

MICROFINANZAS Y FINANCIACIÓN DE EMPRESAS JÓVENES EN COLOMBIA*

Bernardo Barona Zuluaga**
Jorge Alberto Rivera Godoy[‡]

Resumen

Este artículo presenta una síntesis de los resultados de algunos estudios realizados por el GIGVE en las áreas de microfinanzas y de financiación de nuevas empresas en Colombia. En la primera, se analiza la eficiencia de cooperativas financieras y de ahorro y crédito en el país y de dos programas de apoyo a poblaciones vulnerables en el país. En la segunda, se evalúan y comparan la oferta y la demanda de los recursos financieros, así como el patrón de financiación, en tres escenarios: local, nacional e internacional. Para el análisis de la información se utilizan técnicas de estadística descriptiva e inferencial. Se observa la necesidad ajustar políticas públicas y reestructurar aspectos institucionales para mejorar las condiciones de financiación de estas categorías de empresas.

Palabras Clave

Microfinanzas, financiación, nuevas empresas, finanzas de emprendedores.

Abstract

This article presents a synthesis of the results of studies by the GIGVE in the areas of microfinance and financing of new companies in Colombia. The first part analyzes the efficiency of financial cooperatives and credit unions in Colombia and two support programs to vulnerable populations in the country. In the second part the supply and demand of financial resources and the funding pattern, under three scenarios: local, national and international. Techniques of descriptive and inferential statistics are used for data analysis. The need to adjust public policies and restructure institutional aspects to improve the financing conditions of these categories of companies is observed.

Key Words

Microfinance, financing, new ventures, entrepreneurial finance.

Clasificación J.E.L: I21, O15.

* Este artículo fue recibido el 14-05-13 y aprobado el 13-07-13. Resume los principales resultados de varios estudios realizados por parte del Grupo de Investigación en Generación de Valor Económico (GIGVE) de la Universidad del Valle (categoría C de Colciencias) dentro de sus líneas de investigación en microfinanzas y valor económico y estrategias de financiación de nuevas empresas.

** PhD. de la Universidad de Manchester, Reino Unido. Profesor titular, jubilado de la Facultad de Ciencias de la Administración. Universidad del Valle. Correo-e: bbaronaz@gmail.com.

[‡] Doctor Distinguido "Cum Laude" en Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Autónoma de Madrid, España. Profesor titular de la Facultad de Ciencias de la Administración. Universidad del Valle. Correo-e: jorge.rivera@correounivalle.edu.co

Introducción

Este trabajo tiene como propósito presentar al lector un panorama de la problemática de la financiación de empresas de subsistencia y de aquellas de transformación¹ que se encuentran en sus primeras etapas de vida en Colombia, mediante una revisión de los modelos teóricos económicos-financieros pertinentes y sus contrastes con evidencias empíricas de estudios realizados en el contexto nacional e internacional.

Al inicio, se justifica el interés por examinar el problema de la financiación de los empresarios informales de subsistencia y de las empresas formales nuevas. Posteriormente, se bosquejan los marcos teóricos que soportan los estudios sobre microfinanzas y sobre financiación de nuevas empresas. Luego, se mencionan los métodos de investigación empleados en los diferentes estudios. Y, finalmente se indican los resultados más importantes y se sugieren algunas acciones de política pública.

Justificaciones para investigar sobre la financiación de empresarios informales y emprendedores

La financiación de empresas de subsistencia es tema de interés acadé-

mico desde comienzos de la década de 1970, y cobró renovado ímpetu desde comienzos del presente siglo, a raíz del establecimiento de los Objetivos del Milenio por parte de las Naciones Unidas en el año 2000 (Sachs, 2005), especialmente al primero de ellos, el cual hace referencia a la reducción de la pobreza. En razón a los altos niveles de pobreza observados en Colombia y a las diversas iniciativas tomadas por el Estado y por entidades privadas para reducirla mediante la provisión de servicios financieros, comenzó a gestarse por parte de algunos académicos de universidades colombianas, el interés por aportar a la comprensión de la relación financiación-pobreza (Barona, 2004).

Por otro lado, en la literatura económica ha existido, por un tiempo quizás más extenso, un interés por comprender la relación entre la creación de empresas y el progreso de la sociedad. Para Schumpeter (1975)², el capitalismo es un método de cambio económico que, por su misma naturaleza, nunca será estacionario, está sujeto a un proceso de transformación impulsado por la innovación, con lo que popularizó el concepto de destrucción creativa:

¹ Las microempresas de subsistencia son aquellas en las que, fundamentalmente, no se da el fenómeno de acumulación de capital, diferenciándose así de las microempresas de transformación, donde hay un proceso de acumulación orientado en mayor medida a la incorporación de activos fijos (Gutiérrez & Serrano, 2004, pp. 38 - 39). Las primeras, por lo general, son creadas por emprendedores de bajo estrato socioeconómico, en condiciones de informalidad empresarial (sin registro ante las cámaras de comercio).

La apertura de nuevos mercados, externos o domésticos, y el desarrollo de la organización desde la tienda y factoría artesanal a [organizaciones tan desarrolladas como] US Steel³, ilustran el mismo proceso de mutación industrial... que incesantemente revoluciona la estructura económica desde adentro, incesantemente destruyendo la antigua, incesantemente creando una nueva. Este proceso de Destrucción Creativa es el hecho esencial del capitalismo. El capitalismo consiste de esto y es la preocupación con lo que cada capitalista debe vivir. (p.83)

Contrario a los preceptos de la economía neoclásica que consideran el funcionamiento de los mercados de manera ordenada y en busca del equilibrio, Schumpeter et al. (1975) nota mercados caóticos, influenciados por el surgimiento frecuente de emprendedores que, con sus innovaciones, desafían a los pocos grandes productores (generalmente, dueños de los mercados⁴). Además afirma que la innovación financiera es necesaria para promover emprendimientos innovadores y, por consiguiente, el desarrollo económico (concebido como

la creación de riqueza y de empleo), también va en contravía del paradigma predominante en donde se considera que el sistema financiero tiene un papel secundario en el crecimiento económico.

En los últimos veinte años, se ha venido difundiendo una gran cantidad de estudios que vuelven a los conceptos de Schumpeter y evalúan, con mayor profundidad, el papel que juega la innovación y el desarrollo financiero sobre el crecimiento económico (King & Levine, 1993; Rajan & Zingales, 1998).

La disponibilidad de bases de datos con información sobre numerosos países durante periodos extensos de tiempo, así como el desarrollo de nuevos conceptos económicos, han motivado la elaboración de estudios en los cuales se evidencia la relación de causalidad del desarrollo financiero y el crecimiento económico (Beck, Deminguc-Kunt, Laeven & Levine, 2008), y se identifican algunos factores específicos que producen esta relación, siendo el estímulo a la actividad innovadora uno de los principales. Tal reconocimiento incorpora de manera formal, el tema de la financiación de la innovación y

² Economista de la denominada escuela austriaca, fue uno de los primeros académicos conscientes de la necesidad de incluir a los emprendedores en el análisis económico, destacando que su papel en la innovación influye sobre el aumento o disminución de la prosperidad.

³ US Steel es una compañía productora de acero con sede principal en Pittsburg (Pensilvania), y operaciones de producción en Estados Unidos, Canadá y Europa Central. Para mayor información, visite www.uss.com.

⁴ Kirchoff (1997) revisa varios estudios donde se muestra la importancia de la pequeña empresa en el desarrollo económico. Con esto concluye que las economías de escala no dominan el crecimiento económico, lo cual puede justificar que el concepto de destrucción creativa daría una mejor explicación del comportamiento económico.

de las nuevas empresas, en la literatura económica del desarrollo (Rajan, 1992; Ayyagari, Demirgünc-Kunt & Maksimovic, 2011; Brown, Fazzari & Petersen, 2009; Brown, Martinsson & Petersen, 2011).

Marco teórico

De los estudios en el área de microfinanzas

La teoría microeconómica convencional establece que, debido al principio de los retornos decrecientes del capital, empresas que utilicen poco capital deberían ser capaces de obtener rendimientos más altos que empresas que utilicen cantidades mayores de capital en sus funciones de producción (manteniendo el uso de otros recursos constante).

Tal como lo afirman Armendáriz & Morduch (2010), "Las empresas más pobres deberían ser capaces de pagar a los bancos tasas más altas de interés que las empresas más ricas" (p.6)

En este sentido, buscando optimizar sus utilidades, los intermediarios financieros, deberían, consecuentemente, asignar mayores cantidades de recursos a las empresas pobres que a las más ricas. Teniendo en cuenta las complejidades del mundo real, empero, la anterior conclusión no es tan clara: al considerar los diferentes niveles de riesgo de los potenciales beneficiarios de crédito, se supone que por su mayor opacidad, los em-

presarios más pequeños son inherentemente más riesgosos que los de mayor tamaño (Berger & Udell, 1998).

Aun considerando los diferenciales de riesgo, un análisis simple de oferta y demanda sugeriría que si el precio del dinero (la tasa de interés) puede determinarse libremente por las fuerzas del mercado, se llegará a la situación de equilibrio en la que la cantidad de crédito demandada es igual a la cantidad ofrecida. Sostiene esta línea de pensamiento que, si en un mercado competitivo se presentan excesos de demanda (la cantidad de recursos de crédito requerida es mayor que la cantidad ofrecida por el sistema bancario), la situación de desequilibrio sería sólo transitoria, pues un incremento en los precios se encargaría de restablecer la situación de equilibrio. Bajo tales condiciones no se presentaría racionamiento de crédito. Este tipo de análisis parece ser el que subyace detrás de los frecuentes llamados de los banqueros y sus gremios en Colombia para que el Estado elimine los topes a las tasas de interés (Barona & Villaraga, 2011). Sin embargo, hay abundante evidencia en la literatura académica en la cual se indica que, incluso, en situaciones donde no haya topes a las tasas de interés, la demanda de crédito puede ser superior a la oferta, en ciertos casos, de forma no transitoria (Freixas & Rochet, 1997, cap. 5).

Los problemas de selección adversa y de riesgo moral, comunes en los mercados de crédito (Stiglitz & Weiss, 1981) hacen que la sola liberación de las tasas de interés no sea una opción necesariamente óptima. Debido al primer problema, los bancos no pueden identificar con precisión las diferencias en los niveles de riesgo de los clientes; por ello, con frecuencia incrementan las tasas de interés para todos, lo cual conduce a excluir del crédito a muchos empresarios con riesgos relativamente bajos (Armendáriz & Morduch et al., 2010, p. 8). La inclusión en el análisis del riesgo moral sugiere que después de conceder el crédito, el banco no puede estar seguro de cuál es el uso que le da el receptor del crédito a los recursos recibidos.

Una forma frecuente de reducir estos problemas, es mediante la exigencia de una garantía real que respalde la deuda, en caso de incumplimiento; dicho mecanismo, sin embargo, no está disponible en el caso de una gran cantidad de demandantes pobres de crédito⁵, por lo que muchos de éstos serían, también, excluidos como beneficiarios de los servicios crediticios. En un ámbito económico donde existan instituciones que funcionen eficazmente, tales dificultades pueden reducirse enormemente. Por ejemplo, la disponibilidad de centrales de riesgo aminora de manera considerable el

inconveniente de selección adversa; así mismo, un sistema judicial eficaz que haga respetar las leyes y normas, y obligue a todos a cumplir los contratos y a respetar los derechos de propiedad, es vital para reducir el riesgo moral y el abuso de poder del mercado por parte de los proveedores de servicios financieros.

La investigación académica resalta varios desafíos importantes que enfrenta el desarrollo de las microfinanzas en los tiempos actuales. De esto, autores como Collins, Morduch, Rutherford & Ruthven (2011), Armendáriz & Morduch, et al. (2010), Fischer & Mahfoudhi (2009), Karlan & Goldberg (2007), dan muchos ejemplos. Algunos de estos han sido explorados en las investigaciones del GIGVE que se reseñan más adelante.

De los estudios en el área de financiación de nuevas empresas

Los desarrollos teóricos de la segunda gran línea de investigación aproximada por el Grupo, han girado en torno al problema de la estructura de capital óptima de la empresa (*de transformación*). Este problema no sólo hace parte de las bases de la teoría moderna de las finanzas corporativas; también es contemplado por quienes estudian las empresas nuevas y las pequeñas y medianas empresas (PYMES). Berger & Udell et al. (1998) afirman que

⁵ El trabajo de Hernando De Soto que aboga por la realización de esfuerzos masivos por los gobiernos de países en desarrollo para reconocer formalmente los derechos de propiedad de los pobres, puede ser un paso grande en la solución de este problema (De Soto, 2000); sin embargo lo que se ha hecho en esta dirección es más bien poco.

el supuesto de información completa por parte de los actores en los mercados financieros, presentados por Modigliani & Miller (1958)⁶, es difícil de sostener en el caso de las empresas pequeñas, los cuales deben ser analizados de una forma diferente, pues sus problemas de financiación tienen un alto grado de opacidad.

A partir del diseño de un modelo del ciclo de financiación empresarial, Berger & Udell et al. (1998), muestran que para la empresa pequeña no existe una única estructura financiera óptima, sino que depende del lugar en el ciclo en el que se encuentre, en un momento dado. Esto, debido a que las fuentes de financiación de las que dispone una empresa obedecen en gran medida, a su edad, y la cual covaría con su tamaño y su relativa opacidad/transparencia. Por su edad, las empresas se clasifican en Infantes (0-2 años), Adolescentes (3-4 años), de Mediana Edad (5-24 años) y Mayores (25 o más años).

El modelo de Berger & Udell et al. (1998) guarda sus fundamentos en las nociones de asimetría de información⁷. En el campo de las finanzas corporativas, la distribución asimétrica se estudia bajo los conceptos de la teoría

contractual como el riesgo moral, la selección adversa y el problema del agente- principal. Dichos conflictos son críticos en el caso de la financiación de empresas nuevas, dado que en ellas no se pueden aplicar algunos de los mecanismos utilizados por empresas maduras para reducir su influencia (Denis, 2004).

La selección adversa es un conflicto precontractual que surge cuando una de las partes llega al momento de la realización de una transacción o contrato con mayor información que otra. En el caso de una empresa nueva, probablemente su dueño cuente con mayor información por estudios que haya hecho del producto y el mercado y, además, porque conoce mucho mejor sus condiciones personales y las de los otros socios y empleados de la empresa, que la institución financiera a la cual le solicita un crédito o inversión⁸. El alto costo de financiación generado por este conflicto conduce a que empresas nacientes se queden sin obtener recursos financieros (Gompers & Lerner, 2004).

El riesgo moral es un conflicto poscontractual que nace por la imposibilidad de una de las partes de observar y controlar la conducta de la otra, y que

⁶ Artículo clásico que dio origen a la teoría moderna de financiación empresarial, donde al demostrar la irrelevancia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa, lo hizo bajo un escenario de mercados perfectos, cuyo principal supuesto es que todos los actores en el mercado tenían la misma información.

⁷ Akerlof (1970) es uno de los pioneros en tratar a profundidad estos conceptos.

⁸ Aunque hay escenarios, específicamente en países que cuentan con un mercado desarrollado de capital de riesgo, en que los inversionistas potenciales pueden tener mejor información del negocio que el emprendedor.

puede cambiar después de realizada la transacción. En el caso de la financiación de las empresas nuevas, tanto el propietario como el proveedor de los recursos financieros, pueden cambiar su conducta después de que el contrato de inversión o crédito se haya firmado, poniendo a la otra parte en condiciones de riesgo no observable al momento del pacto de la transacción. La naturaleza tangible o intangible de los activos de una empresa nueva puede influir en la escogencia de su fuente de financiación: si al comienzo, la empresa utiliza altos niveles de activos tangibles, la financiación mediante deuda se tomará menos costosa (más viable), pues el riesgo moral será menor; en cambio, si en sus inicios la empresa requiere grandes inversiones en activos intangibles, encontrará muy costosa la financiación por deuda, lo cual promoverá que el suministro de los mayores recursos financieros sea hecho por inversionistas ángeles u otros proveedores de recursos patrimoniales.

El problema de la relación agente-principal fue discutido por Jensen & Meckling (1976). El problema se presenta cuando los dueños de una empresa no son los mismos que la administran: el gerente (agente) puede tomar decisiones que vayan en

su propio beneficio y no en el de los dueños de la compañía (principales), y los mecanismos utilizados para reducirlos generan unos costos de agencia. Dicho problema de agencia puede darse en el caso de inversionistas (fondos de capital riesgo y privado, inversionistas ángeles, etc.) que adquieran una parte o toda la empresa de un emprendedor que continúa dirigiéndola.

Uno de los mecanismos empleados por inversionistas en empresas nuevas para mitigar este problema, es hacer inversiones por etapas⁹, lo cual permite a los inversores, entre períodos subsecuentes de inyecciones de capital, recoger información adicional de la empresa, controlar su progreso y mantener abierta la posibilidad de suspender la financiación periódicamente. La naturaleza de los activos de las nuevas empresas, es un factor importante que incide en la magnitud de los costos de agencia. Cuando existe mayor concentración de activos intangibles¹⁰, los inversionistas requieren de controles más estrictos para la compañía, pues su inversión se puede perder con facilidad (Zingales, 2000). Pero si, por el contrario, los activos son en gran proporción tangibles y pocos especializados (Williamson, 1988), la

⁹ En la tecnología de microcrédito es común la utilización de una técnica muy parecida denominada préstamos progresivos, lo cual consiste en hacer créditos iniciales de muy poco valor a los microempresarios. En la medida en que la institución microfinanciera recibe el pago de los préstamos iniciales, concede préstamos de mayor cuantía. De esta forma, el esquema de préstamos progresivos “incrementa el costo de oportunidad del repago y consecuentemente desestimula aún más el incumplimiento estratégico [del cliente]” (Armendáriz & Morduch et al., 2010, pp. 137-140).

⁷ Como sucede con empresas de sectores en donde los desembolsos para Investigación y desarrollo son muy altos.

necesidad de un minucioso monitoreo de los inversionistas a la gerencia se reduce, puesto que los inversores pueden recuperar con mayor facilidad toda, o una parte, de su inversión con la venta de los activos, cuando la empresa se liquide.

Para Berger & Udell et al. (1998), la decisión de la PYME de escoger entre deuda y patrimonio se ve afectada por tres dimensiones de la opacidad informacional: verificación costosa, riesgo moral y selección adversa. Al respecto, afirman: "La verificación costosa del estado y la selección adversa tienden a favorecer el uso de contratos externos de deuda, en tanto que problemas de riesgo moral tienden a favorecer el uso de patrimonio externo". (p. 661).

La relevancia de estos problemas informacionales explica por qué algunas empresas pequeñas tratan de conseguir los recursos financieros en sus primeras etapas, mediante deuda con el sistema financiero y/o un crédito comercial, mientras que otras recurren a inversionistas ángeles o de capitalistas de riesgo (contratos de patrimonio).

La habilidad de los diferentes proveedores potenciales de fondos para tratar con los distintos problemas informacionales también afecta la mezcla deuda-patrimonio usada por las empresas nuevas (Berger & Udell et al., 1998). Los capitalistas de riesgo,

tradicionalmente, afrontan el problema de opacidad participando con fuerza en la dirección de las empresas donde invierten e interviniendo en las decisiones gerenciales operacionales y estratégicas; mientras que los bancos comerciales tienden a reducir los problemas informacionales, demandando garantías reales y realizando transacciones financieras de más corta duración con las nuevas empresas. Además, los bancos comerciales establecen relaciones con las pequeñas empresas, al ofrecer habitualmente varios servicios financieros (ahorro, crédito, manejo de remesas del exterior, entre otros), lo cual les permite obtener información adicional que reduce gradualmente la asimetría que existía al momento del primer contacto (Hellmann, 2002; Barona, Gómez, & Torres, 2006; Barona & Gómez, 2010)¹¹.

En contraste, los proveedores comerciales, por lo general, conocen bien el tipo de negocio en el que está involucrada la empresa (las características de los productos, sus principales actores en el mercado, las demandas de sus productos, etc.); en muchos casos, tienen capacidad de retomar la posesión de los bienes y volverlos a vender, en caso de incumplimiento del cliente. Igualmente los proveedores pueden amenazar con la interrupción de los suministros a sus clientes, lo cual, en ciertas ocasiones, puede ser un poderoso incentivo para exigir y ob-

¹¹ Para un análisis de algunos efectos negativos que puede tener el mayor conocimiento que adquieren los bancos con gran poder de negociación sobre el emprendimiento. Ver Rajan (1992).

tener el pago oportuno de sus facturas. La mezcla de financiación, para una empresa pequeña particular, resultará del tipo de problemas de información que tenga y de cuáles son los proveedores de recursos más idóneos para resolverlos (Berger & Udell et al., 1998, pp. 661-662).

Estudios recientes sobre estructura de financiación resaltan la interdependencia/condicionalidad observada entre varias fuentes de financiación empresariales. Dicho fenómeno, discutido con claridad por Berger & Udell et al. (1998), es utilizado por Barona & Rivera (2012b) para explicar la gran dificultad que enfrentan las nuevas empresas en Colombia para conseguir recursos financieros de largo plazo.

Además del concepto del ciclo financiero de la empresa, Berger & Udell et al. (1998) recurren a la teoría de la economía institucional (La Porta, López de Silanes, Shleifer & Vishny 1997, 1998), para explicar otras facetas de la financiación de las empresas pequeñas¹². Para la definición de la estructura de capital de la empresa pequeña, enfatizan en la importancia, de un entorno donde las prioridades de pago con la liquidación de los activos estén claramente definidas,

y se respeten en el caso de que la empresa pequeña caiga en insolvencia financiera. También consideran importante que exista un entorno de estándares contables bien definidos, de expertos contadores y de una cultura de transparencia de información financiera.

Ayyagari, Demirgünc-Kunt & Maksimovic (2012), examinan los patrones de financiación de las firmas en los países en desarrollo, encontrando que la financiación bancaria es el tipo más común de financiación externa para empresas de todos los tamaños, y el papel limitado -aunque creciente- del capital privado y de riesgo. También señalan que aunque el sistema bancario y el mercado de capitales son importantes para el desarrollo, nueva evidencia sugiere que diferentes estructuras financieras pueden ser mejores para la promoción de la actividad económica en diferentes etapas del desarrollo económico de un país.

Objetos de estudio y métodos de investigación empleados en los diferentes estudios

La investigación adelantada en la línea de microfinanzas en los últimos años por integrantes del GIGVE, se ha focalizado en la eficiencia del sistema

¹²En un estudio Beck, et al.(2005) encuentran que aspectos institucionales como los requerimientos de colateral, la burocracia y la necesidad de tener conexiones para obtener recursos, retrasan el crecimiento de la firma pequeña. De otro lado Ayyagari, et al. (2012) señalan que hay evidencia indiscutible de que el acceso a la financiación es una función de las instituciones subyacentes, tales como: una buena protección de los derechos de propiedad, los derechos fuertes de los accionistas y los acreedores, los estándares contables exigentes, la disponibilidad de información de buena calidad y una menor interferencia del gobierno en la forma de corrupción e interferencia política de propiedad.

financiero y de organizaciones de naturaleza solidaria) que juegan un papel primordial en la provisión de servicios financieros en países como Alemania y Canadá (Fischer & Mahfoudhi et al., 2009). Aunque todavía no se tiene una visión completa del impacto que han tenido las microfinanzas en la reducción de la pobreza (Karlan & Goldberg et al., 2007), los estudios del GIGVE coinciden en que, frente a otros mecanismos empleados para la reducción de la pobreza, las microfinanzas parecen haber tenido un efecto positivo¹³. Un desafío importante de las microfinanzas en los tiempos actuales consiste en lograr un impacto sobre la pobreza, a través de instituciones autosostenibles¹⁴.

Al respecto, Balkenhol & Valazza (2011) escriben: “La lucha contra la pobreza y la sostenibilidad financiera constituyen así el doble objetivo y la esencia misma de las microfinanzas, ubicándolas así en algún lugar entre los sistemas de protección social y el sistema bancario comercial” (p. 4).

En orden cronológico, el primer estudio que se reseña se basa en el concepto de preferencia al gasto¹⁵, donde se examina la eficiencia de las organizaciones del sector cooperativo en

Colombia. El segundo trabajo analiza, principalmente desde el punto de vista de la eficiencia, dos intervenciones en el sector microfinanciero colombiano: la primera es la iniciativa de origen gubernamental, conocida como Banca de Oportunidades; la segunda se trata de un proyecto de origen privado (Microfinanzas para el Desarrollo), llevado a cabo con auspicios de la Fundación Ford.

El estudio del sector cooperativo en Colombia es de naturaleza cuantitativa y emplea el Modelo General para someter a prueba la hipótesis de la preferencia al gasto, desarrollado por Mester (1989). Este modelo examina si las cooperativas de mayor tamaño exhiben preferencia al gasto y si las organizaciones con un menor apalancamiento exponen la misma clase de conducta. Para dichas pruebas, se hizo uso de dos bases de datos diferentes: la de la Superintendencia Financiera de Colombia, con información sobre las instituciones que están bajo su vigilancia (las de mayor tamaño), y una base de datos facilitada a los investigadores por la Confederación Colombiana de Cooperativas (Confecoop), de la cual se extrajo información financiera para aquellas más pequeñas.

¹³Una recopilación de estudios que apuntan hacia esta conclusión, se encuentra en Balkenhol & Valazza et al. (2011).

¹⁴Para alcanzar autosuficiencia, una Institución Micro Financiera (IMF) necesita generar suficientes ingresos para cubrir todos sus gastos, i.e. costos operativos, provisión para deudas incobrables y el costo de los fondos. Para asegurar sostenibilidad de largo plazo la IMF, requiere generar excedentes para invertir en servicios nuevos o expandidos (Churchill & Frankewicz, 2006, p. 337).

¹⁵Tomado de la teoría de costos de transacción (Williamson et al., 1996).

El segundo trabajo reseñado, en el que se presenta una evaluación preliminar de dos intervenciones en el campo de las microfinanzas en Colombia, usa principalmente información secundaria cualitativa y cuantitativa de tales programas, así como los resultados de algunas entrevistas adelantadas por los investigadores.

Las investigaciones en la línea de financiación de nuevas empresas, han tenido como objeto de estudio la financiación durante los primeros años de las empresas denominadas de acumulación o transformación. Se han estudiado, tanto los proveedores de recursos financieros (Bancos, Estado, Fondos de Capital Privado), como los demandantes de dichos recursos (Emprendedores). Los métodos empleados han sido de naturaleza cuantitativa. Se utilizan fuentes de información primaria y secundaria. Entre las fuentes de información primaria predomina la implementación de encuestas semiestructuradas, aunque se adelantan también entrevistas en profundidad. Como fuentes de información secundaria se usan datos contenidos en las bases de datos de la Superintendencia de Sociedades (2010), de la Superintendencia Financiera, de Enterprise Survey Raw Data (2010) y, además, artículos publicados en prensa y revistas especializadas y genéricas.

Principales resultados de los estudios

En este apartado se presentan los principales hallazgos de investigaciones focalizadas en las microfinanzas y en la financiación de empresas formales (o de transformación).

De los estudios focalizados en las microfinanzas

El estudio de Barona, Caicedo & Zuluaga (2009) se basa en información de estados financieros de una muestra de 130 cooperativas para el periodo 1996-2000. El trabajo emplea datos en panel para someter a prueba las hipótesis establecidas. Como variable dependiente, se toman los costos totales (C). Se consideran cuatro variables independientes. Dos de producto: préstamos (Y_1), y efectivo e inversiones temporales (Y_2); y dos variables de insumos: precio del trabajo (W_1) y precio de los depósitos. Tanto la variable dependiente como las independientes son deflactadas por el índice de precios al consumidor (1998 = 100). Al comparar cooperativas de diferente tamaño, el análisis estadístico indica que las unidades de mayor tamaño exhiben preferencia al gasto separable (pero no conjunto). Consecuentemente, se infiere que ser de mayor tamaño no implica ser más eficiente: las unidades de mayor tamaño parecen tener problemas para controlar sus

costos de personal. Al comparar si las cooperativas con un menor nivel de apalancamiento, como resultado de menores incentivos potenciales para controlar gastos, exhiben preferencia al gasto con respecto a los costos de personal, los resultados son consistentes con la denominada hipótesis del flujo de caja libre, según la cual el uso de deuda puede inhibir el gasto de los gerentes (Jensen, 1986).

Por su parte, el estudio de Barona & Villarraga et al. (2011), que examina los programas Banca de Oportunidades (de origen gubernamental) y Microfinanzas para el Desarrollo (de origen privado), concluye:

“En Colombia, el mercado financiero en general y el micro financiero en particular, medidos por varios indicadores, muestran niveles relativamente altos de ineficiencia. Aunque desde comienzo de los años 90 se han introducido reformas regulatorias para incrementar la eficiencia en el mercado financiero, y desde la creación del programa de banca de oportunidades en el mercado micro financiero, aún persisten varias distorsiones regulatorias que afectan particularmente la eficiencia locativa. Las más importantes de estas identificadas son los topes a las tasas de interés, la reglamentación discriminatoria en contra de ciertos intermediarios y los altos impuestos

sobre el factor trabajo. A nivel de Instituciones Microfinancieras (IMF) los índices calculados sugieren, también, que varias de éstas adolecen de ineficiencias de naturaleza técnica.

En lo que respecta al microcrédito las estadísticas indican avances de importancia en la cobertura, aunque cambios recientes en la reglamentación impiden evaluar si parte de estos avances reflejan operaciones que no se considerarían microcrédito en estándares internacionales” (p.230).

De los estudios focalizados en la financiación de empresas formales o de transformación

A continuación, se muestran los principales resultados con relación a la oferta de recursos financieros, y a los patrones de financiación empleados por las empresas.

Oferta de recursos financieros

Por parte del sector bancario institucional y la inversión en capital (patrimonio y/o deuda a largo plazo), se tiene:

El sector bancario institucional

Con respecto a este tema, Barona, Gómez, Gonzáles & Torres (2008), sostienen: “En el periodo estudiado (1996-2004) la relación concentración - creación de empresas muestra que, consecuente con la

teoría convencional, el aumento en los niveles de competencia medidos por el índice Herfindahl-Hirschman (HHI) es benéfico para la creación de empresas. Este resultado es un estímulo para que los reguladores del sector financiero continúen implementando políticas que favorezcan el mantenimiento de niveles altos de competencia en el sector. De esta forma habrá más probabilidad de que se generen nuevas firmas en cantidad suficiente para estimular significativamente el crecimiento económico y la generación de empleo.

Con respecto a la relación de la participación en el mercado de los bancos de diferentes tamaños y el número de empresas creadas, se encuentra que cuando la cuota de mercado de los bancos pequeños crece, el número de empresas creadas se incrementa, y cuando se incrementa la cuota de mercado de los bancos grandes el número de nuevas empresas creadas disminuye” (p.46).

Morck, Yavuz, & Yeung (2010) muestran que la concentración del mercado bancario, como sucede en Colombia (Ver: Arbeláez & Echavarría, 2002; Barona et al., 2008), produce menores tasas de acceso a la financiación de las empresas, una menor eficiencia en la asignación de capital, crisis bancarias más frecuentes, y menores tasas de crecimiento del ingreso y la productividad.

Inversión en capital (patrimonio y/o deuda de largo plazo)

Barona & Rivera et al. (2012b) discuten cómo la inversión que realizan las personas naturales y jurídicas a un relativo largo plazo y por cantidades generalmente significativas, tiene altos niveles de incertidumbre y, por lo tanto, se requiere del diseño de estrategias y la utilización de instrumentos financieros especiales. El contrato firmado por el emprendedor y el inversionista es esencial en la gobernanza financiera de la relación. La experiencia internacional muestra que, casi siempre, estos contratos contienen una variedad de cláusulas donde queda explícito qué debe hacerse en el caso de que se presenten algunas contingencias (MacMillan, 1988; Sahlman, 1990; Kaplan & Strömberg, 2003, 2004; Wang & Wang, 2009).

Es común el uso de indicadores de desempeño financieros y no financieros, en la definición de la remuneración del gerente/propietario, así como en la solución de ciertas contingencias.

En Estados Unidos, el mercado de capital de riesgo y de capital privado presenta muy altos niveles de desarrollo; existe una considerable cantidad de fondos que invierten altos montos en numerosas empresas de reciente creación. Por el contrario, los escasos fondos de capital privado y de capital riesgo que operan en Colombia son relativamente recientes

y, en su gran mayoría, invierten en empresas con algunos años de existencia (con importantes potenciales de crecimiento). En la financiación de capital emprendedor, parece que solamente los Fondos del Estado, como Colciencias, el Fondo Empezar del SENA y, últimamente, Bancoldex (INNpulsar), han mostrado alguna actividad importante¹⁶.

De las encuestas diligenciadas por directivos de algunos fondos de capital privado operantes en Colombia, se corrobora el uso de estrategias habitualmente empleadas en otros países con mayor trayectoria en esta industria, para reducir problemas asociados con la asimetría de información y la relación agente-principal. La participación activa en las juntas directivas, el requerimiento del logro de ciertos indicadores de desempeño, la inversión por etapas, así como estrategias que permiten reducir problemas de riesgo moral, son frecuentes en los fondos que operan en Colombia, al menos en los privados. Se encuentra que, en los contratos entre emprendedores e inversionistas, se fijan cláusulas sobre la confidencialidad de la información, el derecho a veto y algunas contingencias; también es muy importante la naturaleza (tangible o intangible) de los activos de la empresa financiada, en las decisiones de inversión por parte de los fondos.

Patrones de financiación empleados por las empresas

Al respecto de este punto, se presentan los resultados de dos estudios cuyo propósito es conocer los patrones de financiación de las empresas nuevas, uno en el ámbito local (Barona & Gómez et al. 2010) y el otro en el ámbito nacional (Barona & Rivera et al., 2012a):

Resultados de encuesta a emprendedores en el área de Cali

Barona & Gómez et al. (2010) encuentran que para las empresas de más reciente creación, los ahorros de familiares y amigos y los ahorros del dueño de la empresa, son las fuentes de financiación más frecuentemente mencionadas por los empresarios; siguen en su orden, el crédito empresarial de corto plazo, concedido por establecimientos financieros, y el crédito comercial, pero muy distante en frecuencia. En la categoría de edad, de los 2 a 5 años, las fuentes patrimoniales siguen siendo las mencionadas con más frecuencia, entre ellas, la reinversión de utilidades; los créditos de corto plazo con instituciones financieras, proveedores y *leasing*, aumentan de manera significativa su frecuencia, aunque de una forma más pronunciada en el primero. Después del quinto año, se cita con mayor frecuencia la reinversión de utilidades, posteriormente el crédito

¹⁶Las cifras reproducidas de la Asociación Latinoamericana de Capital de Riesgo (LAVCA) confirman esto, ya que la inversión en etapa temprana y en capital semilla/incubadoras en los años 2009 y 2010, fueron insignificantes (LAVCA, 2011).

empresarial con establecimientos de crédito y después el crédito comercial. El *leasing* alcanza una frecuencia de mención superior al de las etapas etarias anteriores, y casi igual a la del crédito comercial.

Con el propósito de comprobar si las diferencias en frecuencia de mención de las cuatro fuentes de financiación más mencionadas en cada franja etaria son o no, significativas, se realizaron pruebas. Éstas que mostraron que todas lo son a un nivel del 10%, lo cual indica que tales variaciones entre dichas fuentes de financiación no parecen deberse al azar.

La presencia de activos tangibles es determinante para que la empresa, naciente y joven, pueda tener acceso al *leasing*.

En cuanto a la estructura de capital, Barona & Gómez et al. (2010), concluyen: "Aunque la naturaleza de los datos empleados en este estudio no permite hacer pruebas directas acerca de cuáles de las teorías de estructura de capital explican mejor las decisiones de empresas jóvenes, el análisis parece ajustarse mejor a la teoría que sostiene que las empresas no tienen una sino varias estructuras óptimas de capital, dependiendo de la etapa del ciclo de vida en el que se encuentren. En particular, hay indicios de que las empresas jóvenes prefieren financiarse con reinversión de utilidades en vez de deuda, pero se reitera que es una

observación tentativa, y lo encontrado en el estudio puede reflejar también, no una escogencia deliberada, sino la imposibilidad de usar deuda de largo plazo por el poco desarrollo del mercado de capitales" (p. 94-95).

Resultados de un estudio a nivel nacional usando bases de datos de la Superintendencia de Sociedades (2010)

Barona & Rivera et al. (2012a) encuentran que las empresas utilizan con variada intensidad diferentes fuentes de financiación, en cada una de las etapas de su ciclo de vida. Dicho hallazgo es corroborado por estudios anteriores de los mismos y otros autores, basados en encuestas (Barona & Gómez et al., 2010; Chavis, Klapper, & Love, 2010; Cull, Davis, Lamoreaux, & Rosenthal, 2006) y son una evidencia de lo planteado por Berger & Udell et al. (1998) en cuanto a que las empresas no tienen una, sino varias estructuras de capital óptimas, conforme a la etapa del ciclo en la que se encuentren. El tamaño y la intensidad de los activos fijos afectan el apalancamiento financiero, de idéntica manera en las dos etapas de su vida: infante - adolescente (I&A) y mediana edad (EM). En las empresas I&A, la principal fuente de financiación es la inversión de los dueños, mientras que en las empresas EM son las utilidades retenidas. Se halla pues, que la financiación informal o extra bancaria es muy importante en las empresas I&A; pero su peso relativo se reduce en las

EM, fase en la cual las utilidades retenidas⁰ guardan mayor importancia y, posiblemente, se utilicen para sustituir parte de tal deuda.

Para los emprendedores y gerentes, estos resultados confirman la gran relevancia de la inversión patrimonial que los compromete a gestionar un apropiado suministro de ésta, ya sea mediante ahorros propios, recursos de familiares, amigos y de las fuentes promovidas por el gobierno en el medio (como el capital semilla del Fondo Emprender del SENA). Los hallazgos insinúan que la inversión patrimonial se hace aún más necesaria, en aquellas empresas con un alto componente de activos intangibles, pues dicha condición dificulta la obtención de recursos mediante deuda. También debe destacarse que las utilidades retenidas (fuente más importante en la EM), permiten reducir la financiación extrabancaria o informal, y sus efectos nocivos.

Sin embargo, algunas evidencias muestran que el mercado financiero colombiano no es eficiente, como sucede con la falta de transparencia en algunos de los costos cobrados por los intermediarios financieros, así como los altos márgenes de intermediación, los cuales todavía prevalecen en ciertos segmentos del mercado; a ello se le suma la existencia del impuesto a las transacciones

bancarias y a la presencia de grandes conglomerados empresariales, lo que restringe la toma de decisiones de financiación empresarial con unos costos financieros competitivos en el mercado internacional.

Resultados de un estudio comparativo entre Colombia y Chile usando el Enterprise Survey Raw Data (2010) del Banco Mundial

Barona & Rivera (2013) encuentran que las empresas jóvenes de mediana edad (5-24 años de edad) de Colombia y Chile, se financian sobre todo con tres tipos de recursos: fuentes internas/utilidades retenidas, préstamos bancarios y crédito de proveedores. Observan que hay diferencias en estos dos países en cuanto a la importancia de estas fuentes. Por ejemplo, en Chile guarda mayor peso la financiación mediante fuentes internas, mientras en Colombia se utiliza más el crédito de proveedores/anticipos de clientes. No se presenta diferencia significativa entre estos países frente a la utilización de préstamos bancarios. Las fuentes informales, aunque de escasa importancia, tuvieron mayor preponderancia en la financiación del capital de trabajo en las empresas colombianas.

Los patrones de financiación de las empresas del país austral parecen ceñirse, más cercanamente, a la ortodoxia financiera que los de las empresas colombianas; esto, por

evidencias indirectas¹⁷ que permiten inferir la existencia de un mercado de capital más desarrollado que el colombiano, lo cual seguramente le permite acceder a recursos financieros a un costo menor; además, cuenta con algunas condiciones institucionales, como la mayor efectividad del sistema tributario, el empleo de tecnologías y patentes, las facilidades de hacer negocios y la apertura de una empresa, entre otras, que le proporcionan ventajas en los costos de producción y de transacción.

Conclusiones y recomendaciones de política pública

Algunas conclusiones y recomendaciones de política pública en el campo de las microfinanzas y en la financiación de empresas nuevas de transformación, se exponen a continuación:

En el campo de las microfinanzas

En el estudio sobre eficiencia de organizaciones financieras de naturaleza cooperativa, se evidencia que a partir de cierto nivel, las organizaciones de menor tamaño tienden a ser más eficientes que las más grandes: la tendencia de preferencia al gasto parece ser más importante que las economías de escala, cuando las organizaciones adquieren un mayor tamaño. Por ello, no siempre se deberían impulsar aquellas políticas que estimulen la fusión de

pequeñas cooperativas. Los análisis también indican que las compañías con más niveles de apalancamiento parecen tener mejores sistemas para controlar costos. Como la mayor parte de la deuda de dichas instituciones proviene del bancos locales, los datos sugieren que sus gerentes bancarios han desempeñado bien su función de control gerencial (o su función de *supervisión*, como la denominan Freixas & Rochet et al., 1997).

Colombia está en mora de una reglamentación como la que existe en Bolivia, la cual aumente la contestabilidad del sistema financiero, particularmente en el segmento microfinanciero. Las reformas en la regulación que afecten aspectos estructurales del mercado colombiano, como la concentración de poder que ostentan ciertos grupos financieros y conglomerados empresariales, así como los excesivos impuestos sobre el factor trabajo, afectarán también de manera positiva la eficiencia del sistema. Es posible que la introducción de estas reformas reduzca los temores de quienes piensan que la eliminación de los topes a las tasas de interés puede contribuir a exacerbar los problemas de inequidad existentes en el medio.

Para continuar aumentando la cobertura, a través de los Corresponsales No Bancarios (CNB), parece con-

¹⁷Algunos estudios coinciden que Chile tiene uno de los mercados financieros más desarrollados de América Latina (Held, 1999; Echeopar & Galleguillos, 2005; Sirtaine, 2006 y Villar & Arango, 2011).

veniente introducir algunas mejoras a los subsidios empleados por el Programa Banca de Oportunidades (PBO). Si se desea que los subsidios sirvan de manera más efectiva, para apalancar los recursos invertidos en el programa, se requiere rediseñar las convocatorias, quizás incrementando el nivel de subsidios, para lograr que establecimientos de crédito del sector privado hagan parte, y no sea el banco público (Banco Agrario) quien gane siempre las convocatorias, por ser el único participante. Dado el papel que ha jugado el sector microfinanciero del Banco Agrario, parece oportuno fortalecer mecanismos que preserven/estimulen su eficiencia operacional. Entre éstos, el control presupuestal y la remuneración variable, de acuerdo al desempeño, han probado sus bondades en muchas instituciones microfinancieras en diferentes países.

El gobierno, por medio de la Banca de Oportunidades, debería ser más activo en la focalización (*targeting*) de los subsidios. Varias instituciones que en Colombia iniciaron sus actividades sirviendo a los más pobres buscando sostenibilidad, paulatinamente, han abandonado este segmento. Los subsidios deberían orientarse, con mayor preferencia, a las organizaciones que continúen atendiendo los segmentos más pobres. Deberían tener también las características de los denominados subsidios inteligentes, sobre todo la de duración limitada (mientras las organi-

zaciones alcanzan una escala que les permita operar a costos razonables). Apoyos del gobierno y donantes a programas focalizados en los segmentos más pobres de la población, como las Asociaciones Locales de Ahorro y Crédito (ALAC), llevan consigo un potencial para producir beneficios inmediatos y de corto plazo para la población pobre y para las IMF que la atiende. Los peligros de los subsidios, señalados en la literatura microfinanciera, no deben soslayarse, en especial el hecho de que disminuyan la motivación por parte de la gerencia de las organizaciones prestadoras de los servicios, para encontrar formas innovadoras de aumentar la eficiencia. (Para más detalles sobre estas propuestas se encuentra en Barona & Villaraga et al., 2011).

En el caso de la financiación de empresas nuevas de acumulación: el papel de la banca institucional

Siguiendo a Barona et al. (2008). dicen: "Para los formuladores de políticas públicas si se desea estimular la creación de nuevas empresas parece importante diseñar políticas que permitan y estimulen que un número significativo de bancos pequeños continúe operando en el país" (p.46).

Al respecto Barona & Rivera et al. (2012a,) concluyen: "A pesar de los avances que desde los años setenta viene haciendo Colombia en relación con la eficiencia del mercado, los altos márgenes de intermediación que toda-

vía predominan en ciertos segmentos del mercado, la presencia de grandes conglomerados empresariales, la existencia del impuesto a las transacciones bancarias, la falta de transparencia en algunos de los costos que cobran los intermediarios financieros, sugieren que aún hay camino largo por recorrer, antes de que se pueda hablar de un mercado financiero eficiente, que facilite las decisiones empresariales de elección de estructura financiera, y que permita a las empresas nacionales, en su conjunto, obtener costos financieros que le faciliten competir sin desventajas en esta área en el mercado global” (p.16-17).

En el caso de la disponibilidad (oferta) de recursos de capital (largo plazo) de los fondos de capital privado

Con el propósito de impulsar el desarrollo económico, el gobierno debe acelerar los mecanismos para aumentar la oferta de capital privado y capital de riesgo en el país. Aunque se ha avanzado en esto en los últimos años, los recursos de los fondos de capital privado que se han transado últimamente, han sido destinados, casi que de manera exclusiva, a fortalecer empresas ya existentes¹⁸. Estos mecanismos deben apuntar a mejorar una regulación, la cual

permita que la inversión llegue a empresas infantiles, como también, a proporcionar capital semilla en mayores cantidades, por medio de programas ya existentes, por ejemplo, el Fondo Emprender, o de nuevos e innovadores programas. Para los sectores con altos niveles de activos intangibles, deberían proveerse estímulos gubernamentales capaces de apoyar su financiación, como puede ser el fortalecimiento de Fondos de Garantías. Así mismo, en vista de la muy desigual distribución de los ingresos y la riqueza en Colombia¹⁹, los estímulos que establezca el gobierno para la financiación de nuevas empresas deberían lograr que, en igualdad de condiciones, se le dé prioridad a los proyectos presentados por los sectores de menores ingresos.

Hay evidencia de la necesidad de crear y fortalecer programas de capital semilla que apoyen tales iniciativas. El Fondo Emprender del SENA es un esfuerzo en esta dirección.

De igual forma, aunque los requerimientos de activos fijos (equipo de oficina, locales, maquinaria) de los microempresarios, tienden a ser bajos en comparación con los requerimientos de activos corrientes (Otero & Rhyne,

¹⁸Poco se ha invertido para apoyar la creación de nuevas empresas (Barona & Rivera, 2012a, cap. 10).

¹⁹Varios estudios que utilizan como punto de partida los coeficientes GINI, señalan a Colombia como el país que muestra, con excepción de Haití, el nivel de desigualdad más alto en Latinoamérica. En: Revista Semana, Desigualdad extrema (2011, marzo 12), reconocidos expertos presentan opiniones y propuestas para superar este problema.

1994), un segmento de estos negocios que parece ser no despreciable, sí necesita activos de larga vida que los programas habituales de microcrédito no están diseñados para financiar. En dichos casos, el *leasing* parece particularmente adecuado.

Información pública disponible

Sobre este tema, Barona & Gómez et al. (2010) sostienen: “La información económica y financiera que hay disponible sobre las empresas micros y pequeñas en las bases de datos públicas es insuficiente para hacer investigación que guíe adecuadamente la formulación de políticas de estímulo. Esta situación debe mejorarse en el corto plazo. Junto con esto, también es menester la mejoría en la calidad de la información reportada por las empresas. Una acción que puede afectar significativamente la calidad de la información es la adhesión a las Normas Internacionales de Contabilidad” (p. 95).

Condiciones institucionales

Siguiendo también a Barona & Gómez et al. (2010): “Se necesita de reformas financieras e institucionales que estimulen el desarrollo del mercado de capitales en general y del mercado de Ofertas Iniciales Públicas de Acciones (IPO) en particular, con lo que cual se pudo lograr un mayor acceso de las empresas pequeñas y medianas a estos mercados. La apertura de los mercados financieros a las IPO, no solamente les permitirá a las empresas adquirir recursos que les faciliten su desarrollo, sino

que también estimulará el surgimiento de inversionistas ángeles y de fondos de capital de riesgo, actores estos que pueden ser vitales para que las empresas en sus etapas nacientes, optimicen su estructura de capital” (p. 95).

Bibliografía

AKERLOF, G. (1970). The market for “lemons”: Quality, uncertainty and the market mechanisms. *Quarterly Journal of Economics*. 84(3), 488-500.

ARBELÁEZ, M. & ECHEVARRÍA, J. (2001). Crédito, liberación financiera e inversión en el sector manufacturero colombiano. *Conyuntura Económica*, 31(3-4), 73-104.

ARMENDÁRIZ B. & MORDUCH, J. (2010). *The economics of microfinance*. Cambridge: The MIT Press.

AYYAGARI, M., DEMIRGÜNC-KUNT, A. & MAKSIMOVIC, V. (2011). Firm innovation in emerging markets: The role of finance, governance and competition. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 46(6), 1545-1580.

_____. (2012). Financing firms in developing countries. Lessons from research. *World Bank Policy Research Working Paper*. (6036). doi: 10.1596/1813-9450-6036

BALKENHOL, B. & VALAZZA, A. (2011). *Microfinanzas y políticas públicas. Objetivos de eficiencia para un sector responsable*. Madrid: Plaza

y Valdés, Oficina Internacional del Trabajo (OIT).

BARONA, B. (2004). Microcrédito en Colombia. Reseña histórica y descripción de un programa de investigación internacional en el que participan dos universidades colombianas y de sus resultados parciales. *Estudios Gerenciales*. 20(90), 79-102.

BARONA, B., CAICEDO, E. & ZULUAGA, B. (2009). Efficiency and expense preference in the Colombian financial cooperative sector. *Canadian Journal of Development Studies*, XXIX(1-2), 123-138.

BARONA, B. & GÓMEZ, A. (2010). La financiación de nuevas empresas en Colombia. Aspectos conceptuales. La opinión de una muestra de empresarios de la ciudad de Cali. *Cuadernos de Administración Universidad del Valle* 43, 81-97.

BARONA, B., GÓMEZ, A. GONZÁLES, D. & TORRES, J. (2008). The evolution of the Colombian banking sector and the creation of companies. *Journal of Social Management. Revue Européenne des Sciences Sociales et du Management*. 6(1), 31-54.

BARONA, B., GÓMEZ, A. & TORRES, J. (2006). La financiación de nuevas empresas en Colombia: las experiencias y opiniones de una muestra de gerentes bancarios. *Cuadernos de Administración Pontificia Universidad Javeriana*. 19(32), 45-70.

BARONA, B. & RIVERA, J. (2012a). Análisis empírico de la financiación de nuevas empresas en Colombia. *Innovar*. 22(43), 5-18.

_____. (2012b). *Finanzas emprendedoras en Colombia: conceptos y resultados de algunos estudios*. Cali: Universidad del Valle.

_____. (2013). *Financiación de nuevas empresas: comparación de las fuentes de financiación empleadas por empresas en Colombia y Chile*. *Cuadernos de Administración*, 26 (46), 11-35. Pontificia Universidad Javeriana de Bogotá.

BARONA, B. & VILLARRAGA, J. (2011). Colombia: el rol de políticas públicas y programas financiados por donantes en la masificación financiera de servicios financieros hacia población excluida. En Balkenhol, B. & Valazza, A. (Eds.), *Microfinanzas y políticas públicas. Objetivos de eficiencia para un sector responsable* (pp.201-239). Madrid: Plaza y Valdés, Oficina Internacional del Trabajo (OIT).

BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A., LAEVEN, L. & LEVINE, R. (2008). Finance, firm size and growth. *Journal of Money, Credit and Banking*. 40(7), 1379-1405.

BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A. & MAKSIMOVIC, V. (2005). Financial and legal constraints to firm growth: Does firm size matter? *Journal of Finance*. 60(1), 137-177.

- BERGER, A. & UDELL, G. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*. 22, 613-673.
- BROWN, J., FAZZARI, S. & PETERSEN, B. (2009). Financing innovation and growth: Cash flow, external equity, and the 1990s R&D Boom. *Journal of Finance*. 64(1), 151-185.
- BROWN, J., MARTINSSON, J. & PETERSEN, B. (2011). Do Financing constraints matter for R&D? New tests and evidence. *Assa Annual Meeting Paper*. Ames: Iowa State University.
- CHAVIS, L., KLAPPER, L. & LOVE, I. (2010). The impact of the business environment on young firm financing. *World Bank Policy Research Working Paper*. 5322. doi: 10.1596/1813-9450-5322.
- CHURCHILL, C. & FRANKIEWICZ, CH. (2006). *Making microfinance work. Managing for improved performance*. Ginebra: International Labour Office. International Training Centre.
- COLLINS, D., MORDUCH, J., RUTHERFORD, S. & RUTHVEN, O. (2011). *Portfolios of the poor. How the world's poor live on \$ 2 a day?* Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- CULL, R., DAVIS, L., LAMOREAUX, N. & ROSENTHAL, J. (2006). Historical financing of small and medium-size enterprises. *Journal of Banking and Finance*. 30(11), 3017-3042.
- DENIS, D. (2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*. 10, 301-326.
- DE SOTO, H. (2000). *El Misterio del Capital. Por qué el capitalismo triunfa en occidente y fracasa en el resto del mundo*. Lima: El Comercio.
- REVISTA SEMANA. (2011, marzo 12). Desigualdad extrema. Recuperado de <http://www.semana.com/nacion/articulo/desigualdad-extrema/236705-3>
- ENTERPRISE SURVEY RAW DATA (2010). Recuperado de <http://www.enterprise-surveys.org/Data>
- ECHECOPAR, G. & GALLEGUILLOS, G. (2005). Chile: an overview of the investment and business environment. En O'Halloran, E., Rodríguez, P. & Vergara, F. (Eds.), *An Executive Briefing on Angel Investing in Latin America (pp.111-117)*. Charlottesville: The Darden School, Batten Institute. University of Virginia.
- FISCHER, K. & MAHFOUDHI, R. (2009). The theory of mutual financial intermediaries: A review. *Canadian Journal of Development Studies*. 29(1/2), 41-64.

- FREIXAS, X. & ROCHET, J. (1997). *Economía bancaria*. Madrid: Banco Bilbao Vizcaya /Antoni Bosch.
- GOMPERS, P. & LERNER, J. (2004). *The venture capital cycle*. Cambridge: The MIT Press.
- GUTIÉRREZ, M. & SERRANO, J. (2004). Mejoramiento de las condiciones de acceso al crédito para microempresarios. *Documento de trabajo*. Bogotá: Fundación Corona, Universidad de los Andes, Fundación Ford.
- HELLMANN, T. (2002). A theory of strategic venture investing. *Journal of Financial Economics*. 64(2), 285-314.
- HELD, G. (1999). Políticas de crédito para empresas de menor tamaño con bancos de segundo piso: experiencias recientes en Chile, Colombia y Costa Rica. CEPAL. Serie Financiamiento y Desarrollo, 84. Recuperado de: <http://www.eclac.org/publicaciones/xml/2/4512/lcl1259e.pdf>
- JENSEN, M. (1986). Agency costs and free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*. 6, 323-329.
- JENSEN, M. & MECKLING, W. (1976). Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3, 305-360.
- KAPLAN, S. & STRÖMBERG, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*. 70, 281- 316.
- _____. (2004). Characteristics, contracts and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*. 59(5), 2173-2206.
- KARLAN, D. & GOLDBERG, N. (2007). *Impact evaluation for microfinance. Review of methodological issues*. The World Bank Thematic Group on Poverty Analysis Monitoring and Impact. (7). Recuperado de http://karlan.yale.edu/p/Doing_ie_series_07.pdf
- KING, R. & LEVINE, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*. 108(3), 717-737.
- KIRCHHOFF, B. (1997). Entrepreneurship economics. En: Bygrave, W. (Ed.). *The Portable MBA in Entrepreneurship* (chap. 15),. New York: John Willey & Sons.
- LAVCA (2011). 2011 LAVCA Industry Data. Recuperado de: <http://lavca.org/2011/03/30/2011-lavca-industry-data-%E2%80%93-now-available/>
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SCHLEIFER, A. & VISHNY, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*. 106(61), 1113-1151.

- _____. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*. 12(3), 1131-1150.
- MACMILLAN, I., KULOW, D. & KHOYLIAN, R. (1988). Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance. *Journal of Business Venturing*. 4(1), 27-47.
- MESTER, L. (1989). Testig for expense preference behavior: mutual versus stock saving and loans. *RAND Journal of Economics*. 20, 483-98.
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*. 48(3), 261-297.
- MORCK, R., YAVUZ, M. & YEUNG B. (2011). Banking system control, capital allocation & economic performance. *Journal of Financial Economics*. 100 (2), 264-283.
- OTERO, M. & RHYNE, E. (1994). *The new world of microenterprise finance*. Connecticut: Kumarian Press.
- RAJAN, R. (1992). Insiders and outsiders, the choice between Informed and arm's length debt. *Journal of Finance*. 47(4), 1367-1400.
- RAJAN, R. & ZINGALES, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*. 88(3), 559-586.
- SACHS, J. (2005). *El fin de la pobreza*. Nueva York: Penguin Press.
- SCHUMPETER, J. (1975). *Capitalism, socialism and democracy*. Nueva York: Harper Perennial (Original 1942).
- SAHLMAN, W. (1990). The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*. 27, 473-52.
- SIRTAINE, S. (2006) *Access to finance by chilean corporations*. World Bank Policy Research Working Paper. (3845). Recuperado de http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2006/02/07/000016406_20060207164045/Rendered/PDF/wps3845.pdf
- STIGLITZ, J. & WEISS, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 73 (5), 393-410.
- SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES (2010). *Sirem*. Recuperado de <http://sirem.supersociedades.gov.co/SIREM/index.jsp>
- VILLAR, L. & ARANGO, M. (2011) Integración de los mercados bursátiles de Colombia, Perú y Chile: un paso importante en la dirección correcta. *ANIF: Carta Financiera*. 153, 33-37.
- WANG, L. & WANG, S. (2009). Convertibles and milestones in staged financing. *Journal of Economics and Finance*. 33, 189-221.

WILLIAMSON, O. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*. 43, 567-591.

ZINGALES, L. (2000). In search of new foundations. *Journal of Finance*. 55(4), 1623-1653.

_____. (1996). *The mechanisms of governance*. New York: Oxford University Press.