

# FACTORES ESTRUCTURALES EN LA FINANCIACIÓN DE LA PYME: VALORACIÓN Y RECOMENDACIONES\*

Vicente Salas Fumás

*Universidad Autónoma de Barcelona y Universidad de Zaragoza*

En este artículo se analiza la relación entre la financiación y la eficiencia dinámica de la empresa con especial atención a las limitaciones que impone el tamaño. Tras unas consideraciones generales sobre la financiación empresarial se estudia su conexión con el tamaño de la empresa; para, a continuación, analizar los factores estructurales que condicionan la financiación de las PYMES y las iniciativas posibles para su neutralización. Finalmente se concluye que el sistema de financiación se relaciona con la estructura de propiedad; que aquél debe dar respuesta a los factores estructurales vinculados al tamaño; que las iniciativas de financiación de las PYMES deben de tener en cuenta el «ciclo vital» de las empresas y, por último, que han de valorarse los efectos secundarios de las acciones que buscan neutralizar los factores estructurales.

*Palabras clave:* Financiación empresarial, tamaño empresarial, PYMES.

## 1. INTRODUCCIÓN

En estas notas se presenta una reflexión general sobre la relevancia de la financiación para la eficiencia dinámica de la empresa, con especial hincapié en las limitaciones que impone una dimensión empresarial reducida a la hora de

---

\* Una versión preliminar de este trabajo se presentó en las IX Jornadas Empresariales. Fundación Banco Herrero/Universidad de Oviedo. Abril, 1996.

acceder a los fondos necesarios para sostener las inversiones productivas. Se establecen también sugerencias para el diseño de políticas públicas orientadas a mejorar la capacidad financiera de las PYMES.

Voces autorizadas en la sociedad española aluden con frecuencia a la importancia de las empresas pequeñas y medianas en el conjunto de nuestra economía, ilustrando tales alusiones con cifras porcentuales sobre empresas que, por ejemplo, emplean a menos de 100 trabajadores. Al mismo tiempo, existe plena conciencia de que en la economía española faltan empresas de una dimensión suficiente para acometer procesos de inversión y desarrollo de mercado (internacionalización) necesarios si se quiere mantener cotas aceptables de competitividad. De todo ello se desprende que la atención a los problemas de las empresas pequeñas y medianas y las políticas públicas que se articulen para ayudar a resolverlos, no deben ser contrarios a los procesos de concentración empresarial y crecimiento que demanda el fortalecimiento de la posición competitiva en una economía abierta a las amenazas y oportunidades de la competencia exterior. Esta reflexión constituye el eje central de la exposición posterior, centrada en la problemática de la financiación de la empresa y los condicionantes de la misma atribuibles a la mayor o menor dimensión de la misma.

En el apartado primero se valora la importancia de la financiación de la empresa dentro del contexto más amplio de la elección de su estructura de propiedad. El apartado segundo sintetiza las principales consideraciones sobre la relación entre el tamaño de la empresa y sus decisiones de financiación. A partir de tales consideraciones se proponen cuatro factores estructurales que afectan de forma desigual a las empresas según su tamaño, cuando acceden a fondos financieros externos; el apartado tercero analiza las actuaciones públicas y privadas alrededor de la financiación de las PYMES en relación a factores estructurales. Las conclusiones cierran el trabajo.

## 2. FINANCIACIÓN EMPRESARIAL: CONSIDERACIONES GENERALES

La capacidad competitiva de un país está estrechamente relacionada con la dotación de recursos, materiales e inmateriales, con las estructuras organizativas a través de las cuales los recursos se combinan e interrelacionan para la producción de bienes y servicios, y con los procesos que determinan su acumulación y mejora en el tiempo.

Dentro del conjunto de recursos que se ponen en común para la producción y venta de bienes y servicios, los recursos financieros ocupan un lugar destacado debido al carácter central del lugar que ocupan sus propietarios, en la estructura de contratos reguladores de la producción y el intercambio. En efecto, a los propietarios del capital financiero se les confieren habitualmente los derechos residuales de decisión en el conjunto de las relaciones contractuales que se articulan alrededor de ellos, lo cual significa que poseen el derecho a decidir sobre lo que no se ha predeterminado en los contratos. Por el hecho de ser receptores de los derechos residuales de decisión decimos que los propietarios del capital financiero son también los propietarios de las unidades jurídicas, empresas, que se superponen a las relaciones de producción e intercambio.

Cuando los recursos financieros que se aportan a la empresa provienen de un solo propietario, el ejercicio de la propiedad se realiza sin excesivas dificultades y, dentro del mismo, puede optarse por asumir las responsabilidades de gestión de los recursos directamente productivos que se consiguen junto con, o gracias a la aportación financiera, o delegar la administración en otra persona, para que la ejerza en su nombre. Pero si la aportación financiera se reparte entre varios proveedores de fondos, entonces se hace necesario establecer unos principios o reglas que regulen sus derechos y obligaciones: reparto de competencias entre decisión y control, prioridades en la recuperación del capital, forma de retribuir y compensar los costes de oportunidad en que se incurre con la aportación, etc.

La «estructura» de propiedad que emerge de las relaciones entre los propietarios del capital financiero que nutre a las empresas, adquiere en la realidad formas muy diversas, desde la empresa donde un único propietario aporta todo el capital financiero necesario, monopoliza la gestión y asume todas las consecuencias de la misma, hasta el extremo opuesto de la empresa con un capital altamente fragmentado y repartido entre muchos inversores, que buscan una adecuada relación entre rentabilidad y riesgo, pero se desentienden totalmente de la gestión cotidiana, delegada en un administrador profesional. Entre estos extremos encontramos la estructura más frecuente, donde un número relativamente pequeño de personas físicas comparte la financiación de la empresa con un número relativamente pequeño de intermediarios financieros, bancos o cajas, con personas jurídicas a las que están unidas por vínculos comerciales (proveedores de inputs intermedios) y con entidades públicas pendientes del cobro de las deudas tributarias.

Cada estructura, especialmente a partir de una cierta complejidad, requiere, como se ha dicho, de unas reglas reguladoras de la relación entre los propietarios del capital financiero. La estructura de propiedad dispersa que distancia al inversor de la gestión, se apoya sobre todo en la liquidez de un mercado que facilita la casi instantánea entrada y salida en la propiedad, al mismo tiempo que incorpora los mecanismos de control necesarios para disciplinar a los administradores.

Aquellos proveedores de fondos financieros que reciben los derechos de gestión aceptan a cambio ocupar el último lugar en las prioridades para recibir una retribución por el coste de oportunidad que soportan y para recuperar la aportación de capital que han realizado. El resto de «capitalistas» renuncia a intervenir en la gestión y control sobre el uso de los fondos siempre que se cumplan las contrapartidas pactadas de retribución y devolución de lo aportado, pero, en virtud de la situación de responsabilidad limitada en que se encuentran los propietarios gestores, a los acreedores se les reconoce el derecho a asumir el control e influir en la gestión cuando los compromisos contraídos dejan de cumplirse. La distinción habitual entre «capital propio» y «deuda ajena» sintetiza el reparto de derechos y obligaciones entre propietarios y acreedores financieros, aunque estos últimos adquieren derechos de los primeros cuando no ven cumplidas las condiciones bajo las que entraron en la relación.

La estructura de propiedad tiene importantes consecuencias sobre la eficiencia económica, tanto individual como colectiva. En base a ella se determina el reparto y asignación de riesgos que comporta la actividad productiva, se determina la eficiencia estática asociado a una asignación

óptima, dados los precios y las posibilidades de producción de los recursos ya existentes, y se determina la eficiencia dinámica, como resultado de las actividades que se desean potenciar o abandonar, de los recursos que se desean priorizar de cara a mejorar la dotación y asignación de las capacidades futuras. Cada propietario de recursos, incluidos los que aportan capital financiero, decidirá participar o no en la actividad colectiva que se le propone en función de las expectativas que se le ofrecen sobre el valor económico presente y futuro de los recursos que aporta a la misma. La estructura de propiedad influirá en cómo se emplean esos recursos y por lo tanto en su valor como portadores de rentas. De ahí que la estructura de propiedad sea determinante del nacimiento y prosperidad de las iniciativas empresariales que crean riqueza en una sociedad.

Dada la trascendencia para el progreso económico que tiene la vertebración de los propietarios del capital financiero entre sí y con el resto de propietarios de recursos en la empresa, cada vez se presta mayor atención al marco de instituciones que envuelven y regulan las decisiones sobre financiación de la empresa y de las que resultará una determinada estructura de propiedad. Este marco institucional, que determina la disponibilidad y costes directos e indirectos de capital financiero para llevar a cabo actividades de producción y venta, y que regula el ejercicio de la propiedad en una estructura dada promoviendo una mayor o menor eficiencia estática y dinámica, define el modelo de financiación dominante en una sociedad.

El modelo de financiación incluye, 1) el conjunto de agentes individuales y colectivos, públicos y privados, que intervienen como oferentes y demandantes de fondos financieros, sus preferencias y posiciones frente al riesgo, disponibilidades de fondos, etc.; 2) el conjunto de instrumentos explícitos e implícitos que pueden utilizarse como soporte contractual de las operaciones de financiación (acciones, deuda bancaria, obligaciones, factoring, leasing...); 3) la especialización e importancia relativa que tienen los procesos intermediados y los procesos no intermediados en la canalización de ahorro hacia la inversión (bancos frente a mercado de capitales); 4) las normas regulatorias que encauzan las decisiones de los agentes privados (entrada y salida de la relación contractual); 5) las normas tributarias que influyen en los incentivos a la creación y reparto de riqueza; 6) el grado de protección efectiva que ofrece el sistema judicial al cumplimiento de los contratos, y en particular su eficacia en la resolución de conflictos entre accionistas y acreedores (procedimientos concursales, quiebras); 7) exigencias legales de transparencia e información externa; 8) ayudas y estímulos públicos a la iniciativa privada.

La lista de elementos no debe contemplarse como una sucesión de partes que se pueden combinar entre sí de infinitas formas. Por el contrario, es importante tener presente los importantes efectos sinérgicos que existen entre todas ellas y que obligan a una visión de conjunto. De este análisis resultan dos modelos de financiación que se han considerado dominantes entre las economías desarrolladas, el «modelo bancarizado» que predomina en países como Alemania y Japón y el «modelo de mercado» que predomina en los países anglosajones, Reino Unido y Estados Unidos.

El modelo bancarizado otorga un papel importante a los intermediarios financieros en el ejercicio de las funciones de canalización y control del capital

financiero, utiliza procedimientos informales e internos para resolver conflictos entre los diferentes propietarios del capital, y tiene una escasa transparencia externa en el ejercicio de la propiedad y sus resultados. El modelo de mercado otorga un papel más activo a los mercados que ponen en relación directa a ahorradores con inversores, fomenta las operaciones de toma de control, y en general la opción de «salida» como solución a los conflictos entre los propietarios de recursos, y tiene un alto grado de transparencia externa. Junto a estos dos modelos se incluye también a un tercero, dominante en el norte y el sur de Europa, con un importante protagonismo de las familias y el sector público en la propiedad de las empresas.

### 3. FINANCIACIÓN Y TAMAÑO DE LA EMPRESA

La atención que recibe la problemática sobre financiación de la PYME sugiere que el sistema de financiación dominante en una sociedad debe dar respuesta a unas necesidades financieras peculiares en función del tamaño o dimensión de la empresa. La hipótesis de partida podría establecerse diciendo que el volumen de actividad (dimensión) de la acción colectiva para la que se requieren los recursos financieros, condiciona los beneficios y los costes que supone para los propietarios de recursos vincularse a dicha acción. Más concretamente, en la medida en que se promueven iniciativas de ayuda y apoyo a las empresas de menor dimensión, se está suponiendo que una dimensión reducida lleva consigo mayores costes o menores beneficios potenciales para los aportantes de fondos financieros, que los que daría lugar una escala de operaciones superior. Pero, al mismo tiempo, muy pocas veces se hace mención explícita acerca de cuáles son las condiciones estructurales que dan lugar a beneficios y costes según el tamaño de la empresa. En este apartado enunciaremos cuáles son, a nuestro juicio, tales factores y las implicaciones que se derivan de ellos para el diseño de iniciativas tendentes a neutralizarlos.

Los factores estructurales que, en nuestra opinión, afectan de forma desigual a los beneficios y costes de los proveedores de fondos financieros según la dimensión de la empresa se resumen principalmente en tres: 1) la circunstancia de que las empresas nuevas son en general empresas de dimensión reducida; 2) la relación inversa, empíricamente constatada, entre riesgo y dimensión; 3) la preferencia por el control en la función de utilidad de muchos empresarios; 4) la presencia de economías de escala en la generación y uso de la información y en el establecimiento de garantías.

1) Las empresas de reciente creación son, en general, de dimensión reducida. Por lo tanto dentro del colectivo de empresas pequeñas existirá un subgrupo de empresas jóvenes, muchas de ellas con una clara voluntad de crecimiento. La empresa nueva, y la persona individual o grupo que la promueve, se enfrentan a los problemas de captación de recursos financieros y de otro tipo con los que complementar los propios, con la desventaja de una falta de reputación, consecuencia a su vez de la falta de experiencia previa. Además, la suerte de la empresa está altamente determinada por las decisiones de sus creadores, dada la escasa estructura que la empresa posee. Si a ello unimos un elevado riesgo tecnológico cuando el producto es nuevo, o comercial si se abre un nuevo mercado, entonces es fácil anticipar que

cualquier aportación ajena al grupo promotor de fondos financieros se enfrenta a una gran incertidumbre sobre el valor final que esos fondos tendrán al cabo de un tiempo de su asignación en la empresa. Delante de tal incertidumbre, es de esperar la exigencia de unas contrapartidas relativamente elevadas en términos de retribución y control (garantías, participación en gestión) por parte de aquellos a los que se les solicitan los fondos<sup>1</sup>.

2) A medida que la dimensión de la empresa aumenta, su riesgo, en términos de variabilidad de los recursos generados que se destinan a retribuir y reembolsar las aportaciones de capital, se reduce al aprovecharse los efectos sobre la reducción de varianza que produce la diversificación (siempre que las actividades no tengan una alta correlación positiva en sus rendimientos). La evidencia empírica documenta claramente una relación inversa entre dimensión y variabilidad de la rentabilidad de los activos invertidos<sup>2</sup>. Por otra parte, la población de pequeñas y medianas empresas es más heterogénea que la población de empresas grandes, lo cual se refleja en una dispersión mayor en los resultados económicos dentro del colectivo de empresas pequeñas que dentro del colectivo de empresas grandes.

Por lo tanto, independientemente de la edad y que pueda haberse creado o no una determinada reputación en las relaciones comerciales, financieras y laborales, la empresa de menor dimensión hace soportar a los propietarios de recursos un mayor riesgo que el que deben soportar cuando la aportación se materializa en empresas de mayor tamaño. Nótese que hablamos de un riesgo distinto del que afecta a la empresa nueva, pues en este caso el riesgo es sobre todo de tipo «moral», en cuanto que los resultados dependen en gran medida de decisiones del empresario promotor, mientras que en la empresa asentada en el mercado, el riesgo es de tipo natural, por la influencia de perturbaciones externas de carácter estrictamente aleatorio. El mayor riesgo dará lugar a costes financieros también más elevados, pues se debe cubrir la prima por riesgo diferencial.

3) La estrecha relación que muchas veces se crea entre la empresa y el empresario induce en éste unas preferencias por el control del destino de la empresa, además de las preferencias por la relación rentabilidad-riesgo-coste de oportunidad de la inversión. Explicar las decisiones sobre inversión y financiación de la empresa requiere en estos casos incorporar las preferencias por el control en la función de utilidad del empresario. La demanda de fondos externos que se deriva de tales decisiones será distinta de la que se deriva cuando tales preferencias no existen, lo cual ocurre en general cuando la empresa ha adquirido ya una gran dimensión y la necesaria desconcentración de riesgos exige inequívocamente renunciar al control de la gestión. Las preferencias por el control frenarán el crecimiento, como una solución para

---

(1) Una discusión más extensa de este punto puede verse en Salas (1990).

(2) En Ocaña y otros (1994) se aportan evidencias empíricas que muestran una relación inversa entre riesgo y dimensión de la empresa, en una muestra de empresas españolas. El mismo trabajo pone de manifiesto una relación inversa entre tamaño y rentabilidad de los activos, lo cual se interpreta como que las empresas de más (menos) riesgo tienen también un mayor (menor) coste del capital.

evitar mayores inversiones y una excesiva concentración de riesgos, promoverán operaciones de diversificación con una base financiera y no económica, dirigirán la demanda de fondos financieros hacia el entorno familiar próximo y alterarán, en suma, la lógica del mercado, en relación a la empresa que separa los aspectos financieros de los que conciernen a su gestión<sup>3</sup>.

4) La generación de información está sujeta a importantes economías de escala, consecuencia de la indivisibilidad en la inversión que se requiere para producirla y del carácter de bien público que tiene la información, al permitir un uso reiterado de la misma. Cuando un banco, por ejemplo, desea conocer el atractivo de una operación financiera se ve forzado a incurrir en un coste de obtención y análisis de información que prácticamente es el mismo sea cual sea el volumen de dicha operación. Cualquier sistema de inteligencia de una empresa, a partir del cual conocer y descubrir oportunidades de mercado, de fabricación, de instrumentos financieros..., requiere una inversión mínima poco sensible al volumen de actividad que desarrolla. Además, la información que se genera tiene múltiples utilidades, que estará en mejores condiciones de aprovechar aquella empresa que realice un mayor número de actividades<sup>4</sup>.

Algo similar ocurre con las garantías que se deben exigir a una empresa en términos de transparencia patrimonial de cara a potenciales inversores cuando desea cotizar en bolsa, por ejemplo, o cuando debe cumplir unas exigencias de auditoría externa. Resulta difícil encontrar unas exigencias de transparencia y aval diferentes en función de la dimensión de la empresa, y que permitan abaratar el coste de satisfacer tales garantías a las empresas más pequeñas.

Todo ello significa, en última instancia, que la empresa de menor dimensión encuentra por sí sola dificultades para invertir en información y para incorporarse a determinados ámbitos donde las garantías exigidas llevan consigo unos costes elevados para sus posibilidades. Por otra parte, aquellos que deberían incurrir en costes para obtener información sobre la empresa y sus proyectos, como paso previo a formar parte del conjunto de propietarios (bancos que estudian una operación de crédito), a veces debe renunciar a ello porque la empresa no puede absorber el coste de la información. Ante estas situaciones, la información se suple por el aval, a modo de garantía, bien a través del activo en que se va a materializar la inversión que se financia (garantía hipotecaria por ejemplo), bien a través de una parte del patrimonio personal del empresario. El resultado final es un déficit de fondos financieros para inversión en activos inmateriales, con bajo valor de realización, junto con una dificultad añadida para promover y expandir la actividad empresarial por parte de aquellos que no poseen suficiente patrimonio personal.

El sistema financiero dominante en una sociedad contribuye a facilitar la creación, sostenimiento y desarrollo de las PYMES si en su estructuración y

(3) En Galve y Salas (1991) se documenta la elevada concentración accionarial entre las empresas españolas, incluidas las de mayor dimensión.

(4) La evidencia empírica muestra que la proporción de activos líquidos sobre el total de activos del balance es sensiblemente mayor entre las empresas pequeñas que entre las grandes; ver Ocaña y otros (1994). Esta evidencia sugiere que las empresas pequeñas están obligadas a ofrecer un mayor colateral que las grandes como garantía de la financiación externa.

funcionamiento ofrece soluciones que atienden de forma adecuada a los factores estructurales que influyen en la oferta y la demanda de recursos financieros por parte de dichas empresas. En otros términos, si contribuye a resolver los problemas que plantea el alto riesgo moral en las fases de creación de nuevas empresas, sobre todo con alto contenido tecnológico, si aporta instituciones que permiten la asunción controlada de los riesgos asociados o una escasa dimensión, si proporciona instrumentos que faciliten un crecimiento de la empresa sin exigir una renuncia al control personal o familiar de negocios eficientes, si promueve mecanismos que permitan aprovechar las economías de escala en la producción y diseminación de información, haciéndole accesible al mismo tiempo a las PYMES y a aquellos que tienen relaciones con ellas.

#### 4. RESPUESTAS A LOS FACTORES ESTRUCTURALES QUE CONDICIONAN LAS DECISIONES DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

El abanico de iniciativas privadas dirigidas a facilitar la financiación de las pequeñas y medianas empresas es realmente amplio. En él se incluyen desde actuaciones de ámbito local hasta actuaciones de ámbito comunitario o supranacionales. Desde subvenciones a los tipos de interés del crédito, hasta las sociedades de garantía recíproca. Sin embargo, no siempre estas iniciativas se conciben como solución a los problemas peculiares que plantean a las empresas de menor dimensión los factores estructurales antes aludidos, ni tampoco se valoran adecuadamente algunas de las consecuencias no previstas que surgen de su implantación. Nuestro propósito en este apartado consiste en evaluar algunas de las acciones más importantes dirigidas a facilitar la financiación de las PYMES, desde la perspectiva de los factores estructurales antes aludidos.

La información relevante para su posterior discusión se muestra en el cuadro 1. Con cada factor estructural se agrupan diferentes iniciativas propuestas para aliviar su influencia negativa sobre la financiación de la PYME. Las sociedades de capital riesgo, la creación de segundos mercados y un tratamiento fiscal favorable sobre las plusvalías van dirigidas a superar las desventajas de información y reputación a que se ve sometida la nueva empresa innovadora. Las sociedades de garantía recíproca y de refinanciamiento, SGR, así como las subvenciones al coste financiero (bien directas o bien indirectas a través de un tratamiento fiscal favorable de las operaciones de leasing) se entienden como actuaciones dirigidas a neutralizar el riesgo económico diferencial de las empresas de menor tamaño. Conseguir un crecimiento adecuado sin incurrir en exposiciones excesivas al riesgo cuando se desea mantener el control dentro de un círculo familiar, se verá facilitado por la participación en acuerdos y alianzas entre empresas, gracias a los cuales cada socio aporta una parte de los recursos puestos en común, así como con la emisión de títulos acciones que faciliten el reparto de riesgo sin necesidad de diluir el poder político. Finalmente, la respuesta a las economías de escala incluye iniciativas dirigidas a reducir las exigencias de transparencia informativa, la subvención pública de los costes fijos de tramitación y gestión de proyectos y el apoyo técnico y profesional de la administración.

La tercera columna del cuadro 1 resume algunas consideraciones, a modo de efectos secundarios que deben tenerse presentes a la hora de diseñar las instituciones propuestas y asegurar su eficacia. Las sociedades de capital

riesgo aportan fondos a la nueva empresa con la condición de tener una presencia activa en los órganos de control y estar en condiciones de ejercer una tutela y un apoyo técnico al empresario creador. Por lo tanto, su incorporación a la nueva empresa lleva consigo una pérdida de autonomía y capacidad de control por parte del empresario, a la cual éste no siempre estará dispuesto. El problema de diseño en muchos casos consistirá en buscar una financiación complementaria a los fondos que aporta el empresario o su entorno familiar sin que ello suponga una ingerencia sustancial en la gestión. En cuanto al segundo mercado lo relevante no es que ese segundo mercado exista, sino que asegure una suficiente liquidez para facilitar la salida de los inversores de capital riesgo cuando su estrategia de inversión así lo desee.

### Cuadro 1 SÍNTESIS DE FACTORES ESTRUCTURALES E INICIATIVAS PARA NEUTRALIZARLOS

Factores estructurales de las PYMES	Propuestas de acción e instituciones	Observaciones
Falta de reputación y aprendizaje en las empresas nuevas; riesgo moral	Sociedades de capital riesgo y segundo mercado. Fiscalidad de plusvalías con inversiones de alto riesgo	Sociedades comprometidas en la tutela de la nueva empresa. El segundo mercado debe proporcionar liquidez y facilitar la salida
Riesgo diferencial de las PYMES	SGR y refinanciamiento  Subvención costes financieros, por ejemplo reduciendo la fiscalidad efectiva de las operaciones de leasing	Prestar atención a los problemas de riesgo moral que se crean con la SGR y refinanciamiento.  Implicar a los socios de las SGR en el control y tutela mutua
Preferencia por el control	Fomentar acuerdos de cooperación y alianzas entre empresas. Subvención de iniciativas de encuentros empresariales  Instrumentos financieros como las acciones sin voto o de voto cualificado	Procurar que la propiedad y el control no interfieran en la asignación de directivos profesionales en puestos de responsabilidad
Economías de escala en producción y uso de la información y garantías	Simplificaciones administrativas Ventanillas únicas Oficina central de información Formación técnica y profesional	Equilibrio entre transparencia social de la empresa y sus actividades y el coste de atender los requisitos formales de información y garantía

SGR= *Sociedades de Garantía Recíproca*

Los avales y las garantías recíprocas deben ser algo más que «seguros» para quienes proporcionan créditos a las empresas de la sociedad. Para que la iniciativa sea verdaderamente eficaz es preciso que los socios avalistas se impliquen en la tutela y supervisión de la gestión de los avalados, procurando evitar que la seguridad del aval lleve a la asunción excesiva de riesgos en las inversiones y/o a negligencias en la gestión. Se trata, en suma, de que los socios de la SGR participen activamente en neutralizar el «riesgo moral» que puede desencadenar en los deudores una situación de garantía y aval. Este sesgo «mutualista» de las SGR parte de la premisa de que una «buena» o «mala» gestión será más fácil de discernir por otros empresarios que por personas ajenas a la actividad empresarial.

La cohesión entre los miembros de una empresa familiar puede reducir los «costes de agencia» que se generan a partir de la separación entre propietarios y directivos; por ello, en la medida en que la preferencia por el control contribuya a facilitar la propiedad familiar de las empresas se estará produciendo una contribución a la eficiencia. Sin embargo, cuando esta inercia se lleva al extremo de colocar en los puestos de gestión a personas con cualificaciones limitadas para ejercerla, surge una ineficiencia que puede llevar al fracaso de la iniciativa empresarial. Cualquier iniciativa dirigida a facilitar el ejercicio de la preferencia por el control sin renunciar al crecimiento, debe tener presente la necesidad de dejar abierto el camino para que la gestión de la empresa se haga desde el máximo rigor profesional.

Las exigencias de información externa que recaen en las empresas son muchas veces consecuencia de la transparencia en la situación patrimonial necesaria de cara a dotar de garantías jurídicas a las transacciones económicas. Otras veces está en juego la seguridad física de las personas y otras el cumplimiento de las obligaciones fiscales. Rebajar estas exigencias con el fin de aliviar los costes de su cumplimiento a las empresas de menor dimensión, puede dar lugar a costes sociales elevados y por ello creemos que debe procederse con cautela. Un camino alternativo a seguir es el de «subvencionar» a las empresas desde las administraciones públicas de manera que con ello se reduzca el coste por el cumplimiento de las exigencias de información y transparencia que recae sobre las mismas. Estas subvenciones pueden incluir oficinas de asesoramiento y ayuda técnica, distribución gratuita de soportes informáticos, compartir personal cualificado. El ejemplo del programa y la iniciativa PADRE para facilitar el cumplimiento de las obligaciones fiscales para las personas físicas nos parece una iniciativa que podría inspirar otras con objetivos similares, dirigidas a facilitar el cumplimiento de las obligaciones de transparencia informativa y cumplimiento de las deudas fiscales entre las empresas de menor dimensión.

## 5. CONCLUSIONES

1.- La problemática de la financiación de la empresa se enmarca en un tema más amplio como es la elección de la estructura de propiedad. La estructura de propiedad/financiación es el resultado de la interacción entre las preferencias de los agentes, empresarios, y el marco institucional bajo el cual se desarrolla la actividad de la empresa y más concretamente el sistema de financiación dominante.

2.- El sistema de financiación debe dar respuesta a los factores estructurales que condicionan los beneficios y los costes de las decisiones financieras según cual sea la dimensión de la empresa. Las desventajas de la empresa de menor tamaño tienen su origen en la falta de reputación de la empresa nueva, en la relación inversa entre riesgo económico y dimensión, en las preferencias por el control de los empresarios y en las economías de escala en la generación de información.

3.- Cuando se actúa para neutralizar los factores estructurales debe procurarse que finalmente el tamaño de la empresa venga determinado por condiciones tecnológicas y por las exigencias del mercado de productos o servicios que se atiende. Es decir, se trata de que la financiación no impida que la empresa alcance el tamaño necesario para ser competitivo. Debe evitarse, por tanto, que las acciones dirigidas a facilitar la financiación de las empresas terminen por condicionar las decisiones sobre su dimensión al margen de las exigencias competitivas.

4.- El diseño de iniciativas en torno a la financiación de las PYMES debe adoptar una perspectiva dinámica en la que se contemplen las distintas etapas del «ciclo vital» de las empresas y las peculiaridades que plantea cada una. En este sentido la fase de nacimiento o creación de la empresa merece una atención especial, al igual que la reestructuración que suele acompañar a las fases de madurez y declive.

5.- Es importante prestar atención a los «efectos secundarios» que se derivan de las acciones que buscan neutralizar a los factores estructurales. En especial se tendrán presentes, los límites al control del empresario que imponen las sociedades de capital riesgo; la condición mutualista de las SGR; la necesidad de preservar el rigor profesional de la gestión; y el valor social de la transparencia informativa de las empresas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Galve, C.; Salas, V. (1991): «Estructura de Propiedad de la Gran Empresa Española». *Información Comercial Española*.
- Ocaña, C.; Salas, V.; Valles, J. (1994): «La Financiación de la PYME Española». *Moneda y Crédito*, 199.
- Salas, V. (1990): «Instrumentos Financieros en la Creación de Empresas. Análisis desde la Economía de los Costes de Transacción». *Economía Industrial*, 272.

## ABSTRACT

In this article we analyze the relationship between company financing and dynamic efficiency, paying special attention to the limitations imposed by size. After some general considerations on business financing is connection with business size is studied so as to then analyze the structural factors which condition the financing of the SME and the initiatives possible for neutralising them. Finally it will be concluded that the financing system relates to the structure of

ownership; that the former should respond to the structural factors linked to size; that the SME finance initiatives should take into account the «life cycle» of the companies and, lastly, that the side effects of the actions which try to neutralise the structural factors must be evaluated.

**Key words:** Company financing, company size, SMEs.