

EL IMPACTO DE LA INVERSIÓN DE CAPITAL RIESGO SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS PYMES PARTICIPADAS. UN ESTUDIO EMPÍRICO REGIONAL

Arturo Haro de Rosario (Universidad de Almería), María del Carmen Caba Pérez (Universidad de Almería) y Leonardo Cazorla Papis (Universidad de Almería)

RESUMEN

Este trabajo tiene como principales objetivos analizar el efecto que el apoyo financiero de las entidades de capital riesgo andaluzas tiene sobre la estructura financiera de las empresas participadas y efectuar un estudio exploratorio de los factores explicativos de la estructura de capital de este colectivo empresarial. El estudio se ha realizado sobre una muestra de 82 empresas participadas por las entidades de capital riesgo que operan en Andalucía. El análisis comparativo de la muestra en relación a la situación media de las microempresas y empresas pequeñas andaluzas tomando en consideración los datos de la Central de Balances de Andalucía demuestra que las empresas participadas presentan en general un nivel de recursos a largo plazo ligeramente superior, especialmente en el caso de la deuda a largo plazo. Respecto a los posibles factores explicativos de la estructura de capital, los datos obtenidos a partir del análisis empírico efectuado indican que la capacidad de generar recursos posee una relación negativa y significativa con el nivel de endeudamiento a largo plazo, mientras que las variables oportunidades de crecimiento, nivel de riesgo y participación de la entidad de capital riesgo evidencia la existencia de una relación positiva.

Palabras Clave: Capital Riesgo; Estructura de Capital; PYME

1. INTRODUCCIÓN

Contar con una estructura financiera adecuada constituye una condición necesaria para afrontar con ciertas garantías de éxito la puesta en marcha y crecimiento de la empresa y su supervivencia a largo plazo. La literatura teórico empírica sugiere que las características intrínsecas de las pymes, asociadas a su menor tamaño e idiosincrasia, condicionan sus decisiones de financiación y explican las restricciones que sufren en el mercado de capitales [Gertler y Gilchrist, 1994; Fazzari, Hubbard y Petersen, 1998]. Para el caso de la empresa española, una serie de estudios, entre los que cabe destacar Mato [1990], Fariñas, Calvo, Jaumandreu, Lorenzo, Huergo, y de la Iglesia, [1992], Hernando y Vallés [1992], Ocaña, Salas y Vallés [1994], Fariñas y Suárez [1996], Suárez [1998] y Segura y Toledo [2003] aportan distinta evidencia sobre el comportamiento financiero diferenciado de las empresas según su tamaño. En general los resultados de estos trabajos apuntan que la estructura financiera de las pymes se caracteriza por contar con bajos niveles de capitalización y deuda a largo plazo y el excesivo endeudamiento a corto.

Esta falta de financiación estable a medio y largo plazo tiene su origen en distintos motivos. De un lado, como sugiere la teoría del orden de preferencia, el carácter familiar y la concentración del capital lleva a las pymes a rechazar la entrada de nuevos socios para evitar así la pérdida de control [Scherr, Sugrue y Ward, 1990; Holmes y Kent, 1991]. De otro lado, la asimetría informativa, la falta de garantías y la falta de formación especializada limita su poder de negociación ante las entidades financieras, incrementado su racionamiento en

el mercado de crédito [Berger y Udell, 1995; López y Romero, 1997; Lopez y Aybar, 1998 y López, Riaño y Romero, 1999].

Todas estas circunstancias han llevado a la mayoría de países a dotar a sus sistemas financieros de mecanismos e instrumentos de apoyo especializados (capital riesgo, sistemas de garantías, líneas de financiación preferencial, microcréditos, etc.) que tienen como objetivo fundamental mejorar la estructura financiera de las pymes. En el plano científico la problemática financiera que caracteriza a este colectivo empresarial ha intensificado el interés de los investigadores por conocer los posibles factores determinantes de su estructura de capital [Wijst, 1989; Constand, Osteryoung y Nast, 1991; Balakrishnan y Fox, 1993; Wijst y Thurick, 1993; Allen, 1995; Hamilton y Fox, 1998; Hall, Hutchinson y Michaelas, 2000; Watson y Wilson, 2002; Chen, 2004; Voulgaris, Asteriou y Agiomirgianakis, 2004; Flannery y Rangan, 2006 y Higgins y Steven, 2008]. En España también ha sido latente esta preocupación, pudiendo destacarse además de los trabajos ya mencionados, los de [Boedo y Calvo, 1997; López y Romero, 1997; Estrada y Valles, 1998; López, Riaño y Romero, 1999; Romera, 1999; López y Aybar, 2000; Broseta, Monferrer y Pérez, 2001; Melle, 2001; Menéndez, 2001, 2003; Santero, 2001; Vázquez, Fernández y Montes, 2001; Aybar, Casino y López, 2003, 2004; Azofra, Saona y Vallelado, 2004, 2007; Cáceres y Canelón, 2005; Cardone y Cazorla, 2006 y Jiménez y Palacín, 2007], así como trabajos centrados en el análisis de la eficacia y los efectos de los distintos mecanismos e instrumentos de apoyo puestos en práctica [Jordano, 2006; Álvarez 2007 y Martí, 2007].

En el caso de la empresa andaluza, la evolución de la estructura financiera presenta diferencias entre los distintos segmentos de tamaño (según valores medios de la Central de Balances de Andalucía para el periodo 2005-2007). Así, mientras que en el colectivo de "Gran Empresa" el patrimonio neto y el pasivo no corriente representaban en 2007 el 62,82% de la estructura financiera, en el caso de las empresas "pequeñas" y "microempresas" dichos recursos representaban, respectivamente, el 53,55% y el 47,97%. Observamos por tanto que entre los dos grupos extremos existe una diferencia de 15 puntos porcentuales. De otra parte, las empresas de esta comunidad autónoma, a pesar de su dinamismo, presentan ciertas debilidades en comparación con la media de la empresa española, que se concretan fundamentalmente en una menor rentabilidad y un mayor nivel de endeudamiento [Instituto de Análisis Económico y Empresarial de Andalucía, 2005].

La carencia de recursos a largo plazo, especialmente de recursos propios, ha supuesto la creación y desarrollo en la mayoría de países del sector de capital riesgo. El capital riesgo, como actividad financiera, es desarrollado por intermediarios financieros especializados (Sociedades, Fondos de Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Fondos y Sociedades de Capital Riesgo -en adelante ECR-) que tienen como principal objetivo aportar financiación estable a medio y largo plazo a favor de pymes en sus distintos estadios de desarrollo. Como instrumento financiero el apoyo se concreta, normalmente, mediante la toma de participaciones temporales y minoritarias en el capital social. Si bien, además de la financiación vía capital, las ECR utilizan otros instrumentos financieros como los préstamos participativos y la deuda subordinada, siendo posible la utilización en favor de sus empresas participadas de instrumentos de deuda ordinaria. Un rasgo característico que diferencia a estos intermediarios respecto de las entidades de crédito es el seguimiento activo de la inversión y el apoyo prestado a nivel gerencial y de gestión. Normalmente la presencia de la ECR en el Consejo de Administración de la empresa participada, además de facilitar el control de la inversión, permite el asesoramiento en la toma de decisiones empresariales, incrementando además la imagen, credibilidad y garantía de la empresa participada frente a terceros. En consecuencia y en el ámbito concreto de las decisiones financieras, el apoyo de las ECR permite, además de incrementar el nivel de los recursos propios disponibles,

reducir el riesgo y la asimetría informativa con las entidades de crédito, facilitando el acceso de las pymes participada al mercado de crédito a largo plazo [Heapey, 2005].

El capital riesgo es un sector ampliamente estudiado [Jeng y Wells, 2000; Gompers, y Lerner, 2001; Hellmann y Puri, 2002; Martí y Balboa, 2002; Schertler, 2003; Ferreria, Romao y Cunha, 2008 y Cummin y Walz, 2010]. En España, además de los informes periódicos que son desarrollados al amparo de ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo), en los que se analiza la actividad desarrollada por el sector y su impacto económico y social a nivel agregado, la literatura científica ha centrado fundamentalmente su interés en la descripción y funcionamiento de este tipo de operadores, entre los que podemos destacar los trabajos de López-Pinto, [1987], Martí, [1987, 2003], Martín, [1988], Sotelo, [1988], García, [1991], Alcalá, [1995], Jacques, [2002], Balboa y Martí, [2003], Marco, [2004], Alemany y Martí, [2005], Martí, Alemany, Zieling y Salas, [2007], Martí y Ferrer, [2009], Rios, [2009] y Menéndez, [2010], siendo escasos los trabajos que analizan el impacto que a nivel de empresa tienen estos intermediarios. En el ámbito del sector de capital riesgo en Andalucía podemos destacar los trabajos de Alcalá, [1994, 2000], Cazorla y Cano, [1998], Contreras et al. [1999], Lanzas, [1999], Martí y Salas, [2007] y García, Jiménez, Palacín y Pérez, [2008]. Martí y Salas, [2007], sobre la base de los datos financieros correspondientes a los ejercicios 2005-2006, efectúan una caracterización de las empresas participadas por ECR andaluzas, concluyendo que se trata en general de empresas “inmaduras” con bajos niveles de facturación y activos. Ambos autores sugieren además la necesidad de analizar el impacto que el apoyo de estos intermediarios tendría sobre la estructura financiera de las empresas.

Partiendo de esta necesidad, el trabajo que presentamos tiene como principales objetivos: 1) analizar el efecto que el apoyo financiero de las ECR andaluzas tiene sobre la estructura financiera de las empresas participadas, y 2) efectuar un estudio exploratorio de los factores explicativos de la estructura de capital de este colectivo empresarial. El estudio se ha realizado sobre una muestra de 82 empresas participadas por las ECR andaluzas.

Con el fin de lograr los objetivos anteriormente señalados, hemos dividido el presente trabajo en seis apartados. Tras esta introducción, en el apartado dos efectuamos una breve descripción de la evolución y situación actual del sector de capital riesgo en Andalucía. En el apartado 3 identificamos los principales factores internos determinantes de la estructura de capital, así como los instrumentos de mediación utilizados de acuerdo con la literatura. Asimismo se analizan las posibles relaciones entre estos factores y el nivel de pasivo no corriente. En la sección 4 se detalla cómo se seleccionó la muestra objeto de estudio, las variables explicativas que fueron finalmente escogidas y la metodología aplicada para la realización del trabajo empírico. En el quinto apartado se analizan y discuten los resultados obtenidos y, por último, en el apartado 6 se exponen las conclusiones del trabajo de investigación realizado.

2. EL CAPITAL RIESGO EN ANDALUCÍA

Como ya se ha comentado, en general las pymes se enfrentan a mayores obstáculos para conseguir financiación a largo plazo. En este contexto el apoyo financiero a través de intermediarios especializados de capital riesgo representa una alternativa interesante para capitalizar a las pymes y mejorar así su estructura financiera.

En el caso de Andalucía, la creación, desarrollo y consolidación del sector del capital riesgo ha sido responsabilidad fundamentalmente del sector público. Sus antecedentes en Andalucía se remontan a la década de los setenta con la creación, primero de la Sociedad

para el Desarrollo Industrial de Andalucía (SODIAN) con la participación mayoritaria del Instituto Nacional para la Pequeña y mediana Empresa (IMPI), y segundo, con la creación de la Sociedad para la Promoción y Reconversión Económica de Andalucía (SOPREA) al amparo del estatuto de autonomía andaluz. A finales de los ochenta la creación del Instituto de Fomento de Andalucía (IFA) como agencia de desarrollo local, en sustitución del Instituto de Promoción Industrial de Andalucía (IPIA), supuso un cambio en el funcionamiento de las Sociedades de Desarrollo (SODIAN y SOPREA) y su vinculación al sector de capital riesgo. El inicio de la década de los 90 marca un punto de inflexión en el sector del capital riesgo en Andalucía. Siguiendo las directrices de la OCDE, la Junta de Andalucía apostó por crear un modelo territorial de capital riesgo único en nuestro país basado en la creación de una red de ECR de capital mixto (público y privado) y de ámbito de actuación local. El modelo se basaba en dos pilares fundamentales: 1) la colaboración con las distintas administraciones públicas, entidades financieras e inversores privados locales, y 2) la cercanía geográfica y el contacto directo del operador con la realidad económica del ámbito local de actuación [Cazorla y Cano, 1998]. Bajo este modelo se crearon 5 ECR: Sevilla 93; Inversiones Progranada; Fomento de Iniciativas Cordobesas, Iniciativas Económicas de Almería, Inverjaén y la Sociedad para el Fomento de Inversiones de Huelva. En resumen, a excepción de Cádiz y Málaga (provincia esta última en la que actuaba M-Capital, una entidad de desarrollo empresarial de carácter privado), se logró crear con el esfuerzo de la Junta de Andalucía una ECR en casi todas las provincias andaluzas. Con el paso de los años, muchas de las entidades creadas han desaparecido o han sido absorbidas por algunas entidades financieras. Actualmente existen 9 ECR operativas con sede en Andalucía: Univen Capital, Iniciativas Económicas de Almería; Inversión y Gestión del Capital Riesgo de Andalucía (Invercaria); Inverjaén; Inversiones e Iniciativas de Málaga; Inversiones Progranada; M-Capital y Sevilla Seed Capital. Recientemente, en noviembre de 2009, se ha constituido Cajasol Inversiones de Capital SA SCR de Régimen Simplificado, la cual no se ha considerado en el estudio.

Desde el punto de vista de la modalidad organizativa todas estas ECR constituyen intermediarios de pequeña dimensión (capitales inferiores a los 30 millones de euros) que gestionan sus propios recursos. A excepción de M-Capital de carácter privado, el resto se trata de sociedades de capital mixto en las que, en general, la participación pública ejerce una influencia significativa en su política de inversión (consolidación del tejido empresarial, así como el apoyo a la creación y desarrollo de nuevas empresas innovadoras en su ámbito de actuación) y funcionamiento.

Además de las sociedades mencionadas, el mapa del capital riesgo en Andalucía se completa con los fondos de capital riesgo "Andalucía 21" y "Andalucía Capital Desarrollo", gestionados por "Ahorro Corporación Desarrollo", y el fondo "Ged Sur" gestionado por GED Iberian Private Equity. Aunque ambas sociedades tienen su sede central en Madrid utilizan estos fondos para invertir en empresas con sede o actividad significativa en Andalucía.

Si clasificamos los operadores de capital riesgo que operan en Andalucía desde un punto de vista operativo, tomando como referencia la gestión efectiva desarrollada por la entidad, se pueden distinguir entre entidades de capital riesgo de gestión pública (en adelante, ECRG-PU) y entidades de capital riesgo de gestión privada (en adelante, ECRG-PR), tal como se muestra en el cuadro 1. En este sentido conviene señalar que, en general, las ECRG-PU se centran en empresas de pequeño tamaño, presentando porcentajes de participación menores que en caso de las ECRG-PR, que prefieren apoyar a empresas más grandes y maduras mediante participaciones mayores con el objetivo de controlar mejor sus inversiones.

Cuadro 1. Entidades de Capital Riesgo con actividad Andalucía

	SOCIEDAD DE CAPITAL RIESGO	FONDOS DE CAPITAL RIESGO
ECRG-PU	Iniciativas Económicas de Almería, S.A., SCR Inverjaén, S.A., SCR Inversiones e Iniciativas Málaga, S.A., SCR Inversiones Progranada, S.A., SCR Univen Capital, S.A., SCR Sevilla Seed Capital, S.A., SCR Invercaria, S.A.	
ECRG-PR	M-Capital, S.A.	Andalucía 21, F.C.R. Andalucía Capital Desarrollo, F.C.R. Ged Sur

Fuente: Elaboración propia

Por último, la creación en 2005, a iniciativa de la Junta de Andalucía, de Invercaria supuso un nuevo revulsivo para el desarrollo del sector. Con esta entidad, la Junta pretende coordinar la mayor parte de las actividades de capital riesgo en la comunidad autónoma, constituyendo unos de los principales instrumentos, bien gestionado sus propios recursos a través de diversos programas (Campus, Atlantis, Gaya, Melkart), o bien asumiendo las participaciones que la Junta tenía en las distintas sociedades de capital riesgo andaluzas. Actualmente la Junta a través de la Iniciativa "Jeremie" (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises*) desarrollada conjuntamente por la Comisión Europea y el FEI, sigue apostando por el desarrollo del sector en Andalucía, estando en fase de constitución un nuevo Fondo de Capital Riesgo, además de un Fondo de Garantía de Crédito.

3. FACTORES INTERNOS DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Como se ha indicado en la introducción, este trabajo pretende analizar el efecto que la participación de las ECR andaluzas tiene sobre la estructura financiera de las empresas participadas, y efectuar un análisis exploratorio de los factores internos que pueden explicar la estructura de capital en este colectivo empresarial.

La literatura sobre la estructura de capital ha evolucionado desde los enfoques clásicos centrados en mercados perfectos (enfoque tradicional y tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller, 1958), hacia teorías que incorporan las distintas imperfecciones existentes en el mercado. Entre estas últimas destacan: 1) la teoría del óptimo financiero o equilibrio estático que señala la existencia de una estructura de capital que compensa los costes y beneficios de la deuda; 2) la teoría financiera de la agencia que sugiere la existencia de una estructura de capital óptima que minimiza los costes totales de agencia derivados de los conflictos entre accionistas, directivos y prestamistas, 3) el enfoque de señales que se basa en el poder informativo de determinadas decisiones financieras; 4) la teoría del *pecking order* (TPO) o del orden de preferencia que se centra en la existencia de una jerarquía de preferencias a la hora de seleccionar las fuentes de financiación; y por último, 5) la teoría de estrategia empresarial que analiza el efecto que las distintas estrategias tendrían sobre la estructura de capital de la empresa.

Los argumentos propuestos en los diferentes enfoques teóricos indican la existencia de un amplio conjunto de factores internos en la empresa que pueden condicionar sus decisiones de financiación y, por tanto, su nivel de endeudamiento. Las variables independientes explicativas que fueron tomadas en cuenta para este estudio han sido: reputación, sector de

actividad económica, capacidad para generar recursos, localización, porcentaje de participación de la ECR, oportunidad de crecimiento, año de entrada de la ECR, nivel de riesgo empresarial y tamaño. Todas las variables seleccionadas se basaron en la revisión de la literatura y de trabajos empíricos existentes sobre la estructura de capital en el contexto de las pymes [Hall, Hutchinson y Michaelas, 2000; Watson y Wilson, 2002; Aybar, Casino y López, 2003, 2004; Azofra, Saona y Vallelado, 2004, 2007; Chen, 2004; Voulgaris, Asteriou y Agiomirgianakis, 2004; Cáceres y Canelón, 2005; Flannery y Rangan, 2006; Jiménez y Palacín, 2007 y Higgins y Steven, 2008].

Reputación. La variable reputación hace referencia al prestigio de la empresa en los mercados. En el caso concreto de las decisiones de financiación dicha variable hace referencia al cumplimiento por parte de la empresa de sus compromisos financieros a lo largo de tiempo, constituyendo la reputación uno de los activos intangibles más valorados en el mercado de crédito. En consecuencia, algunos trabajos empíricos señalan la existencia de una relación positiva de dicha variable con el nivel de endeudamiento [John y Natchman, 1985; Diamond, 1989 y Azofra, Saona y Vallelado, 2004]. Por otro lado, existen trabajos que encuentran una relación en sentido inverso. Dichos trabajos sugieren que la reputación de la empresa guarda una relación directa con la capacidad de autofinanciación y, por tanto, con la menor necesidad de recurrir al endeudamiento [Boedo y Calvo, 1997; Hall, Hutchinson y Michaelas, 2000 y Aybar, Casino y López, 2004]. En este trabajo, con en la mayoría de estudios empíricos se ha considerado como indicador de ésta variable la antigüedad de la empresa.

Sector de Actividad. La literatura señala que empresas pertenecientes a un sector de actividad poseen estructuras de capital parecidas que las diferencian de otros [Myers, 1984; Balakrishnan y Fox, 1993; Munyo, 2003; Azofra, Saona y Vallelado, 2004 y Acedo, Ayala y Rodríguez, 2005]. A efectos de este trabajo se consideran los criterios de clasificación considerados en la Revista Española de Entidades de Capital Riesgo: investigación y desarrollo; industria; tecnologías de la información y comunicación (TIC); otros servicios de mercado; construcción civil; comercio; servicios regulados; agricultura, ganadería y pesca y energía.

Capacidad de generar recursos (rentabilidad). La capacidad de generar recursos internos constituye otro de las variables ampliamente utilizadas en los estudios de los factores determinantes de la estructura de capital. En la literatura existen argumentos contradictorios sobre la influencia de esta variable sobre el ratio de endeudamiento. Algunos trabajos señalan que aquellas empresas que tienen mayor capacidad de generar recursos financieros suelen presentar mayores ratios de endeudamiento, ya que en general presentan mayores niveles de garantía y solvencia que son valoradas positivamente por el mercado de crédito [Jensen y Meckling, 1976, Azofra, Saona y Vallelado, 2004]. Por el contrario, otros trabajos señalan que en la medida que una empresa tiene mayor capacidad de generar recursos tiene más posibilidades de autofinanciarse y, por tanto, tendrá menos necesidad de acudir a fuentes de financiación externa [Myers, 1984; Myers y Majluf 1987; Menéndez-Alonso, 2003; Aybar, Casino y López, 2004, Azofra, Saona y Vallelado, 2004]. En este trabajo la variable fue medida a través de Beneficio de explotación más amortizaciones sobre activo total.

Localización. La capacidad del capital riesgo para impulsar el desarrollo de empresas en expansión y para reducir desequilibrios regionales [Martí, Salas y Barthel, 2009] hace que sea conveniente comprobar si dentro del conjunto de las empresas andaluzas participadas el hecho de que estén ubicadas en una u otra provincia guarda algún tipo de relación con su nivel de endeudamiento a largo plazo. Para cuantificar esta variable se consideraron las ocho provincias que componen la comunidad autónoma andaluza.

Porcentaje de participación de la ECR. Respecto al porcentaje de participación de la ECR en el capital social de la empresa participada, cabe suponer que cuanto mayor sea el porcentaje de participación del inversor financiero, éste ejerce un mayor control sobre su inversión, siendo mayor la garantía que la empresa participada ofrece a las entidades de crédito. En consecuencia cabe suponer que el porcentaje de participación guardaría una relación positiva con el nivel de deuda a largo plazo. Esta variable se midió a través del porcentaje de participación.

Oportunidad de Crecimiento. Esta variable hace referencia al peso de los intangibles en el activo empresarial. En general la literatura establece una relación inversa entre dicha variable y el ratio de endeudamiento [Jensen y Meckling, 1976; Aybar, Casino y López, 2004]. Si bien en el contexto de las operaciones de capital riesgo debemos de tener en cuenta que la oportunidades de crecimiento constituye un factor clave de entrada [Alcalá, 1995]. Tal circunstancia podría explicar una relación positiva entre las variables. En este trabajo la variable oportunidad de crecimiento se ha medido mediante el volumen de inmovilizado intangible sobre el de activo total.

Año de entrada de la ECR. El capital de riesgo es un instrumento efectivo para crear empresas con una estructura financiera sana y equilibrada entre la aportación de capital propio y los recursos de crédito [Carvajalino, 1997]. A su vez, la aportación de capital propio ejerce un efecto palanca sobre el crédito, al representar mejor garantía para las entidades de crédito. En relación con el año de entrada, cabe suponer que cuanto más larga y duradera es la relación entre la empresa participada y la ECR mejores garantías ofrece en el mercado de crédito. Esta variable se midió a través de la antigüedad de la ECR.

Nivel de riesgo empresarial. De acuerdo a la literatura el riesgo empresarial constituye una de las variables que más inciden en la política de endeudamiento de la empresa. El riesgo empresarial está vinculado al grado de incertidumbre y volatilidad de los resultados empresariales. En general la literatura sugiere la existencia de una relación negativa entre el nivel de riesgo empresarial y el nivel de endeudamiento. Las empresas que presentan mayor nivel de riesgo empresarial muestran también una mayor probabilidad de insolvencia y, por tanto, sufren un mayor racionamiento de capital, especialmente de deuda largo plazo [Bradley, Jarrel y Kim, 1984; Friend y Lang, 1988; Crutchley y Hansen, 1989; Harris y Raviv, 1991; Bathala, Moon y Rao, 1994]. En el contexto de las operaciones de capital riesgo, dado que estos intermediarios suelen estar especializados en financiar proyectos de mayor riesgo, podríamos obtener relaciones en sentido inverso. En este trabajo esta variable fue medida a través de la desviación típica del BAIT.

Tamaño. Como se ha mencionado en el apartado de introducción existe abundante literatura teórico-empírica que destaca las diferencias en el comportamiento financiero de las empresas según su tamaño y el efecto de esta variable sobre la estructura de capital. Los estudios empíricos que analizan la relación de esta variable con el nivel de endeudamiento llegan a resultados contradictorios. La mayor parte de estos trabajos consideran que en la medida que las empresas de mayor tamaño ofrecen mayores niveles de garantía, presentan menores asimetrías de información, poseen mayores cuotas de mercado y poder de negociación; presentan menores restricciones en el mercado de crédito a largo plazo [Ang, Chua y McConnell, 1982; Bergés y Maravall, 1985; Myers y Majluf, 1987; Titman y Wessels, 1988; Crutchley y Hansen, 1989; Cuñat, 1990; Harris y Raviv, 1991; Ang, 1992; Chung, 1993; Gaver y Gaver, 1993; Rajan y Zingales, 1995; Menéndez, 1996, 1999; Azofra, Saona y Valledado, 2004]. Frente a estos trabajos, otros señalan la existencia de una relación negativa entre ambas variables. Dichos trabajos sugieren que a medida que las empresas incrementan su tamaño también aumentan sus necesidades de recursos

financieros. Cuando las necesidades de financiación son muy elevadas, muchas empresas de gran tamaño optan por la emisión de acciones, dadas las limitaciones existentes en el mercado de crédito y las menores dificultades de acceso a los mercados de emisión de acciones [Holmes y Kent, 1991; Segura y Toledo, 2003 y Cardone y Cazorla, 2006]. En este trabajo la variable tamaño se midió a través del volumen de ventas.

4. ASPECTOS METODOLÓGICOS

4.1. MUESTRA

Para la selección de la población objeto de estudio se tomo en consideración las empresas participadas por las ECR andaluzas de acuerdo al listado disponible de la Revista Española de Entidades de Capital Riesgo. Esta información fue validada analizando la cartera de participadas que figuraba en la web corporativa de cada una de las ECR y la base de datos de SABI. A finales de noviembre de 2009 el número de empresas participadas era de 328 empresas. De éstas a efectos de nuestro análisis, dada la imposibilidad de obtener datos financieros para los ejercicios 2008 y 2009, finalmente fueron consideradas únicamente aquellas empresas participadas de las que se disponía de los estados contables completos para el periodo 2005 a 2007 a partir de la base de datos SABI. El número final de empresas participadas que constituyen la muestra asciende a 82 empresas, cifra que representa tan sólo un 0,25 % de las pymes andaluzas según datos de la Central de Balances de Andalucía para ese año. En cualquier caso este dato tan sólo nos indica que la labor del sector de capital riesgo en Andalucía, aunque importante, es muy residual considerando el conjunto de toda la población empresarial.

La Unión Europea recomienda unos criterios de clasificación por tamaño que contemplan los niveles de facturación y el valor total de balance, a fin de evitar la distorsión que genera la aplicación de criterios diferentes por parte de las empresas al contabilizar los ingresos de explotación. Así, se ha considerado microempresa si la facturación y el balance son inferiores a 2 millones de euros, pequeña si los ingresos o el balance es tan comprendidos entre 2 y 10 millones de euros, mediana si los ingresos están entre 10 y 50 millones de euros o el valor de balance está comprendido entre 10 y 43 millones de euros y grande si los ingresos superan los 50 millones de euros o el balance supera los 43 millones de euros. Como se observa en el cuadro 2 la muestra está integrada fundamentalmente por micro y pequeñas empresas, constituyendo entre ambos grupos el 86,59% de la misma. Cabe destacar que casi la mitad de las empresas analizadas son microempresas participadas por ECRG-PU.

Cuadro 2. Clasificación por tamaño

	PÚBLICAS	%	PRIVADAS	%	TOTAL	%
Microempresa	40	48,78	6	7,32	46	56,10
Pequeña	17	20,73	8	9,75	25	30,49
Mediana	5	6,10	3	3,66	8	9,75
Grande	1	1,22	2	2,44	3	3,66

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del SABI

Si clasificamos la muestra por sector de actividad, se observa que los sectores más importantes son "otros servicios de mercado", seguido por el de "industria", "comercio" e "investigación y desarrollo" (ver cuadro 3). No obstante se observan grandes diferencias según la naturaleza pública o privada del inversor.

Cuadro 3. Distribución por sector de actividad

SECTOR	PÚBLICAS	%	PRIVADAS	%	TOTAL	%
Investigación y Desarrollo	10	12,20	0	0,00	10	12,20
Industria	17	20,73	1	1,22	18	21,95
TIC	9	10,98	0	0,00	9	10,98
Otros servicios de mercado	15	18,29	7	8,54	22	26,83
Construcción civil	1	1,22	5	6,10	6	7,32
Comercio	6	7,32	5	6,10	11	13,41
Servicios regulados	2	2,44	2	2,44	4	4,88
Agricultura, ganadería y pesca	1	1,22	0	0,00	1	1,22
Energía	1	1,22	0	0,00	1	1,22

Fuente: Elaboración propia

Respecto a la distribución de la muestra por provincias, tal como se ve en el cuadro 4, el grueso de la misma se concentra en Málaga y Sevilla.

Cuadro 4. Distribución por provincias

PROVINCIA	TOTAL	%
Cádiz	4	4,88
Málaga	23	28,05
Almería	13	15,85
Jaén	14	17,07
Granada	10	12,20
Córdoba	2	2,44
Sevilla	16	19,51
Huelva	0	0,00

Fuente: Elaboración propia

4.2. DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

El objetivo del estudio, como se ha señalado, consiste en valorar si la participación de las ECR mejora el acceso de la empresa participada al mercado de crédito, especialmente a la deuda a largo plazo. Por tanto, aunque no existe en la literatura unanimidad sobre la manera funcional de medir la estructura financiera, en este trabajo hemos considerado como variable dependiente representativa el ratio pasivo no corriente sobre total de activos.

Respecto de los posibles factores explicativos de la estructura de capital en el cuadro 5 sintetizamos las variables consideradas, las unidades de medida utilizadas, así como las relaciones esperadas con el nivel de endeudamiento [Cardone y Cazorla, 2006]. De acuerdo a la teoría del óptimo financiero, cabe esperar una relación positiva entre el nivel de endeudamiento y las variables independientes reputación, capacidad de generar recursos y tamaño, y una relación negativa con las variables oportunidades de crecimiento y riesgo. Por su parte, la teoría del orden de preferencia considera que la relación es negativa con las variables reputación, capacidad de generar recursos y riesgo, mientras que la relación es positiva con la variable oportunidades de crecimiento. Por último cabe destacar que para las variables participación y año de entrada de la ECR no existen precedentes de acuerdo a estas teorías.

Cuadro 5. Factores explicativos y relaciones esperadas

FACTOR	MEDIDA	RELACIÓN ESPERADA CON EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO
Reputación (REPU)	- Nº de años desde su constitución	Positivo / Negativo
Sector de Actividad (SECTOR)	- Criterio de clasificación de la Revista Española de Entidades de Capital Riesgo	Variable control
Capacidad de generar recursos (CAPACREC)	- Beneficio de explotación + amortizaciones sobre activo total	Positivo / Negativo
Localización (LOC)	- Localización según provincia	Variable control
Participación de la ECR (PARTECR)	- Porcentaje de participación de la ECR en el capital social	Positivo
Oportunidades de crecimiento (OPOR)	- Inmovilizado inmaterial sobre activo total	Positivo/Negativo
Año de entrada de la ECR (ENTRADA)	- Nº de años que lleva participada	Positivo
Nivel de riesgo empresarial (RIESGO)	- Desviación típica del BAIT (periodo 2005-2007)	Positivo/Negativo
Tamaño (TAM)	- Volumen de ventas (Logaritmo Neperiano a efectos de análisis explicativo)	Positivo / Negativo

Fuente: Elaboración propia

4.3. METODOLOGÍA

Una vez obtenida toda la información necesaria a partir de la base de datos SABI, se realizó un análisis descriptivo, que incluye en primer lugar una comparativa, a nivel básico, de la estructura financiera de la muestra con la de la media andaluza, tomando para ello datos de la Central de Balances de Andalucía, y en segundo lugar un análisis en el que se diferenció entre la naturaleza pública y privada de la ECR, incluyéndose variables clave como el número de años de antigüedad de la empresa, la capacidad de generar recursos, el porcentaje de participación de la entidad, las oportunidades de crecimiento y la cifra de ventas, entre otras.

Para completar el análisis descriptivo se elaboró una matriz de correlaciones (Pearson) con los posibles factores explicativos de la estructura de capital y el ratio representativo del nivel de endeudamiento.

En segundo lugar, con objeto de alcanzar los objetivos del artículo, se realizó una Regresión Lineal Múltiple, en línea con otros estudios relativos a estructura de capital [Aybar, Casino y López, 2003, 2004; López y Saona, 2007; Ortega, 2008 y Tresierra, 2008]. Esta técnica posibilita la interacción de las variables explicativas entre sí y la obtención de estimaciones del efecto de cada una de ellas, corregido o ajustado por las otras.

Para que el modelo de Regresión Lineal Múltiple sea válido se deben cumplir una serie de hipótesis de partida (linealidad, homocedasticidad, normalidad, no colinealidad e independencia). La comprobación de estas hipótesis se realizó mediante el test de RESET, de White, la prueba de Shapiro-Wilks, el test de Durbin-Watson y los factores de inflación de la varianza.

Finalmente se comprobó la bondad de ajuste del modelo, utilizándose para todas las operaciones estadísticas los programas SPSS (versión 18) y STATA.

5. ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

En general se observa que las empresas andaluzas participadas por ECR de Andalucía presentan respecto a la media andaluza (ver cuadro 6): i) un nivel de recursos propios ligeramente inferior; ii) un nivel de pasivo no corriente y corriente ligeramente superior. Esta situación, aunque a priori pueda sorprender, sugiere que el apoyo de las ECR andaluzas se traduce no sólo en el incremento necesario en los fondos propios, sino que canaliza a favor de éstas mayores niveles de deuda. De otra parte, también se observa como las empresas participadas por ECRG-PR presentan una estructura más sólida que las ECRG-PU, que muestran un nivel superior tanto de pasivo corriente como no corriente.

Cuadro 6. Estructura Financiera empresas participadas. Estudio Comparativo

	CENTRAL DE BALANCES DE ANDALUCÍA				MUESTRA					
	Micro	Pequeña	Mediana	Total	Micro	Pequeña	Mediana	Total	Públicas	Privadas
Recursos Perman.	47,97%	53,55%	58,15%	59,21%	52,86%	52,04%	68,80%	56,99%	56,48%	58,68%
Patrimonio Neto	26,62%	29,26%	29,94%	29,64%	29,46%	18,30%	38,76%	26,41%	25,09%	30,78%
Pasivo no corriente	21,35%	24,29%	28,21%	29,57%	23,40%	33,75%	30,04%	30,58%	31,39%	27,90%
Pasivo corriente	52,03%	46,45%	41,85%	40,79%	47,14%	47,96%	31,20%	43,01%	43,72%	40,64%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del SABI

En la medida que algunos trabajos concluyen la existencia de diferencias significativas en las formas de actuación y características de las operaciones según la naturaleza pública y privada de la ECR [Cazorla y Cano, 1998 y Ramón y García, 2006], se ha procedido a efectuar un análisis diferenciando la naturaleza pública o privada del operador (ver cuadro 7). En ese sentido debemos de tener en cuenta que en el ámbito de las ECRG-PU, el apoyo financiero de la ECR se instrumenta además de mediante la aportación de fondos propios, mediante la concesión de instrumentos de deuda participativa (por ejemplo el programa CAMPUS de Invercaria para la financiación de empresas de base tecnológica), o bien a través de un “paquete completo” que supone la inyección combinada de capital e instrumentos de deuda participativa y ordinaria.

De éste análisis descriptivo (ver cuadro 7), podemos destacar los siguientes aspectos. En primer lugar debemos destacar que en general se observa una gran dispersión en los datos. En cuanto al tamaño empresarial, medido a través del volumen de ventas, observamos que, por término medio, se trata de empresas de pequeño tamaño, siendo las empresas de mayor tamaño las participadas por las ECRG-PR. Aunque como ya se ha comentado anteriormente, si aplicamos los criterios de la Unión Europea en cuanto a clasificación por tamaño, la muestra está fundamentalmente constituida por microempresas.

Respecto de la variable reputación medida por la antigüedad de la empresa observamos que salvo algunas excepciones, en general, se trata de empresas jóvenes en sus estadios iniciales de desarrollo (*early states*), siendo las más antiguas las participadas por las ECRG-PR. Lógicamente, dado el poco tiempo en funcionamiento que tienen, el número de años que llevan participadas también es pequeño, situándose como media en 4,28 años.

Respecto de la capacidad de generar recursos medida a través del ratio de rentabilidad, observamos que las empresas participadas por ECRG-PR obtienen como media una rentabilidad doble a la obtenida por las ECRG-PU. Esta circunstancia puede deberse a la filosofía en la gestión que en general diferencia a las ECRG-PR respecto de las ECRG-PU. En este sentido observamos además que el porcentaje de participación de las ECRG-PR es del 44% frente al 25% de las ECRG-PU. Este mayor porcentaje de participación, en general supone un mayor control de la inversión, circunstancia que puede explicar el diferencial de rentabilidades obtenidos en cada caso.

Respecto a la variable riesgo, medida a través de la desviación típica del BAIT, las empresas participadas por ECRG-PR tienen un nivel medio de riesgo que duplica al de las ECRG-PU.

Cuadro 7. Características empresas participadas

VARIABLE		PÚBLICAS	PRIVADAS	TOTAL
Nº de participadas		63,00	19,00	82,00
Reputación (antigüedad)	Media	9,12	11,08	10,07
	Desviación Típica	8,88	7,80	8,59
	Mediana	6,00	8,00	6,00
	Valor Máx	42	33	42
	Valor Mín	2	3	2
Capacidad generar recursos (BE + Amortizaciones sobre activo)	Media	0,05	0,10	0,05
	Desviación Típica	0,15	0,16	0,15
	Mediana	0,07	0,04	0,06
	Valor Máx	0,31	0,23	0,31
	Valor Mín	-0,51	-0,06	-0,51
Porcentaje de participación ECR	Media	25,66	44,13	35,52
	Desviación Típica	20,08	23,69	22,22
	Mediana	27,96	40,00	33,00
	Valor Máx	51,33	94,30	94,30
	Valor Mín	0,77	8,00	0,77
Oportunidad de crecimiento (Activo Intangible sobre activo total)	Media	0,26	0,30	0,27
	Desviación Típica	0,24	0,32	0,26
	Mediana	0,18	0,16	0,17
	Valor Máx	0,89	0,88	0,89
	Valor Mín	0,01	0,01	0,01
Número de años que lleva participada	Media	3,95	5,29	4,28
	Desviación Típica	3,68	4,51	3,97
	Mediana	2	4	3,00
	Valor Máx	16	18	18
	Valor Mín	1	1	1
Riesgo (Desviación típica del BAIT)	Media	183.158,38	433.367,37	244.184,97
	Desviación Típica	318.535,02	379.812,81	396.683,56
	Mediana	82.428,15	161.411,98	96.547,51
	Valor Máx	1.946.144,23	1.721.826,04	1.946.144,23
	Valor Mín	2.389,77	588,26	588,26
Tamaño (Cifra de Ventas)	Media	2.711.213,42	7.176.128,86	3.946.392,22
	Desviación Típica	6.644.752,65	9.273.912,84	7.347.563,70
	Mediana	1.065.912,00	1.666.039,00	1.085.035,00
	Valor Máx	36.571.077,00	37.096.999,93	37.096.999,93
	Valor Mín	2.460,00	29.779,00	2.460,00

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del SABI

Tal y como se muestra en el cuadro 8, la matriz de correlaciones (Pearson) puso de manifiesto una correlación significativa, de grado medio y signo positivo entre las variables "reputación", "tamaño" y "riesgo". Por su parte, también se observa una correlación media, positiva y significativa entre "tamaño" y "capacidad de generar recursos". Estos datos sugieren que las empresas de la muestra de mayor tamaño son las de más edad y riesgo. Respecto al ratio de endeudamiento (pasivo no corriente sobre total activo), sólo se observa una correlación media, negativa y significativa con "capacidad de generar recursos". La inexistencia de correlaciones elevadas y significativas entre la variable dependiente y las independientes nos puede dar una idea de los resultados de la Regresión Lineal Múltiple que se realiza a continuación, que presumiblemente contará con un ajuste medio-bajo y pocas variables significativas.

Cuadro 8. Matriz de Correlaciones

		REPU	SECTOR	CAPACREC	LOC	PARTECR	OPOR	ENTRADA	RIESGO	TAM	PASIVO. FIJO/ ACTIVO TOTAL
REPU	C. Pearson Sig.(bilateral) N	1 82									
SECTOR	C.Pearson Sig.(bilateral) N	,030 ,787 82	1 82								
CAPACREC	C.Pearson Sig.(bilateral) N	,035 ,754 82	,279* ,011 82	1 82							
LOC	C.Pearson Sig.(bilateral) N	,093 ,407 82	-,158 ,155 82	-,083 ,461 82	1 82						
PARTECR	C.Pearson Sig.(bilateral) N	-,013 ,926 52	,021 ,883 52	,184 ,191 52	-,319* ,021 52	1 52					
OPOR	C. Pearson Sig.(bilateral) N	-,057 ,640 71	,088 ,463 71	-,045 ,712 71	-,200 ,094 71	,121 ,429 45	1 71				
ENTRADA	C. Pearson Sig.(bilateral) N	,161 ,214 61	,091 ,487 61	,035 ,786 61	-,018 ,892 61	,010 ,948 43	,019 ,891 55	1 61			
RIESGO	C. Pearson Sig.(bilateral) N	,352** ,001 82	,079 ,481 82	,110 ,324 82	,028 ,805 82	-,138 ,329 52	-,080 ,507 71	,050 ,700 61	1 82		
TAM	C. Pearson Sig.(bilateral) N	,410** ,000 79	,188 ,097 79	,438** ,000 79	-,024 ,833 79	-,080 ,587 49	-,020 ,869 70	,050 ,706 59	,487** ,000 79	1 79	
PASIVO FIJO/ ACTIVO TOTAL	C. Pearson Sig.(bilateral) N	-,210 ,069 76	-,0113 ,333 76	-,345** ,002 76	,046 ,693 76	-,046 ,614 47	,218 ,076 67	-,289* ,030 56	,286* ,012 76	-,072 ,547 73	1 76

*. La correlación es significativa al nivel 0,05. **. La correlación es significativa al nivel 0,01

Con anterioridad a la Regresión Lineal Múltiple se comprobó el cumplimiento de todas las hipótesis de partida del modelo (ver cuadro 9). Así, la hipótesis de homocedasticidad se aceptó a través del test de White. La hipótesis de normalidad se contrastó mediante la prueba de Shapiro-Wilks, que reveló que todas las variables eran normales. Respecto a la hipótesis de independencia, el test de Durbin-Watson presentó un valor aceptable. En cuanto a la hipótesis de no colinealidad, el FIV reveló que solo existía un pequeño grado de multicolinealidad en la variable tamaño.

La capacidad explicativa del modelo resultante, medida a través del R cuadrado corregido, fué de un 56, 80% (ver cuadro 9), quedando la linealidad de la regresión corroborada mediante la F de Fisher (5,318**).

En cuanto a la significatividad de las variables, solo cuatro de los nueve factores independientes son significativos (ver cuadro 9). Este resultado puede deberse al reducido tamaño de la muestra, al menos en variables como el sector de actividad o la localización, en las que a medida que se aumentan el número de sectores y provincias consideradas más difícil se vuelve la obtención de resultados fiables.

Así, en relación a la reputación, el análisis indica la existencia de una relación negativa y significativa con el ratio de endeudamiento (-2,236**). Este resultado sugiere que las pymes de la muestra más antiguas, que además suelen ser las que llevan más tiempo participadas, cuentan con una estructura financiera más consolidada que las pymes jóvenes, por lo que precisan una financiación externa más reducida.

Respecto a la variable capacidad de generar recursos, se observa una relación negativa y significativa entre ésta y el endeudamiento a largo plazo (-3,674**), en línea con otros autores [Menéndez-Alonso, 2003; Aybar, Casino y López, 2004, Azofra, Saona y Vallelado, 2004]. Por tanto, podemos decir que las pymes participadas con mayor capacidad para generar recursos tienen menor necesidad de acudir a fuentes de financiación externa. Este resultado confirma la hipótesis de la relación que tiene que existir entre estas variables según la teoría del orden de preferencia.

Cuadro 9. Resultados de la Regresión

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Estadísticos de colinealidad	
	B	Error típ.	Beta		Tolerancia	FIV
(Constante)	-,096	,469		-,205		
REPU	-,015	,006	-,338	-2,236**	,602	1,662
SECTOR	,012	,016	,089	,759	,923	1,084
CAPACREC	-1,187	,323	-,496	-3,674**	,697	1,435
LOC	,014	,019	,090	,749	,889	1,125
PARTECR	,213	,165	,167	1,297	,762	1,313
OPOR	,326	,122	,311	2,685*	,946	1,058
ENTRADA	-,011	,008	-,159	-1,335	,892	1,122
RIESGO	,0003	,0001	,472	3,173**	,573	1,746
TAM	,021	,033	,110	,628	,411	2,435
			R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
			,826	,683	,568	,1924832650
			Durbin-Watson	F	White	RESET
			1,973	5,318**	0,689	2,710
*. La correlación es significativa al nivel 0,05						
**. La correlación es significativa al nivel 0,01						

De acuerdo al análisis efectuado tanto las oportunidades de crecimiento como el riesgo guardan una relación positiva con el nivel de endeudamiento a largo plazo (2,685* y 3,173**). Este resultado viene a confirmar las relaciones positivas que cabían esperar en el contexto de las operaciones de capital riesgo. Normalmente este tipo de operadores tienen como principal objetivo apoyar financieramente empresas innovadoras que se encuentran en sus primeros estadios de desarrollo, en las que las oportunidades de crecimiento y nivel de riesgo suelen ser importantes. En este punto debemos de recordar además, que el apoyo

financiero de estas entidades no solo se concreta en la inyección de fondos propios, sino en aportación de instrumentos de deuda participativa u ordinaria.

Para el resto de variables independientes analizadas, como sector de actividad, ubicación, participación de la ECR, año de entrada y tamaño, no existen evidencias suficientes que indiquen la existencia de relación alguna entre dichas variables y el nivel de endeudamiento a largo plazo.

6. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos tratado de analizar: de un lado, el efecto que la inversión de capital riesgo en Andalucía ejerce sobre la estructura financiera de las empresas participadas y su nivel de endeudamiento a largo plazo; y, de otro lado, el estudio exploratorio de los factores explicativos de la estructura de capital de este colectivo empresarial.

Para alcanzar nuestros objetivos el trabajo se ha desarrollado sobre una muestra de 82 empresas participadas por las ECR andaluzas que actualmente desarrollan la actividad. El análisis comparativo de los datos obtenidos a partir de la muestra con la situación media de las microempresas y empresas pequeñas andaluzas según datos de la Central de Balances de Andalucía demuestra que las empresas participadas presentan en general un nivel de recursos a largo plazo ligeramente superior, especialmente en el caso de la deuda a largo plazo. Se observa además que estas diferencias son mayores para el est ratio de microempresas y empresas pequeñas. Estos datos sugieren que el apoyo de las ECR andaluzas se traduce no sólo en el incremento necesario en los fondos propios, sino que canaliza a favor de éstas mayores niveles de deuda a largo plazo. En este sentido debemos recordar que en muchos casos el apoyo financiero de la ECR se instrumenta, bien a través de instrumentos de deuda participativa, o bien a través de un “paquete completo” que supone la inyección combinada de capital y deuda participativa y ordinaria.

Tomando como variable representativa de la estructura financiera el ratio pasivo no corriente sobre activo total, el trabajo ha tratado de efectuar un estudio exploratorio de los posibles factores explicativos de la estructura de capital. Para ello se han tomado en consideración los factores que en general son considerados en la literatura (reputación, sector de actividad, capacidad de generar recursos, localización, participación de la ECR, oportunidades de crecimiento, año de entrada de la ECR, riesgo y tamaño).

Los datos obtenidos a partir de la regresión nos indican la que las variables “reputación” y “capacidad de generar recursos” poseen una relación negativa y significativa con el “endeudamiento”, mientras que las variables “oportunidades de crecimiento” y “nivel de riesgo” reflejan una relación positiva. En el primer caso el resultado obtenido se ajusta a la teoría del orden de preferencia. Así, a medida que la empresa tiene mayor capacidad de generar recursos y una estructura financiera más robusta, tiene más posibilidades de autofinanciarse y, por tanto, tendrá menos necesidad de acudir al endeudamiento. En el caso de la variable “oportunidades de crecimiento”, debemos de recordar que dicha variable recoge la importancia de los intangibles en el activo empresarial, y dado que se trata de empresas participadas por ECR, para las que el grado de innovación y posibilidades de crecimiento constituyen variables clave para invertir, el resultado obtenido estaría dentro de lo esperado. Por último, decir que los resultados de la variable “nivel de riesgo”, contrarios a lo que en teoría se debía esperar, pueden deberse al sector específico del capital riesgo, dado que estos intermediarios suelen estar especializados en financiar proyectos de mayor riesgo.

BIBLIOGRAFÍA

- ACEDO, M., AYALA, J. y RODRÍGUEZ, J. [2005]: Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las PYMES, Análisis empírico de las empresas por tamaños, Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. XIV, núm. 4, 185-200.
- ALCALÁ, F. [1994]: Los intermediarios y la actividad de capital riesgo en Andalucía: 1988-1993, Estudios Regionales, núm.40, 15-51.
- ALCALÁ, F. [1995]: El capital riesgo en España, Editorial Cívitas, Madrid.
- ALCALÁ, F. [2000]: Evolución reciente del capital riesgo y las sociedades de garantía recíproca en Andalucía, Boletín económico de Andalucía, núm. 28, 171-184.
- ALEMANY, L. y MARTÍ, J. [2005]: Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital and Private Equity: The Case of Spain, Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College, Boston, Estados Unidos.
- ALLEN, M.T. [1995]: Capital Structure Determinants in Real State Limited Partnerships, The Financial Review, vol. XXX, núm. 3, 399-426.
- ÁLVAREZ, E. [2007]: El capital riesgo en España: evolución y retos, Perspectivas del Sistema Financiero, núm. 89,1-24.
- ANG, J. [1992]: On the Theory of finance for privately Held Firms, The Journal of Small Business Finance. vol. I, núm. 3, 185-203.
- ANG, J., CHUA, J. y MCCONNELL, J. [1982]: The administrative cost of bankruptcy a note, Journal of Finance, vol. XXXVII, núm. 1, 219-226.
- AYBAR, C., CASINO, A. y LÓPEZ, J. [2003]: Estrategia y estructura de capital en la pyme: una aproximación empírica, Estudios de economía aplicada, vol. XXI, núm. 1, 27-52.
- AYBAR, C., CASINO, A. y LÓPEZ, J. [2004]: Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa, Moneda y Crédito, núm. 219, 71-99.
- AZOFRA, SAONA y VALLELADO [2004]: Estructura de propiedad y oportunidades de crecimiento como determinantes del endeudamiento de las empresas chilenas, Revista Abante, vol. VII, núm. 2, 105-145.
- AZOFRA, SAONA y VALLELADO [2007]: Oportunidades de crecimiento y estructura de propiedad como determinante del apalancamiento de las empresas españolas, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXXVI, 11-30.
- BALAKRISHNAN, S. y FOX, I. [1993]: Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure, Strategic Management Journal, vol. XIV, núm. 1, 3-16.
- BALBOA, M. y MARTÍ, J. [2003]: Characterisation of the reputation of private equity managers: evidence in Spain, Working paper 2003-16, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, núm. 16.
- BRADLEY, M., JARREL, G.A. y KIM, H.E. [1984]: On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence, Journal of Finance, Vol. III, 857-878.
- BATHALA, C.T., MOON K.P. y RAO, R.P. [1994] Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective, Financial Management, vol. XXIII, núm.3, 38-50.
- BERGER y UDELL [1995]: Relationship lending and lines of credit in small form finance, Journal of Business, vol. LXVIII, núm. 3, 351-381.
- BERGÉS, A. y MARAVALL, F. [1985]: Decisiones de inversión y decisiones de financiación en la empresa industrial española, Investigaciones Económicas, núm.26, 5-19.
- BOEDO, L. Y CALVO, R. [1997]: Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital óptima de las pymes, Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa. Vol. VI, núm. 1, 107-124.

- BROSETA, B., MONFERRER, R y PÉREZ, M.A. [2001]: Hacia un perfil de las empresas familiares de la Comunidad Valenciana, *Revista valenciana de economía y hacienda*, núm. 2, 139-166.
- CÁCERES, A y CANELÓN, J [2005]: Determinantes de la estructura de capital de las empresas en Perú, IESA, Venezuela.
- CARDONE, C. y CAZORLA, L. [2006]: How theory meets practice: An analysis of the capital structure of Spanish SMEs, *The Journal of Entrepreneurial Finance & Business Ventures*, 79-94.
- CARVAJALINO, W. [1997]: Servicios alternativos financieros, Conferencia anual del Foro Internacional de Financiamiento a la Micro y Pequeña empresa, Lima, Perú.
- CAZORLA y CANO [1998]: El Modelo andaluz de capital riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional, *Revista de Estudios Regionales*. núm. 51, 121-143.
- CHEN, J. [2004]: Determinants of capital structure of Chinese-listed companies, *Journal of Business Research*. Vol. LVII, 1341-1351.
- CHUNG, K.H. [1993]: Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. XX, núm.1, 83-98.
- CONSTAND, R.L., OSTERYAOUNG, J.S. Y NAST, D.A. [1991]: Asset based financing and the determinants of capital structure in the small firms, R. Yazdipour, *Advances in small business finance and monetary policy studies*, 29-45.
- CONTRERAS, J.I. et al. [1999]: Resultados de la valoración del sistema de sociedades de garantía recíproca y capital riesgo andaluz, *Boletín económico de Andalucía*, núm. 26, 129-144.
- CRUTCHLEY, C.E. y HANSEN, R.S. [1989]: A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends, *Financial Management*, núm. 4, 36-46.
- CUMMING, D. y WALZ, U. [2010]: Private equity returns and disclosure around the world, *Journal of International Business Studies*, núm. 41, 727-754.
- CUÑAT, V. [1990]: Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas, *Investigaciones Económicas*, vol. XXIII, núm. 3, 351-392.
- DIAMOND, D.W. [1989]: Reputation Acquisition in Debt Markets, *Journal of Political Economy*, núm. 97, 828-862.
- ESTRADA, A. y VALLES, J. [1998]: Investment and financial structure in spanish manufacturing firms, *Investigaciones Económicas*, vol. XXII, núm. 3, 337-360.
- FARIÑAS, J.C., CALVO, J.L., JAUMANDREU, J., LORENZO, M.J., HUERGO, E. y DE LA IGLESIA, C. [1992]: La PYME industrial en España, Civitas. Madrid.
- FARIÑAS, J.C. y SUÁREZ, C. [1996]: La empresa industrial en la década de los noventa: financiación, Documento de Trabajo 9611, Programa de Investigaciones Económicas, Fundación Empresa Pública.
- FAZZARI, S.M., HUBBARD, R.G. y PETERSEN, B.C. [1998]: Financial Constraints and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, 141-195.
- FERRERIA, P., ROMAO, F. y CUNHA, F. [2008]: El Capital Riesgo en Portugal: marco legal y fiscal, *Revista española de capital riesgo*, núm. 3, 91-108.
- FLANNERY, M. y RANGAN, K. [2006]: Partial adjustment toward capital structures, *Journal of Financial Economics*. Amsterdam, vol. LXXIX, 469-506.
- FRIEND, I. y LANG, L.H. [1988]: empirical tests of impact of managerial self-interest on corporate capital structure, *The Journal of Finance*, junio, 271-281.
- GARCÍA, S. [1991]: Capital riesgo para la empresa española, *Alta Dirección*, vol. XXVII, núm. 158, 111-121.
- GARCÍA, R., JIMÉNEZ, J.L., JIMÉNEZ, F., PALACÍN, M.J. y PÉREZ, C. [2008]: El Capital Riesgo en Andalucía: situación actual, Confederación de Empresarios de Andalucía.

- GAVER, J.J. y GAVER K.M. [1993]: Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics*, núm. 16, 125-160.
- GERTLER, M. y GILCHRIST S. [1994]: Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms, *Quarterly Journal of Economics*, núm. 2, 309-340.
- GOMPERS, P. y LERNER, J. [2001]: The Venture Capital Revolution, *Journal of Economic Perspectives*, vol. XV, núm. 2, 145-168.
- HALL, HUTCHINSON y MICHAELAS [2000]: Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs capital structure, *International Journal of the Economics of Business*, vol. VII, núm.3, 297-312.
- HAMILTON, R.T. y FOX, M.A. [1998]: The financing preferences of small firms owners, *International journal of entrepreneurial behaviour & research*, vol. IV, núm. 3, 217-238.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. [1988]: Corporate control contests and capital structure, *Journal of Financial Economics*. vol. XX, 55-86.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. [1991]: The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, vol. XLVI, núm.1, 297-355.
- HEAPPEY, M. [2005]: Ventajas de la financiación mediante sociedades de capital riesgo, *Estrategia financiera*, núm. 218, 40-43.
- HELLMANN, T. y PURI, M. [2002]: Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence, *Journal of Finance*, vol. LVII, núm.1, 169-197.
- HERNANDO, I. y VALLÉS J. [(1992): Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas, *Moneda y Crédito*, núm. 195, 185-222.
- HIGGINS y STEVEN [2008]: Capital Ownership, Capital Structure and Capital Markets, *The Journal of Industrial History*. vol. IV, núm.1, 48-64.
- HOLMES, S. y KENT, P. [1991]: An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises, *Journal of Small Business Finance*, vol. I, núm. 2, 141-154.
- INSTITUTO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y EMPRESARIAL DE ANDALUCÍA [2005]: Análisis Económico Financiero de la Empresa Andaluza, www.analistaseconomicos.com.
- JACQUES, L. [2002]: El capital riesgo español en la encrucijada, *Economistas*, núm. 91, 199-205.
- JENG, L. A. y WELLS, P.C. [2000]: The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries, *Journal of Corporate Finance*, vol. VI, núm. 3, 241-289.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. [1976]: Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, núm.3, 305-360.
- JIMÉNEZ, F. y PALACÍN, M. [2007]: Determinantes de la estructura financiera de la empresa, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. XVI, núm 4, 9-24.
- JORDANO, J. [2006]: Evolución del emprendedor, al empresario, a la empresa, *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LXI, núm. 189, 413-430.
- JOHN, K. y NATCHMAN, D.C. [1985]: Risk debt, investment incentives, and reputation in a sequential equilibrium, *The Journal of Finance*, Julio: 863-878.
- LANZAS, J.R. [1999]: Intermediarios financieros especializados de apoyo a la pyme: análisis empírico de su actividad en Andalucía, *Actualidad Financiera*, vol. IV, núm 4, Monográfico.
- LÓPEZ, F. y SAONA, P. [2007]: Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española, *Cuadernos de economía y dirección de la empresa*, núm. 37, 119-146.
- LÓPEZ, J y AYBAR, C. [1998]: Comportamiento Financiero de la pequeña y mediana empresa: una aproximación empírica, *VI Foro de Finanzas*, 609-624.
- LÓPEZ, J. y AYBAR, C. (2000): An empirical approach to the financial behaviour of small and medium size companies, *Small Business Economics*, vol 14, 55-63.

- LÓPEZ-PINTO, V. [1987]: Las sociedades de capital riesgo, como apoyo a la creación de empresas, Dirección y Progreso, núm. 93, 7-8.
- LÓPEZ, J. y ROMERO, M. [1997]: Estudio comparativo de la estructura financiera de la PYME en la Unión Europea, Actualidad Financiera, noviembre: 49-59.
- LÓPEZ, J. RIAÑO, V. y ROMERO, M. [1999]: Restricciones financieras y crecimiento: el caso de la pequeña y mediana empresa, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXVIII, núm. 99, 349-382.
- MARCO, J.A. [2004]: Estrategias de éxito para firmas de capital riesgo en España : aprendiendo de Estados Unidos, Boletín de estudios económicos, vol. LIX, núm. 181, 95-116.
- MARTÍN, J.L. [1988]: El capital riesgo. Un sistema de financiación de la innovación, Ediciones Fausí, Barcelona.
- MARTÍ, J. [1987]: La financiación mediante capital riesgo, Revista de Economía y Empresa, núm. 19, 11-30.
- MARTÍ, J. [2003]: Efecto del capital riesgo sobre empresas españolas, Iniciativa emprendedora y empresa familiar, núm. 49, 87-100.
- MARTÍ, J. [2007]: El efecto del capital riesgo, Partida Doble, vol. XVII, núm. 192, 82-91.
- MARTÍ, J., ALEMANY, L., ZIELING, N. y SALAS, M. [2007]: Impacto Económico y Social del Capital Riesgo en España 2007. ASCRI (Asociación Española de Capital Riesgo).
- MARTÍ, J. y BALBOA, M. [2002]: Conceptual Model for Private Equity Markets: Proposal and Empirical Test on Fund raising, European Financial Management Association, Annual Meeting, Londres.
- MARTÍ, J. y FERRER, M.A. [2009]: The Cash Flow and Financial Constraints Controversy Revisited: Investment-Cash Flow Sensitivity on Growing SMEs that Later Received Venture Capital, 9th Global Conference on Business & Economics, Cambridge University, UK.
- MARTÍ, J. y SALAS, M. [2007]: El Capital riesgo en Andalucía, Consejería de Innovación y Ciencia de la Junta de Andalucía.
- MARTÍ, J., SALAS, M. y BARTHEL, D. [2009]: Impacto económico y social del capital riesgo en España, Asociación española de entidades de capital riesgo. http://www.cdti.es/recursos/publicaciones/archivos/7221_14414420091410.pdf.
- MATO, G. [1990]: Estructura financiera y actividad real de las empresas industriales, Documento de Trabajo 9, Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA).
- MELLE HERNANDEZ, M. [2001]: Características diferenciales de la financiación entre las PYME y las grandes empresas españolas: Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento, Papeles de Economía española, núm. 89-90, 140-166.
- MENÉNDEZ, E.J. [2001]: La estructura de capital en las empresas: Una revisión de sus factores explicativos, Análisis Financiero, núm. 83, 58-65.
- MENÉNDEZ, E.J. [2003]: Estructura de capital y diversificación empresarial: Un análisis dinámico, Análisis Financiero, núm. 89, 74-77.
- MENÉNDEZ, G. [2010]: Conflictos de interés en el sector del capital riesgo en España y en el Reino Unido, Revista española de capital riesgo, núm. 1, 43-52.
- MENÉNDEZ, S. y GONZÁLEZ, F. [1996]: Implicaciones de las teorías de agencia, señales y fiscales sobre la estructura de capital: un contraste en el mercado español de capitales, Revista europea de dirección y economía de la empresa, vol. V, núm. 1, 15-24.
- MENÉNDEZ, S. [1996]: Interdependencia de las decisiones financieras en las empresas españolas, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXV, núm. 87, 315-342.
- MENÉNDEZ, S. [1999]: Riesgo moral y selección adversa en la decisión de endeudamiento. IX Congreso Nacional ACEDE.
- MENÉNDEZ-ALONSO, E. [2003]: Does Diversification strategy matter in explaining capital structure?: some evidence from Spain, Applied Financial Economics, vol XIII, 427-430.

- MODIGLIANI, M. y MILLER, M.H. [1958]: The cost of capital, corporation Finance and the theory of Investment, *American Economic Review*, vol. LXIII, núm. 3, 261-293.
- MUNYO I. [2003]: La estructura financiera de las empresas y sus determinantes: evidencia para el caso uruguayo, Auditoría interna de la nación, Ministerio de economía de Uruguay.
- MYERS, S.C. [1984]: The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, núm. 39, 575-592.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N. [1987]: Corporate Finance and Investment Decisions when Firms have Information that investors don't have, *Journal of Financial Economics*, núm. 13, 187-221.
- OCAÑA, C., SALAS V. y VALLÉS J. [1994]: Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989, *Moneda y Crédito*, núm. 199, 57-96.
- ORTEGA, R. [2008]: Factores determinantes de la estructura financiera: un análisis comparativo de empresas cotizadas de la Unión Europea, *Esic editorial*, 1ªed.
- RAJAN, R.G. Y ZINGALES, L. [1995]: What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, vol. LI, núm. 5, 1421-1460.
- RAMÓN, T. y GARCÍA, D. [2006]: La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos, *Economía Industrial*, núm. 36, 155-164.
- RIOS, A. [2009]: La nueva normativa contable para el Capital Riesgo, *Estrategia financiera*, núm. 262, 31-37.
- ROMERA, M. [1999]: En busca de la estructura de capital óptima, *Estrategia financiera*, núm. 156, 12-18.
- SANTERO, A. [2001]: La financiación empresarial, *Actualidad Financiera*, vol.VI, núm. 1, 67-74.
- SCHERR, F., SUGRUE, T. y WARD, J. [1990]: Financing the small firm startup: determinants of debt use. *Proceedings Second Annual Small Firm Finance Research Symposium*.
- SCHERTLER, A. [2003]: Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis, *Kiel Institute for World Economics*, Mimeo.
- SEGURA y TOLEDO [2003]: Tamaño, estructura y coste de financiación de las empresas manufactureras españolas, *Investigaciones Económicas*. vol. XXVII, núm. 1, 39-69.
- SOTELO, J. [1988]: El capital riesgo (venture capital) como instrumento de financiación en España, *Información Comercial Española*, julio: 163-176.
- SUÁREZ, C. [1998]: Implicaciones de la información asimétrica en la financiación de las empresas, Documento de trabajo 9808, Programa de Investigaciones Económicas, Fundación Empresa Pública.
- TITMAN, S. y WESSELS, R. [1988]: The determinants of capital structure choice, *The Journal of Finance*, marzo: 1-19.
- TRESIERRA, A. [2008]: Comportamiento de la estructura financiera de un grupo de empresas españolas previa a la participación del capital riesgo, *Documentos de trabajo en finanzas de empresas*, núm. 2, 26.
- VÁZQUEZ, C.J., FERNÁNDEZ, E. y MONTES, J.M. [2001]: Efecto industria y determinantes empresariales de la estructura de capital, *Boletín de estudios económicos*, vol. LVII, núm. 175, 149-178.
- VOULGARIS, F., ASTERIOU, D. y AGIOMIRGIANAKIS [2004]: Size and Determinants of Capital Structure in the Greek Manufacturing Sector, *International Review of Applied Economics*, vol. XVIII.
- WATSON, R. y WILSON, N. [2002]: Small and medium size enterprise Financing. A note on some of the empirical implications of a pecking order, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. XXIX, 557-578.
- WIJST, D.V.D. y THURICK, R. [1993]: Determinants of small firm debt ratios: an analysis of retail panel data, *Small Business Economics*, núm. 5, 55-65.

WIJST, D.V.D. [1989]: *Financial structure in small business, Theory, test, and applications*, Springer-Verlag, Berlin.