a servicios financieros, basándose en la percepción de los empresarios.

Otro caso es el de Puyana (2004), quien también realiza una descripción de estas empresas en diferentes variables -internacionalización, financiación, empleo,

competitividad, productividad- planteando algunas estrategias para el fortalecimiento del sector. En ambos casos se trata de estudios de carácter descriptivo, sin relacionar variables explicativas.

El estudio de problemas de acceso a la financiación y otras situaciones asociadas a la gestión financiera de las Pymes colombianas ha sido abordado por Sánchez, Osorio y Baena (2007), Rivera (2007), Martínez (2009), Pérez, Garzón y Nieto (2009), Barona y Gómez (2010), Matíz y Naranjo (2011), Zuleta (2011), Barona y Rivera (2012). En estas investigaciones se plantean los obstáculos para acceder a fuentes de financiación en las empresas, analizando situaciones y características del sistema financiero colombiano y los programas gubernamentales de apoyo financiero. El trabajo de Rivera (2007) hace una aproximación a características internas de las Pymes, en cuanto a los determinantes de la estructura financiera; mientras que Martínez (2009) analiza indicadores financieros en el sector hotelero.

Zuleta (2011) analiza la estrategia general de las políticas públicas para mejorar el acceso a la financiación de las Pymes en Colombia. El autor concluye que el sistema financiero colombiano se caracteriza por un bajo nivel de profundización financiera y un limitado desarrollo de instrumentos de evaluación de riesgo adecuados para las Pymes. Como avance principal de la política de acceso a servicios financieros, hay que resaltar la adaptación de las entidades privadas y los instrumentos públicos al acceso a través de crédito ordinario y leasing. Sin embargo, otras operaciones son aún precarias, principalmente el acceso al mercado de capitales y el *factoring*. Finalmente, el autor insiste en la necesidad de profundizar en los instrumentos financieros distintos al crédito.

Finalmente, Barona y Rivera (2012) analizan los patrones de financiación de las empresas nuevas en Colombia, encontrando que en diferentes etapas de la vida las empresas emplean, con variada intensidad, distintas fuentes de financiación. Este hallazgo brinda soporte a la investigación de Berger y Udell (1998), ya comentada.

Esta investigación se diferencia de los estudios realizados previamente al tratar de evaluar la situación de las Pymes desde una perspectiva interna, representada en sus mediciones contables, y la posible relación que tiene ese desempeño en su nivel de consecución de fuentes de financiación adicionales para las operaciones futuras de la empresa. Este tipo de explicaciones no se han estudiado previamente, por lo que se considera que puede constituir un aporte novedoso en el abordaje de los problemas del sector.

Variables e indicadores del estudio

La investigación se ha desarrollado en torno a dos grupos de variables principales:

Acceso a la financiación

Se refiere a la posibilidad que tiene un agente económico de obtener recursos para acometer alguna actividad de su interés, es decir, la viabilidad de que su solicitud para conseguir nueva deuda o patrimonio sea aprobada oportunamente. En el caso de las Pymes, se trata de agentes económicos cuyo acceso a la financiación se traduce en la reinversión de las utilidades operacionales, en la aprobación de préstamos financieros (de origen público o privado), en la emisión de títulos valores, o en la consecución de medios financieros para sus operaciones de corto plazo (proveedores, líneas de crédito, entre otros) (The World Bank, 2008; Zevallos, 2007).

El Banco Mundial destaca la relevancia que tiene el acceso a la financiación y a los servicios del sistema financiero, en el desempeño de las empresas, al señalar que facilita la puesta en marcha de pequeñas firmas, el crecimiento y aprovechamiento de oportunidades de inversión, el desarrollo e innovación en nuevos productos, así como la elección de estructuras organizativas más eficientes y carteras de activos más adecuadas (The World Bank, 2008).

El nivel de acceso a la financiación se determinará a través de la composición de las fuentes de financiación que conforman el balance general, es decir, la ponderación estimada de los pasivos corrientes, de largo plazo y de recursos patrimoniales, elementos que en la disciplina financiera constituyen la estructura financiera y de capital de la empresa. En este grupo se analiza el comportamiento de los indicadores de endeudamiento de cada empresa, entre ellos los siguientes (Sinisterra, Polanco & Henao, 2005; Legis, 2011):

Endeudamiento total = (Pasivo total)/(Activo total)	(3.1.a).
Endeudamiento a corto plazo = (Total pasivo corriente)/(Pasivo total)	(3.1.b).
Endeudamiento Financiero/Activo = (Obligaciones financieras)/(Activo total)	(3.1.c).
Endeudamiento Financiero/Ingresos = (Obligaciones financieras)/(Ingresos operacionales)	(3.1.d).
Carga financiera/ingresos = (Gastos financieros)/(Ingresos operacionales)	(3.1.e).
Pasivo largo plazo-Capital = (Pasivo de largo plazo)/(Patrimonio)	(3.1.f).
Apalancamiento total = (Pasivo total)/(Patrimonio)	(3.1.g).
Apalancamiento de corto plazo = (Pasivo corriente)/(Patrimonio)	(3.1.h).
Apalancamiento financiero = (Obligaciones financieras)/(Patrimonio)	(3.1.i).

Indicadores de gestión financiera

Para desarrollar esta variable, se toman como referencia los desarrollos teóricos asociados a la medición del desempeño y diagnóstico financiero, como procedimiento válido para procesos de planificación y control empresarial.

Para ello se aplicarán las técnicas del análisis financiero, útiles para determinar la rentabilidad económica, la correspondencia de la estructura económica y financiera, el estado de solvencia/insolvencia del negocio, la eficiencia, entre otros indicadores relacionados, a partir de sus estados contables (Díez & Lopez, 2001; Suárez, 2003).

Sin pretender utilizar una lista exhaustiva de indicadores, puede hacerse mención a los siguientes (Suárez, 2003; Sinisterra *et al.*, 2005; Legis, 2011):

- Razones de solvencia a largo plazo, relacionados con la capacidad de la empresa para cumplir sus compromisos financieros con los activos que posee:

Solidez = (Activo total)/(Pasivo total)	(3.2.a).
---	----------

- Razones de liquidez, o solvencia a corto plazo, igualmente asociados a la capacidad de pagos en el corto plazo:

Razón corriente = (Activo corriente)/(Pasivo corriente)	(3.2.b).
Prueba ácida = (Activo corriente-Inventarios-Gastos anticipados)/(Pasivo corriente)	(3.2.c).
Disponibilidad inmediata = (Activo disponible)/(Pasivo corriente)	(3.2.d).

- Razones de rotación o de actividad, que permiten conocer la velocidad de transformación de algunos activos y pasivos.

Rotacion de cartera = ventas a crédito/promedio cuentas por cobrar	(3.2.e).
Rotacion de Proveedores = Compras Crédito del periodo / Promedio de Cuentas por pagar	(3.2.f).
Rotacion de Inventarios = Costo de venta / Inventarios promedio	(3.2.g).
Rotacion de capital=Ventas Totales / promedio de (patrimonio + pasivo a LP)	(3.2.h).
Rotacion de patrimonio= Ventas / Patrimonio	(3.2.i).
Rotacion de activos= Ventas / Activos totales	(3.2.j).

- Razones de productividad, que analizan la capacidad del negocio de obtener resultados al menor costo posible.

Eficiencia Administrativa=(Gastos de Admon y de Ventas / Activo Total) * 100	(3.2.k).
--	----------

- Razones de rentabilidad, que miden el rendimiento de los recursos invertidos.

Rentabilidad Sobre el Activo Total = Utilidad del Ejercicio / Activo Total	(3.2.l).
Rentabilidad sobre el Patrimonio = Utilidad del Ejercicio / Patrimonio Total	(3.2.m).
Margen bruto de utilidad = utilidad bruta * 100 / Ingresos operacionales	(3.2.n).
Margen operacional= utilidad operacional * 100 / Ingresos operacionales	(3.2.o).
Margen neto de utilidad = utilidad neta * 100 / Ingresos operacionales	(3.2.p).

Metodología

Se realizó una investigación cuantitativa, de tipo explicativo (Hernández, Fernández & Baptista, 2010), que intenta identificar algunas de las causas que pueden estar originando situaciones problemáticas en el desempeño de las Pymes, especialmente en lo que respecta a su acceso a recursos financieros. Este orden explicativo involucra procesos exploratorios, descriptivos y correlacionales, con la finalidad de ofrecer una mayor comprensión del fenómeno estudiado.

Se utiliza un plan de trabajo o diseño de investigación documental, ya que los datos que se analizarán serán recopilados de fuentes secundarias (Balestrini, 2006), en este caso, bases de datos empresariales. Atendiendo al tipo de manipulación que puede realizarse sobre las variables, se trata de un diseño de investigación no experimental (ex post facto), longitudinal (panel de datos), exploratorio y correlacional (Hernández *et al.*, 2010; Hurtado, 2007).

La información se obtuvo de la base de datos de la Superintendencia de Sociedades de Colombia⁴, donde las empresas sometidas a inspección deben entregar sus estados contables certificados; el período de análisis es 2004-2009, años en los que se dispone del mayor número de empresas en esta base de datos, incluyendo todos los sectores económicos y regiones geográficas del país.

La población del estudio está conformada por las pequeñas y medianas empresas colombianas que reportan sus estados financieros a la Superintendencia, delimitadas según la definición establecida en la Ley de Mipymes (Ley 905 de 2004), en su artículo 2. En este sentido, se definen como pymes todas aquellas empresas que cumplen con dos criterios: a) tiene una planta de trabajadores entre 11 y 200 empleados, y b) sus activos totales oscilan entre 501 y 30.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes. Luego de depurar la base de datos SIREM para identificar Pymes que reportan sus estados financieros en cada año del período en estudio, y de eliminar casos atípicos en sus

indicadores financieros, se identificó una población de 4.168 empresas a considerar en el análisis, con un total de 25.128 registros para el período 2004-2009. No se considera la determinación de una muestra representativa, sino que se incorpora al estudio la totalidad de la población disponible en la base de datos.

Para el procesamiento de información se utilizaron 'guías de observación documental' (Hernández *et al.*, 2010), para organizar la información relevante de las variables. Estas guías de observación se estructuraron en formato tabular, para representar la información de cada unidad empresarial y sus diferentes indicadores financieros. Luego de clasificar y tabular los ítems seleccionados, se estimaron los índices estadísticos respectivos utilizando programas estadísticos (Microsoft Excel 2007, SPSS 16.0).

Análisis de resultados

Los indicadores financieros estimados para las Pymes colombianas se resumen en las Tablas 2, 3 y 4, con los valores promedios y dispersión estadística para los datos procesados.

Un análisis preliminar de la evolución de sus principales variables (Tabla 2) evidencia un crecimiento del activo (9,32%) respaldado mayormente por el aumento en el patrimonio. Este dinamismo en su activo no se ve reflejado en la variación de los ingresos ni en la generación de mayores utilidades; por el contrario, éstas tienden a reducirse en el período.

TABLA 2. Tasas de crecimiento promedio anual en Pymes colombianas (%) Período 2004-2009

	Crecimiento promedio	Desviación estándar
Activos	9,32	0,19
Pasivos	7,95	0,31
Patrimonio	11,37	0,26
Ingresos	6,65	0,26
Utilidad neta	-4,58	11,11

Fuente: Cálculos propios con base en Superintendencia de Sociedades (2010).

Esta primera revisión muestra cómo el soporte operacional de las empresas, representado por sus activos, tiende a ser financiado con mayor cuantía de recursos propios que de terceros, situación que es corroborada al revisar sus indicadores de financiación.

Este comportamiento es relativamente estable para las empresas consideradas (excluyendo casos atípicos), con un nivel bajo de desviación estándar en el crecimiento promedio de las diferentes variables financieras.

⁴ SIREM. Disponible en <http://sirem.supersociedades.gov.co/SIREM/>

Acceso a la financiación

Para esta variable se observa que, en promedio, el 45% de los recursos que financian sus operaciones provienen del pasivo (Tabla 3). Sin embargo, representan fundamentalmente fuentes de corto plazo (84% del pasivo), dejando a los aportes patrimoniales la financiación permanente de la empresa.

TABLA 3. Indicadores de endeudamiento en las Pymes colombianas. Período 2004-2009

Indicadores de endeudamiento	Ecuación	Promedio	Desviación estándar
Endeudamiento total	(3.1.a).	0,45	0,27
Endeudamiento a corto plazo	(3.1.b).	0,84	0,26
Endeudamiento Financiero/Activo	(3.1.c).	0,09	0,13
Endeudamiento Financiero/Ingresos	(3.1.d).	14,64	33,93
Carga financiera/Ingresos	(3.1.e).	0,07	0,16
Pasivo largo plazo-Capital	(3.1.f).	0,09	0,17
Apalancamiento total	(3.1.g).	1,13	1,26
Apalancamiento de corto plazo	(3.1.h).	0,91	1,07
Apalancamiento financiero	(3.1.i).	0,22	0,33

Fuente: Cálculos propios con base en Superintendencia de Sociedades (2010).

Al analizar la composición de la financiación de terceros, el endeudamiento contratado con instituciones financieras solo representa el 9% del activo; si bien esta cifra puede parecer pequeña, al comparar con el nivel de ingresos de estas empresas el endeudamiento financiero representa 14,6 veces su volumen de ventas, por lo que podría inferirse que no presentan condiciones para potenciar su apalancamiento con recursos bancarios. Esto puede convertirse en una dificultad para fortalecer posiciones competitivas de las empresas, ya que su crecimiento y posibles estrategias de diversificación se ven limitados por la disponibilidad de recursos propios de los socios.

Estos resultados permiten afirmar que se trata de empresas que obtienen recursos fundamentalmente de: 1) recursos patrimoniales, 2) pasivos operacionales de corto plazo (proveedores, acumulados por pagar), y 3) pasivos de largo plazo, en un porcentaje significativamente menor. Este comportamiento es similar al observado en Pymes de otras latitudes (Deakins *et al.*, 2001; Aybar *et al.*, 2003), en los cuales el comportamiento de su estructura de capital (largo plazo) muestra patrones de la teoría de selección jerárquica (*pecking order theory*, Brealey & Myers, 2010; Myers, 1984), donde los empresarios prefieren financiarse con recursos propios antes de recurrir a fuentes externas, manteniendo el control la propiedad pero sacrificando el crecimiento potencial de la organización y de su actividad económica.

Al respecto, Deakins *et al.* (2001) consideran que esto no obedece necesariamente a una actitud de los propietarios, sino a la falta de interés de nuevos inversionistas en estos pequeños negocios. A ello podría agregarse, en el caso de las Pymes colombianas, sus limitaciones para generar ingresos y atraer fuentes de financiación que fortalezcan su desempeño, como lo sugieren los datos estadísticos anteriores.

Indicadores de gestión financiera

Una mirada al comportamiento de diferentes indicadores contables en las Pymes puede ofrecer una explicación parcial a su situación de acceso a recursos financieros (Tabla 4).

En primer lugar, las organizaciones muestran una solidez promedio relativamente alta, situación que corresponde a empresas mayormente financiadas por sus propietarios.

TABLA 4. Indicadores de gestión financiera en las Pymes colombianas. Período 2004-2009

Indicadores	Ecuación	Promedio	Desviación estándar
Indicadores de solvencia a largo plazo			
Solidez	(3.2.a).	6,1	15,2
Indicadores de liquidez			
Razón corriente	(3.2.b).	2,8	4,0
Prueba ácida	(3.2.c).	2,1	3,4
Disponibilidad inmediata	(3.2.d).	0,3	0,8
Indicadores de rotación y productividad			
Rotación de cartera	(3.2.e).	5,2	5,2
Rotación de Proveedores	(3.2.f).	23,1	33,3
Rotación de Inventarios	(3.2.g).	8,8	19,8
Rotación de capital	(3.2.h).	2,9	3,3
Rotación de patrimonio	(3.2.i).	2,1	2,6
Rotación de activos	(3.2.j).	1,4	1,1
Eficiencia Administrativa	(3.2.k).	0,3	0,3
Indicadores de rentabilidad			
Rentabilidad Sobre el Activo Total	(3.2.l).	0,029	0,034
Rentabilidad sobre el Patrimonio	(3.2.m).	0,051	0,057
Margen bruto de utilidad	(3.2.n).	0,431	0,328
Margen operacional	(3.2.o).	-0,012	0,750
Margen neto de utilidad	(3.2.p).	0,034	0,270

Fuente: Cálculos propios con base en Superintendencia de Sociedades (2010).

El manejo de recursos de corto plazo puede evidenciarse en los indicadores de liquidez y rotación, observándose igualmente niveles considerables de recursos invertidos en capital de trabajo con bajos montos comprometidos en pasivos corrientes. Esta inversión de corto plazo corresponde principalmente a las ventas por cobrar a los clientes, sin contar con suficiente financiación de proveedores, lo que obliga a las

empresas a financiar la obtención de ingresos con recursos de largo plazo (patrimonio), durante la mayor parte de su ciclo operativo, tal como se representa en el Gráfico 1.

El comportamiento de liquidez y rotación en las empresas sugiere una relación desfavorable para las Pymes, que puede estar afectando negativamente su rentabilidad y acceso a nuevas fuentes de financiación: alta liquidez, representada por deudas de clientes (costos adicionales por mantener recursos ociosos), baja rotación de cobranzas y recuperación de ingresos, frente a una rápida frecuencia de pago a proveedores. Este tipo de situaciones se describen como un enfoque conservador en la gestión del capital de trabajo de corto plazo, donde se tiende a reducir riesgos en el cumplimiento de los compromisos con el pasivo, pero se sacrifica eficiencia y rentabilidad (Brigham & Houston, 2006).

En materia de rentabilidad, el panorama tampoco es alentador, considerando que sus principales índices varían en un rango de 3% a 5%, cifras que apenas igualan o superan por muy poco los niveles de inflación del país, sin considerar la rentabilidad adicional que espera obtener cualquier inversionista para compensar el riesgo que asume al asignar sus recursos en este tipo de negocios.

Los indicadores analizados no ofrecen una conclusión definitiva sobre la gestión financiera de estas organizaciones, ya que estos hallazgos deben complementarse con un estudio más detallado de los procedimientos que utilizan en sus operaciones, y evaluar en forma integral sus principales fortalezas y debilidades. Sin embargo, las cifras presentadas resumen una visión general de las dificultades que pueden estar presentes en su administración y de los efectos adversos en su desempeño.

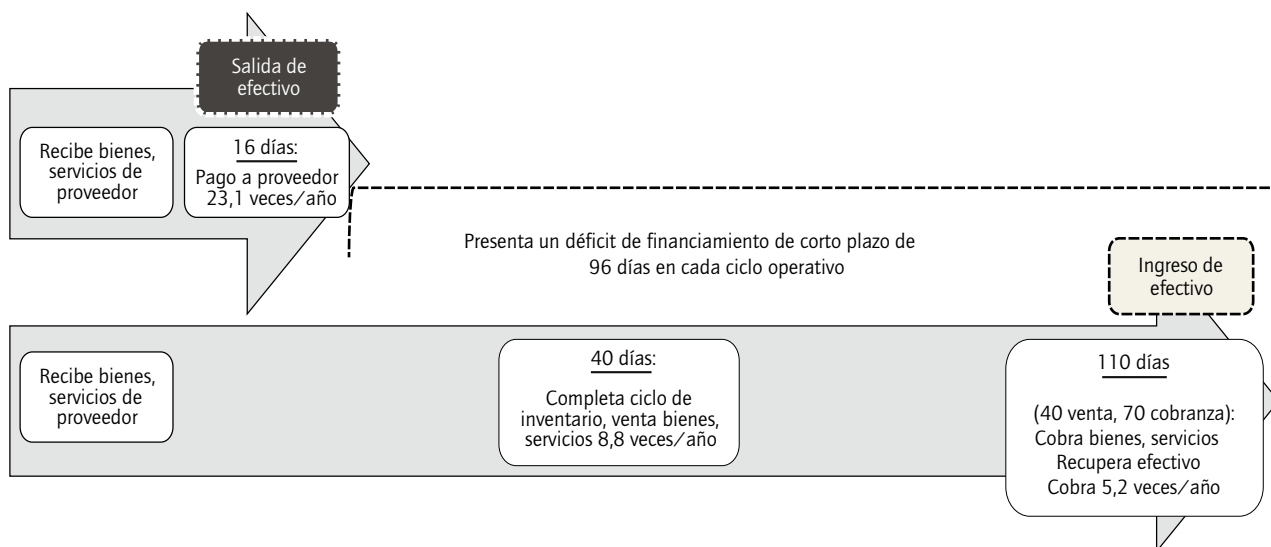
Si bien los promedios analizados muestran la tendencia general en el sector de Pymes colombianas, las desviaciones estadísticas sugieren la presencia de niveles de dispersión en la situación de cada empresa en particular, encontrándose organizaciones con desempeño inferior o superior a la media que pudieran explicar si existe una relación directa entre su gestión financiera y su capacidad para acceder a diferentes fuentes de financiación. Para evaluar la existencia de esta relación, seguidamente se revisan las correlaciones estadísticas entre las principales variables del estudio.

Relación gestión financiera – acceso a la financiación

Con el fin de determinar algún tipo de relación entre los diferentes indicadores ya comentados, se estimaron las correlaciones estadísticas pertinentes (Tabla 5). El comportamiento de los datos requiere de técnicas no paramétricas de análisis, por lo que se utilizó el coeficiente Rho de Spearman (Peña, 2002; Hurtado, 2010; Field, 2006).

Al revisar los enlaces entre *solidez* y *financiación*, se observan principalmente correlaciones negativas, en rangos medios y altos, corroborando el hallazgo anterior que señala que el crecimiento de los activos de la empresa tiende a ser financiado principalmente con recursos de patrimonio. Esto podría interpretarse como una señal de: 1) la resistencia de los propietarios a incorporar pasivos de largo plazo en su estructura; y 2) los entes financieros y otras fuentes de pasivos encuentran poco atractiva la inversión en el sector, especialmente cuando el crecimiento del activo no se corresponde con la expansión de operaciones (ingresos, ventas), ni con la generación de rentabilidad.

GRÁFICO 1. Ciclo operativo y conversión de efectivo en Pymes colombianas. Período 2004-2009



Fuente: Elaboración propia.

TABLA 5. Indicadores de gestión financiera y acceso a la financiación en las Pymes colombianas. Coeficientes de Correlación Spearman. Período 2004-2009

	Endeudamiento total	Endeudamiento CP	Endeudamiento financiero/Ingresos	Carga financiera/Ingresos	Pasivo LP -Capital	Apalancamiento total	Apalancamiento CP	Apalancamiento financiero
Indicadores de solvencia largo plazo								
Solidez	-0,995	0,100	-0,336	-0,087	-0,251	-0,995	-0,952	-0,631
Indicadores de liquidez								
Razón corriente	-0,452	-0,075	-0,233	-0,105	0,010	-0,452	-0,485	-0,289
Prueba ácida	-0,459	-0,012	-0,311	-0,108	-0,054	-0,459	-0,482	-0,354
Disponibilidad inmediata	-0,328	0,019	-0,350	-0,195	-0,072	-0,328	-0,335	-0,380
Indicadores de rotación y productividad								
Rotación de cartera	0,102	-0,065	-0,065	-0,292	0,071	0,102	0,105	0,110
Rotación de Proveedores	0,317	0,069	0,064	-0,229	***	0,317	0,359	0,321
Rotación de Inventarios	0,285	-0,034	0,047	-0,166	0,085	0,285	0,302	0,265
Rotación de capital	0,725	0,096	0,073	-0,178	0,032	0,725	0,768	0,478
Rotación de patrimonio	0,674	***	0,099	-0,217	0,091	0,674	0,698	0,487
Rotación de activos	0,587	0,072	***	-0,243	0,040	0,587	0,631	0,409
Eficiencia Administrativa	0,451	0,063	***	-0,043	0,030	0,451	0,487	0,270
Indicadores de rentabilidad								
Rentabilidad Sobre el Activo Total	***	0,074	-0,138	-0,170	-0,061	***	***	-0,049
Rentabilidad sobre el Patrimonio	0,301	0,057	-0,045	-0,140	***	0,301	0,326	0,137
Margen bruto de utilidad	-0,363	-0,029	-0,043	0,298	-0,034	-0,363	-0,381	-0,284
Margen operacional	-0,230	-0,041	0,045	0,229	***	-0,230	-0,234	-0,080
Margen neto de utilidad	-0,381	***	-0,140	***	-0,084	-0,381	-0,377	-0,307

Las correlaciones son significativas al nivel 0,01. *** En estos indicadores, las correlaciones no son significativas.

Fuente: Elaboración propia.

Igualmente, podría sugerir este resultado que las organizaciones que poseen mayores proporciones de endeudamiento suelen tener niveles moderados de activos, con mayor eficiencia en el uso de sus recursos. Las principales relaciones entre *rotación de recursos permanentes* y *endeudamiento* (ver en la Tabla 5 indicadores de rotación para activos, capital y patrimonio, además del índice de eficiencia administrativa) muestran valores medios-altos y positivos, reafirmando el comentario anterior: la financiación a través de pasivo no responde al tamaño de la empresa, representado en sus activos, sino que obedece en

buena medida a la eficiencia que muestra la gerencia en el manejo de sus operaciones.

En este orden de ideas, podría inferirse que una gestión ineficiente en las Pymes tiende a ser financiada fundamentalmente por aportes de sus propietarios, con resultados mayormente adversos en materia de rentabilidad.

En cuanto a relaciones con *indicadores de corto plazo* y *de capital de trabajo* (liquidez, cartera, inventarios), ya se comentó en la sección anterior cómo las empresas vienen presentando un alto nivel de liquidez, financiando su ciclo

operacional con fondos permanentes de patrimonio. Por razones obvias, este comportamiento se relaciona negativamente con el acceso a fuentes de financiación del pasivo, confirmando nuevamente la preferencia de los administradores a utilizar fondos propios, o el bajo atractivo de los negocios de baja eficiencia para los entes externos. En el caso de las rotaciones, se destaca el tema de frecuencia de pago a los proveedores como un indicador favorable para acceder a nuevos recursos.

Finalmente, las relaciones con *índices de rentabilidad* muestran valores menores a los anteriores, sugiriendo que es una variable menos determinante en el momento de solicitar financiación externa a la empresa. En este grupo se destaca el comportamiento del margen neto (correlaciones negativas), del cual se infiere que en la medida en que se generan rendimientos más favorables se preferirá la financiación interna antes que el pasivo, creando condiciones para la aplicación del enfoque de la teoría de la selección jerárquica.

Conclusiones

- Las Pymes colombianas se financian primordialmente con recursos propios, pasivos de corto plazo y en menor proporción con deuda de largo plazo. Esto puede estar reflejando tanto la tendencia de los propietarios a evitar la financiación de entidades externas, como la falta de atractivo que presentan los negocios para posibles nuevos inversionistas. Por una parte, el perfil del empresario-gerente de una Pyme suele caracterizarse por la centralización de decisiones (hombre-orquesta, como lo describe Suárez, 2003), y la entrada de nuevos inversionistas con visión de largo plazo puede poner en riesgo ese control centralizado. Por otro lado, los entes financieros externos evalúan con mayor rigurosidad las solicitudes de recursos de las Pymes, calificando sus propuestas como riesgosas y de menor atractivo (presencia de asimetrías de información, selección adversa, como lo señalan Frank & Goyal, 2005, Cardone & Casasola, 2003, entre otros autores).
- La revisión de sus indicadores de gestión (liquidez, eficiencia, rentabilidad) muestra una tendencia desfavorable en las Pymes, afectando negativamente su capacidad para obtener recursos financieros que permitan fortalecer sus operaciones y potenciar su crecimiento. La gestión del capital de trabajo puede describirse como conservadora, financiada principalmente por recursos patrimoniales (Brigham & Houston, 2006).
- El análisis correlacional entre los indicadores de gestión y el comportamiento de las fuentes de financiación

evidencia una asociación significativa entre la eficiencia en el manejo de recursos de largo plazo con la aprobación de endeudamiento, alcanzando una menor dependencia de aportes patrimoniales. En este análisis, la variable *rentabilidad* tiene menor importancia en la configuración de la estructura de capital de estas organizaciones.

La disponibilidad de acceso a fuentes de financiación diversas (pasivo, patrimonio) es un tema relevante para el crecimiento y sostenibilidad de cualquier empresa (The World Bank, 2008). No se trata de preferir un único tipo de recursos, sino de lograr la combinación adecuada para cada organización, atendiendo a sus estrategias de negocio de largo plazo. En el caso de las Pymes colombianas, se observa la dependencia de fuentes patrimoniales, con muy baja participación de fuentes externas, situación que puede obedecer a diferentes causas.

Obviamente, la incorporación de niveles adecuados de pasivo a la estructura de financiación no es el fin último de una gestión empresarial adecuada, pero es uno de los factores que puede contribuir al mejor desempeño del negocio, en términos de costo, rentabilidad y potencial de crecimiento de sus operaciones. En la medida que los esfuerzos de la administración se traduzcan en mejor gestión y resultados, las posibilidades de balancear la estructura de capital serán más favorables. Esto, para las Pymes y para la sociedad, puede llegar a significar más competitividad, producción, empleo y mejores condiciones de vida en la población.

Es importante comentar que las tendencias identificadas en esta investigación se basan en la información financiera suministrada por las empresas en diferentes períodos, y proporcionan una visión preliminar de su gestión interna, según los datos recopilados por la Superintendencia de Sociedades (SIREM). Sin embargo, son resultados que deben complementarse, en investigaciones futuras, con el estudio de los procedimientos aplicados en cada empresa para lograr explicaciones más completas del estado de sus técnicas gerenciales (Vera-Colina, 2012), así como también con el desarrollo de indicadores de desempeño ajustados a las características de las Pymes, que proporcionen información más detallada de sus operaciones.

Igualmente, se espera el desarrollo de nuevos estudios que amplíen el análisis a las particularidades de las diferentes regiones colombianas y sectores económicos relevantes para el país, así como a la exploración comparativa con el contexto internacional.

Referencias bibliográficas

- Anderson, J. & Romero, E. (2009). *Colombia y los estándares internacionales de contabilidad para las PYMES*. Argentina: El Cid Editor. Disponible en <http://site.ebrary.com/lib/unalbogsp/Doc?id=10316760&ppg=5>. (Consultado 19 abril 2010).
- Andriani, C., Biasca, R. & Rodríguez, M. (2003). *Un nuevo sistema de gestión para lograr PYMES de clase mundial*. Colombia: Grupo editorial Norma.
- Arbeláez, M., Zuleta, L., Velasco, A., Rosales, M. & Domínguez, C. (2003). *Las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas en Colombia: Diagnóstico General y Acceso a los Servicios Financieros*. Colombia: Fedesarrollo - Banco Mundial. Disponible en http://www.winnernet.org/imagenes/fotos/informacion/Col_Mipyme.ppt. (Consultado el 12 de noviembre de 2010).
- Aybar, C., Casino, A. & López, J. (2003). Estrategia y estructura de capital en la PYME: una aproximación empírica. *Estudios de Economía aplicada*, 21 (1), 27-52. Disponible en http://dialnet.unirioja.es/servlet/fichero_articulo?articulo=498307&orden=32727 (Consultado el 25 de marzo de 2006).
- Balestrini, M. (2006). *Como se elabora el proyecto de investigación*. 7ma. Edición. Caracas: BL Consultores asociados.
- Barona, B. & Rivera, J. (2012). *Finanzas emprendedoras en Colombia*. Cali: Universidad del valle.
- Barona, B. & Gómez, A. (2010). La financiación de nuevas empresas en Colombia. aspectos conceptuales. La opinión de una muestra de empresarios de la ciudad de Cali. *Cuadernos de Administración*, 43, 81-97.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. & Maksimovic, V. (2004). *The determinants of financing obstacles*. World Bank Policy Research Working Paper 3204, February. Disponible en http://wdsbeta.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2004/02/18/000160016_20040218131618/Rendered/PDF/wps3204.pdf. (Consultado 25 de marzo de 2006).
- Berger, A.N., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.
- Berger, A., Frame, W. & Miller, N. (2002). Credit Scoring and the Availability, Price, and Risk of Small Business Credit. *Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2002-26*. Disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315044 (Consultado 10 de marzo de 2006).
- Berger, A. & Udell, G. (2005). A More Complete Conceptual Framework for Financing of Small and Medium Enterprises. *World Bank Policy Research Working Paper 3795*. Disponible en <http://papers.ssrn.com/> (Consultado 10 de marzo de 2006).
- BID Banco Interamericano De Desarrollo (2002). *Acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento*. Informe de trabajo Grupo DFC. Disponible en <http://www.iadb.org/IDBDocs.cfm?docnum=550713> (Consultado el 8 de abril de 2006).
- BID Banco Interamericano de Desarrollo (2005). *Desencadenar el crédito, Cómo ampliar y estabilizar la banca*. Informe Progreso Económico y Social en América Latina. Disponible en <http://www.iadb.org/> (Consultado el 8 de abril de 2006).
- Boedo, L., & Calvo, A. (2001). Incidencia del tamaño sobre el comportamiento financiero de la empresa. Un análisis empírico con PYMES gallegas. *Revista Galega de Economía*, 10 (2), 1-23. Disponible en <http://www.redalyc.org> (Consulta el 20 de marzo de 2006).
- Brealey, R. & Myers, S. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. México: McGraw-Hill.
- Brigham, E. & Houston, J. (2006). *Fundamentos de Administración financiera*. México: Thomson Learning.
- Cardone, C. & Casasola, M. (2003). What do we know about the financial behaviour of the Spanish SME?: An empirical analysis. Working Paper 03-37. *Business Economics Series 08*. Febrero. Disponible en: <http://e-archivo.uc3m.es:8080/dspace/handle/10016/79> (Consultado el 16 de abril de 2007).
- Deakins, D., Logan, D. & Steele, L. (2001). *The financial management of the small enterprise*. London: Certified Accountants Educational Trust. Disponible en <http://www.accaglobal.com/research/summaries/23924> (Consultado el 10 de junio de 2002).
- Díaz, A., Lorenzo, O. & Solís, L. (2005). Procesos de negocios de Pymes insertas en redes colaborativas. *Academia, Revista Latinoamericana de Administración, Primer semestre*, 34, 25-46. Versión electrónica disponible en <http://redalyc.uaemex.mx/> (Consultado 15 diciembre 2007).
- Díez, I. y López, J. (2001). *Dirección financiera, planificación, gestión y control*. Madrid: Financial Times Prentice Hall.
- Ferraro, C. & Goldstein, E. (2011). Políticas de acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en América Latina. En: Ferraro (Coordinador). *Eliminando barreras: el financiamiento a las Pymes en América Latina*. Chile: Naciones Unidas, 2011. En línea: http://www.eclac.org/ddpe/publicaciones/xml/0/45220/Financiamiento_a_pymes.pdf. (Consulta 23 de junio de 2013).
- Field, A. (2006). *Discovering statistics using SPSS*. 2nd edition. London: SAGE Publications.
- Frank, M. & Goyal, V. (2003) *Capital structure decisions*. FINA Working Papers Disponible en http://repository.ust.hk/dspace/bitstream/1783.1/789/1/SSRN_ID396020_code030519500.pdf (Consultado 3 de julio de 2006).
- Fritsch, M., Brixy, U. & Falk, O. (2006). The effect of industry, region and time on new business survival – a multidimensional analysis. *Review of Industrial Organization*, 28, 285-306.
- Galindo, A. (2005) El tamaño empresarial como factor de diversidad. Edición electrónica Grupo EUMED. Universidad de Málaga. Disponible en <http://www.eumed.net/libros/2005/agl3/> (Consultado el 28 de marzo de 2003).
- Garrido, C. (2011). Nuevas políticas e instrumentos para el financiamiento de las Pymes en México: oportunidades y desafíos. En: Ferraro (Coordinador). *Eliminando barreras: el financiamiento a las Pymes en América Latina*. Chile: Naciones Unidas. En línea: http://www.eclac.org/ddpe/publicaciones/xml/0/45220/Financiamiento_a_pymes.pdf. (Consulta 23 de junio de 2013).
- Goldstein, E. (2011). El crédito a las Pymes en la Argentina: Evolución reciente y estudio de un caso innovador. En: Ferraro (Coordinador). *Eliminando barreras: el financiamiento a las Pymes en América Latina*. Chile: Naciones Unidas, 2011. En línea: http://www.eclac.org/ddpe/publicaciones/xml/0/45220/Financiamiento_a_pymes.pdf. (Consulta 23 de junio de 2013).
- Hernández, R., Fernández, C. & Baptista, P. (2010). *Metodología de la investigación*. 5ta. edición. México, McGraw-Hill.
- Hurtado, J. (2007). *El proyecto de investigación*. 5ta. Edición. Caracas: Ediciones Quirón – Sypal.
- Hurtado, J. (2010). *Metodología de la investigación holística*. 4ta. Edición. Caracas: Fundación Sypal.
- Legis (2011). *Plan único de cuentas para comerciantes*. Decimonovena edición. Colombia: Legis Editores S.A.
- Malhotra, M., Chen, Y., Criscuolo, A., Fan, Q., Hamel, I. & Savchenko, Y. (2007). Expanding Access to Finance: Good Practices and

- Policies for Micro, Small, and Medium Enterprises. USA: World Bank Institute.
- Martínez, M. (2009). Evaluación Financiera y Operacional: aplicada en PyMEs hoteleras. *Revista-Escuela de Administración de Negocios*, 65, 31-48.
- Matiz, F. & Naranjo, G. (2011). La financiación de nuevas empresas en Colombia, una mirada desde la demanda. *Revista EAN*, 70 (enero-junio), 118-131.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-591.
- Peña, D. (2002). *Análisis de datos multivariantes*. Madrid: McGraw-Hill.
- Pérez, R., Garzón, M. & Nieto, M. (2009). Análisis empírico de la aplicación del modelo de modernización de la gestión para organizaciones en PyMES colombianas. *Revista-Escuela de Administración de Negocios*, 65, 77-106.
- Puyana, D. (2004). La Pyme y su situación en Colombia. *Civilizar*, 6 (Junio). Disponible en línea http://www.usergioarboleda.edu.co/civilizar/archivo_publicacion_6.htm (Consultada el 17 de abril de 2010).
- Regalado, R. (2007). *Las MIPYMES en Latinoamérica. Estudios e Investigaciones en la Organización Latinoamericana de Administración*. <http://www.eumed.net/libros/2007b/274/index.htm> (Consultado el 11 de abril de 2008).
- Rivera, J. (2007). Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las pymes del sector de confecciones del Valle del cauca en el período 2000-2004. *Cuadernos de Administración*, 20 (julio-diciembre), 191-219.
- Sánchez, J., Osorio, J. & Baena, E. (2007). Algunas aproximaciones al problema de financiamiento de las Pymes en Colombia. *Scientia Et Technica*, XIII (34), 321-324.
- Sinisterra, G., Polanco, L. & Henao, H. (2005). *Contabilidad Sistema de Información para las organizaciones*, Quinta edición. México: McGraw-Hill.
- Suárez, A. (2003). *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. 20ma. Edición. Madrid: Ediciones Pirámide.
- Superintendencia de Sociedades (2010). *Sistema de Información y Riesgo Empresarial – SIREM*. Base de datos en línea. Disponible en <http://sirem.supersociedades.gov.co/SIREM/>. (Consultada el 15 de noviembre de 2010).
- Taymaz (2005). Are small firms really less productive? *Small Business Economics*, 25, 429-445.
- The World Bank (2008). *Finance for all? Policies and pitfalls in expanding access*. *World Bank Policy Research Report*. Washington: The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank. Edición digital en www.worldbank.org (Consultado el 27 de febrero de 2008).
- Van Caneghem, T. & Van Campenhout, G. (2012). Quantity and quality of information and SME financial structure. *Small Business Economics*, 39 (2), 341-358.
- Vera-Colina, M. (2011). Planificación financiera y acceso al financiamiento en pequeñas y medianas empresas venezolanas. Sector manufacturero. I Encuentro Internacional AECA en América Latina. Ciudad de México - 14 y 15 de febrero.
- Vera-Colina, M. (2012). Metodología para el análisis de la gestión financiera en pequeñas y medianas empresas (PYMES). *Serie FCE Documentos Escuela de Administración y Contaduría Pública*, 10. Disponible en <http://www.fce.unal.edu.co/publicaciones/> (Consultado el 25 de noviembre de 2012).
- Zevallos, E. (2007). *Restricciones del entorno a la competitividad empresarial en América Latina*. Costa Rica: Fundes. Serie Vector. Disponible en línea en <http://www.fundes.org/> (Consultado el 12 de febrero de 2008).
- Zuleta, L. (2011). Política pública e instrumentos de financiamiento a las Pymes en Colombia. En: Ferraro (Coordinador). *Eliminando barreras: el financiamiento a las Pymes en América Latina*. Chile: Naciones Unidas, 2011. En línea: http://www.eclac.org/ddpe/publicaciones/xml/0/45220/Financiamiento_a_pymes.pdf. (Consultado el 23 de junio de 2013).