

## ***El financiamiento externo de las PyMEs del MERCOSUR***

*EJE 2: Creación, Desarrollo de Empresas y Formación Emprendedora*

### ***Lisana B. Martinez***

Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (IIESS) - CONICET, Universidad Nacional del Sur. Universidad Provincial del Sudoeste.

E-mail: [lbmartinez@iess-conicet.gob.ar](mailto:lbmartinez@iess-conicet.gob.ar)

### ***Hernán P. Vigier***

Centro de Emprendedorismo y Desarrollo Territorial Sostenible (CEDETS), CIC – Universidad Provincial del Sudoeste. Universidad Nacional del Sur.

E-mail: [hvigier@upso.edu.ar](mailto:hvigier@upso.edu.ar)

### ***M. Belén Guercio***

Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (IIESS) - CONICET, Universidad Nacional del Sur. Universidad Provincial del Sudoeste.

E-mail: [mbguercio@iess-conicet.gob.ar](mailto:mbguercio@iess-conicet.gob.ar)

### ***Lilia Corzo***

Centro de Emprendedorismo y Desarrollo Territorial Sostenible (CEDETS)- Universidad Provincial del Sudoeste- Comisión de Investigaciones Científicas de la Provincia de Buenos Aires

E-mail: [lilia.corzo@upso.edu.ar](mailto:lilia.corzo@upso.edu.ar)

### ***Aurelio F. Bariviera***

Universitat Rovira i Virgili – Facultad de Economía y Empresa- Departamento de Gestión de empresas. Email: [aurelio.fernandez@urv.cat](mailto:aurelio.fernandez@urv.cat)

## ***Resumen***

*El presente trabajo analiza un conjunto de variables como posibles determinantes en el acceso al financiamiento externo de las PyMEs pertenecientes a cuatro países miembros del MERCOSUR: Argentina, Brasil, Uruguay y Paraguay. Se utiliza la base de datos Enterprise Survey del Banco Mundial y se aplican modelos Probit a fin de probar las hipótesis planteadas. Los resultados generales indican que el tamaño de la empresa, el mercado de destino, el género del gerente, las empresas familiares y el financiamiento mediante proveedores afectan el acceso al financiamiento externo. Además, se completa el análisis mediante la realización de regresiones para cada país de la muestra, donde las variables comunes entre todos resultaron ser el financiamiento con proveedores y el tamaño de las PyMEs (excepto para el caso de las PyMEs de Paraguay). A su vez, se destaca la significatividad de variables para cada país de estudio.*

## 1. Introducción

La importancia de estudiar el crecimiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) a lo largo del tiempo ha logrado ser un tema de interés para varias economías, dado que las mismas son una fuente importante de generación de empleos y contribuyen al crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI).

Varias son las razones por las cuales existe un marcado interés en incentivar el desarrollo de estas empresas, propulsoras de la actividad económica, por lo cual es necesario estudiar sus principales características y problemas a los cuales se enfrentan y que pueden detener su expansión.

Diversos trabajos estudian la incidencia de las PyMEs en la economía, considerando distintos grupos de países. Czarniewski (2016) considera que las mismas no sólo afectan positivamente el crecimiento del PBI, sino que también resalta el impacto social que generan siendo éste uno de los principales objetivos de política social y económica; mediante la creación de puestos de trabajo y el consecuente aumento en el nivel de educación, incrementando de este modo la calidad del capital humano.

A su vez, Kubiřková y Procházková (2014) reafirman el efecto generado por las PyMEs considerando un conjunto de empresas en países del Este, resaltando la importancia de la estabilidad social, e innovación en el desarrollo dinámico mediante la globalización. Pinar, Ardic, Mylenko, y Saltane (2012) destacan la importancia de las PyMEs en el crecimiento y estudian la necesidad de expandir los servicios financieros para las PyMEs. Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2005) encuentran una relación robusta entre el tamaño de las PyMEs, el sector al cual pertenecen y el crecimiento económico, una vez controlados determinadas otras variables claves del crecimiento.

Ayyagari, Beck y Demirgüç-Kunt (2007), sostienen que en países de altos ingresos, las PyMEs contribuyen en un 50% al crecimiento del PBI y destacan la participación de las mismas en la disminución de los niveles de desempleo.

Resaltada la importancia de las PyMEs en las economías de los países, en este trabajo nos centramos en determinar cuáles son las principales variables que afectan el acceso al financiamiento mediante alguna línea de crédito o préstamos de instituciones financieras, considerando a los mismos como elementos importantes que propician el crecimiento de las PyMEs.

Por lo tanto, el objetivo del presente trabajo es múltiple. En primer lugar, se basa en identificar de forma conjunta los determinantes que afectan el acceso al financiamiento a través de líneas de crédito ó préstamos de instituciones financieras a las PyMEs de cuatro países del MERCOSUR (Argentina, Brasil, Uruguay y Paraguay), con el propósito de identificar patrones en común en las distintas economías estudiadas.

En segundo lugar, se analiza cada uno de los países de forma individual, considerando el mismo conjunto de variables para cada uno de los casos, pudiendo distinguir de este modo aquellas variables significativas de cada mercado, de forma tal de orientar los lineamientos de políticas destinadas a estimular las ventajas competitivas, focalizadas en las variables claves, para fomentar el desarrollo de las PyMEs del MERCOSUR; ya sea de forma integrada o independiente de acuerdo a los resultados obtenidos.

La estructura del trabajo, es la siguiente: en la sección 2 se presenta una breve revisión de la literatura vinculada con la estructura de capital de las PyMEs. En la sección 3, se realiza una contextualización general de las PyMEs del MERCOSUR. En la sesión 4 se presentan los datos y variables consideradas en el modelo probit, junto con la

justificación y definición de la metodología aplicada. En la sección 5 se presentan los resultados obtenidos, y en la sección 6 se exhiben las conclusiones del estudio.

## 2. Teorías de la estructura de capital

En el proceso evolutivo de las teorías sobre la estructura de capital se pueden identificar dos grandes grupos: las teorías de mercados perfectos y las de mercados imperfectos (Rivera Godoy, 2002). Entre las primeras se encuentran las teorías sobre las decisiones de financiación conocidas como teorías clásicas: la tesis tradicional y la tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller (1958). Seguidamente, se incorporaron las conocidas fallas de mercado en los modelos de determinación de estructura de capital (Ross, 1977; Narayanan, 1988; Azofra Palenzuela, 1986), ante las críticas emitidas al modelo de Modigliani y Miller (1958) y las modificaciones sugeridas por los propios autores a su modelo (v.gr. Miller y Modigliani, 1963). Los aportes que surgen desde la visión de las fallas de mercado consideran el impacto de los impuestos, los costos financieros, los costos de agencia y la información asimétrica. Entre estas se encuentran la teoría del *trade-off* (Jensen y Meckling, 1976; Miller, 1977) y la teoría de la jerarquía de financiera (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984).

La visión de la Tesis Tradicional, dirigida por Durand (1952), considera que existe un nivel óptimo de endeudamiento que minimiza el costo del capital y al mismo tiempo maximiza el valor de la compañía (Suárez, 1974; Berlingeri, 2009). Por lo que, el objetivo financiero sería acertar la combinación óptima de deuda y de capital propio. En contraposición, el modelo de Modigliani y Miller (1958) consideró, bajo determinados supuestos, que el costo del capital y el valor de la empresa son totalmente independientes de la composición de la estructura de capital. Es decir, estos autores negaron la existencia de una Estructura de Capital Óptima e implícitamente asumieron que las decisiones de financiación no afectan las decisiones operativas y de inversión, suponiendo que la rentabilidad operativa de la firma endeudada es igual a la de la firma no endeudada y que las inversiones son iguales a las depreciaciones (Berlingieri, 2009).

Luego, se incorporan al análisis las imperfecciones del mercado, y se incluyeron los determinantes de la estructura de capital adoptada por la empresa (Ferrer y Tresierra Tanaka, 2009). En primer lugar, los mismos Modigliani y Miller en 1963, tuvieron en cuenta los efectos de los impuestos en la estructura de capital. En este modelo, plantean que el endeudamiento tiene una ventaja impositiva para la empresa, producido por las deducciones en concepto de intereses pagados por deuda. Esta nueva conclusión significa que el ahorro fiscal generado por utilizar deuda hace que exista una estructura de capital óptima, formada por el mayor volumen de deuda que una empresa pueda sostener (Briozzo y Vigier, 2006).

Miller (1977) consideró que el valor de la empresa depende no solo del efecto de los impuestos que gravan el beneficio, sino también de los que gravan las rentas percibidas por los inversores, ya sea en forma de renta de acciones (dividendos y ganancias de capital) o de intereses (Rivera Godoy, 2002). De este modo, Miller (1977) concluye que la ventaja fiscal por deuda se anula cuando se consideran ambos tipos de impuestos; retomando la tesis de la irrelevancia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa.

Por su parte, el modelo del *Trade-Off* o del equilibrio estático sostiene que ante la existencia de ventajas y desventajas del endeudamiento, existe un ratio óptimo de apalancamiento, que maximiza el valor de mercado de la empresa (Briozzo y Vigier, 2006; Ferrer y Tresierra Tanaka, 2009; Brealey, Myers y Allen, 2006). Esta teoría

agrupa todos aquellos modelos y aportes que sostienen que existe una mezcla de deuda capital-óptima que maximiza el valor de la empresa, que se produce una vez que se equilibran los beneficios y los costos de tomar deuda. Son parte de este enfoque, las siguientes contribuciones: Kim (1978), Brennan y Schwartz (1978), Chen y Kim (1979), Pettit y Singer (1985), De Angelo y Masulis (1980), Kraus y Litzemberger (1973).

Myers (1984) y Myers y Majluf (1984) proponen el Modelo del *Pecking Order* (o Teoría de la Jerarquía Financiera) para explicar el comportamiento descrito por Donalson (1961), quien estudió las prácticas financieras de las empresas y observó que éstas generalmente prefieren el financiamiento interno. La teoría de la jerarquía financiera reconoce el siguiente orden de preferencias en las fuentes de financiamiento: ganancias retenidas (capital propio interno), deuda y por último, ampliación del capital (capital propio externo). Este ordenamiento refleja los incentivos que tiene el administrador para retener el control de la empresa, reducir los costos de agencia de las acciones y evitar la reacción de mercado generalmente negativa de los anuncios de emisiones de acciones. En general, este enfoque es aceptado como el que mejor refleja el modo de financiarse de las PyMEs (Hamilton y Fox, 1998; Hutchinson, Hall, Michaelas, 1998; Hall, Hutchinson, Michaelas, 2000; Holmes y Kent, 1991 y Zoppa y McMahon, 2002; entre otros).

Por otro lado, son varios los aportes adicionales que permiten completar el conjunto de argumentos que describen diferentes posiciones frente a la estructura de capital de las empresas, tales como: la teoría de la agencia (Fama y Miller, 1972; Jensen y Meckling, 1976), la señalización (Ross, 1977), el racionamiento de crédito (Stiglitz y Weiss, 1981), el ciclo de crecimiento financiero (Berger y Udell, 1998), la teoría de la estrategia corporativa (Brander y Lewis, 1986; Mishra y Mc Conaughy, 1999; Barton y Gordon, 1987), *market timing* (Baker y Wurgler, 2002), el principio de concordancia (Brealey y Myers, 1998), entre otros<sup>1</sup>.

### **3. Contextualización de las PyMEs**

El Mercado Común del Sur, es una unión aduanera fundada en 1991 por el Tratado de Asunción, cuyos estados parte son Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay, Venezuela (desde 2006) y Bolivia (desde 2015). Este proceso de integración regional tiene por objeto desde sus inicios impulsar el comercio de los estados partes, en la interzona y al resto del mundo. Institucionalmente, la política PyME fue desde los inicios competencia del Grupo Mercado Común (GMC).

En el año 1993 se aprobó el documento “Políticas de Apoyo a las Micro-Pequeñas y Medianas Empresas del Mercosur”<sup>2</sup>, en el cual se identificaron los principales problemas como: la falta de capacidad empresarial y gerencial, las limitaciones de acceso al mercado, falencias en mano de obra especializada, conocimiento tecnológico, crédito adecuado y capital de giro.

A partir de las líneas de apoyo de dicho documento, se propusieron varios proyectos inmediatos, como la creación de un Grupo de Trabajo (GT) para las PyMEs en el MERCOSUR y el Programa de Cooperación MERCOSUR de Calidad y Productividad para las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs), el Programa de Intercambio Institucional (PII), destinado a estimular la integración entre entidades públicas y privadas de promoción del desarrollo de las MiPyMEs en MERCOSUR, y el Programa

---

<sup>1</sup> Una síntesis de estos aportes se pueden encontrar en Briozzo y Vigier (2006).

<sup>2</sup> Resolución: MERCOSUR/GMC/RES N°90/93

de Compras Gubernamentales (PCG), destinado a modificar procedimientos vigentes y sugerir acciones que permitan el mejor acceso de las pequeñas empresas a las adquisiciones gubernamentales.

En 1998, a fin de continuar con los programas de las resoluciones anteriores, se aprobó el documento<sup>3</sup> correspondiente a la Etapa II del anterior, con el objetivo de señalar los lineamientos básicos que deben contener las políticas de apoyo y fomento a las MiPyMEs para promover la competitividad de éstas en cada uno de los Estados partes.

Las iniciativas de integración productiva entre las PyMEs han sido provenientes desde distintos países y sectores. De acuerdo al planteo de Botto y Molinari (2013), con este tipo de proyectos no se pretende que cada una de estas iniciativas involucre y beneficie al total de los gobiernos de la región, ni a todas las PyMEs de un determinado sector productivo, sino que se flexibilice la visión en cuanto a que es posible iniciar el proceso con pocos actores (ya sea países o empresas), para que una vez que tome fuerza, el mismo sea escalado y multiplicado.

Algunos trabajos (Ferraro y Gatto, 1993; Kantis, Moori Koenig y Yoguel, 1993; Carullo, 1998; Zurita, 2012) estudiaron las implicancias del MERCOSUR en las PyMEs de la región cuando éste comenzaba a perfilarse. Por ejemplo, Ferraro y Gatto (1993), analizaron las estructuras industriales de las PyMEs manufactureras en los países participantes del MERCOSUR. Consideraron a las PyMEs como los principales actores económicos afectados por la apertura económica y la modificación de los patrones de competitividad. A su vez, resaltaron la importancia del diseño de políticas industriales para facilitar el desarrollo de nuevas ventajas competitivas que posibiliten la inserción de las PyMEs en el proceso de integración, dado que el mismo no es automático ni simple.

Kantis et al. (1993), analizan el posicionamiento competitivo de las PyMEs argentinas del sector de bienes de capital, ante el proceso de apertura y constitución del MERCOSUR. En este sentido, distinguieron diferentes clases de empresas de acuerdo a su performance estructural (tamaño, capacidad de exportación, flexibilidad empresarial, calificación del personal, inversión, asociación con firmas extranjeras, etc.) y concluyeron que estas diferencias deberían ser consideradas para el diseño de acciones destinadas a fortalecer la competitividad de este segmento de firmas. Descubrieron que muchas empresas enfrentaban restricciones externas para continuar su sendero de crecimiento y grandes asimetrías con sus pares brasileras.

Por otro lado, Carullo (1998) examina las políticas, los programas y los instrumentos institucionales del MERCOSUR para promover y fomentar a las MiPyMEs. Asimismo, caracteriza las estructuras industriales del sector PyME de cada país miembro y las políticas e instrumentos de promoción particulares. Zurita (2012), describe el estado del desarrollo empresarial a mediados de los '90 y de las PyMEs en Argentina, Brasil, Bolivia, Paraguay y Uruguay, y analiza las diferencias en tamaño, recursos naturales y humanos, el potencial económico, el nivel de desarrollo, las conexiones entre los países miembros, entre otras cuestiones, que dificultan la integración, la mejora de la competitividad, el crecimiento y el desarrollo económico de la región y de cada uno de los países partes.

Si bien han transcurrido más de 20 años desde el comienzo del proceso de integración del MERCOSUR, no se registran estudios específicos que analicen ex post las

---

<sup>3</sup> Resolución: MERCOSUR/GMC/RES. N° 59/98

repercusiones del MERCOSUR en las PyMEs de la región, ni muestren de forma comparada los resultados y cambios generados en las estructuras de las PyMEs.

### 3.1 Caracterización de las firmas por país

A continuación, en la Tabla N° 1, se presentan los principales indicadores de los países seleccionados para el estudio.

**Tabla N° 1:** Principales indicadores de los países de la muestra.

	<i>Argentina (2010)</i>	<i>Brasil (2009)</i>	<i>Paraguay (2010)</i>	<i>Uruguay (2010)</i>
Población	39.503.466	200.361.925	6.120.496	3.318.592
PBI per cápita	US\$ 6.050 Ingreso medio alto	US\$ 11.690 Ingreso medio alto	US\$ 1.670 Ingreso medio bajo	US\$ 6.380 Ingreso medio alto
Dificultad de acceso al financiamiento***	Segundo lugar	Cuarto lugar	Cuarto lugar	Segundo lugar
Participación de las mujeres en la propiedad de la empresa	< 10% * 40%	19.4% * 50%**	22.8% * 50%**	19.4% * < 25%
Firmas constituidas por capitales nacionales privados	96% **	98% **	92% **	92% **
Antigüedad de las firmas	Entre 6 y 25 años o más de 35 años	Entre 6 y 15 años	Tienen en promedio 20 años	Tienen menos de 10 años o más de 35 años
Intensidad del comercio exterior	% de firmas que exportan: < 30% ** % de firmas de la industria manufacturera que importan materias primas para su producción: más del 70%	% de firmas que exportan: 11% * % de firmas de la industria manufacturera que importan materias primas para su producción: 53% *	% de firmas que exportan: 15% * % de firmas de la industria manufacturera que importan materias primas para su producción: más del 70%	% de firmas que exportan: 18.5% % de firmas de la industria manufacturera que importan materias primas para su producción: 88% **

**Nota:** Elaboración propia en base a datos del *Enterprise Surveys*. \*Porcentaje inferior que para el resto de América Latina \*\* Porcentaje superior que para el resto de América Latina. \*\*\* De otras diez dificultades listadas.

Los países del MERCOSUR son considerados por el Banco Mundial países de ingresos medios, siendo Paraguay un país de ingresos medio bajo y los restantes medios altos. Respecto a la dificultad de acceso al financiamiento las empresas Argentinas encuestadas lo reconocen en segundo lugar de entre otras diez dificultades, en vista que el 15% de las firmas encuestadas lo reconoce como el principal obstáculo, siendo estas principalmente pequeñas y medianas. En Brasil y Paraguay los obstáculos al financiamiento son seleccionados en cuarto lugar y en Uruguay en quinto lugar.

Respecto a la participación de las mujeres en las firmas, en los cuatro países objeto de estudio se encuentran por debajo de la media del resto de América Latina, aunque la participación de las mujeres en la propiedad de la empresa es similar o mayor a lo que acontece en el resto de los países de la región. En todos los países del MERCOSUR más del 90% de las firmas son constituidas por capitales nacionales privados. Y respecto a la antigüedad de las firmas, no hay ningún patrón en común para destacar.

En cuanto a la intensidad del comercio exterior, es Argentina el país que mayor porcentaje de firmas exportadoras posee, siendo esta diferencia explicada por la presencia de grandes empresas exportadoras. En Brasil sorprende la baja presencia de firmas exportadoras aunque es el país con menor porcentaje de firmas pertenecientes a la industria manufacturera que importan materias primas para su producción, siendo este último dato alto para el resto de los países.

Por otro lado, en la Tabla N° 2 se observan específicamente los porcentajes de fondos percibidos por las empresas de los países de la muestra. Tal como puede apreciarse algunos de ellos son similares entre sí, mientras que otros presentan una alta disparidad. Por ejemplo, en relación a los porcentajes relacionados con la tenencia de cuentas de ahorro son similares entre sí, al igual que los porcentajes de préstamos bancarios o líneas de créditos (éste último indicador específicamente entre Brasil y Paraguay).

A su vez, tal como se menciona en la revisión correspondiente a Uruguay, en éste país se observa el mayor porcentaje de empresas que no requieren de un préstamo para financiarse (Argentina es el país que presenta un menor porcentaje de esta variable, indicando que son muy pocas las empresas que no necesitan financiarse), siendo consistente este dato con el porcentaje de empresas que identifican el acceso a la financiación como una restricción importante y el bajo porcentaje de empresas que financian sus inversiones con bancos (9.1%). Brasil presenta el mayor porcentaje de participación de los mismos (32.3%), seguido por Paraguay (20.8%).

**Tabla N° 2:** Datos de empresas y origen de fondos

	Argentina	Brasil *	Paraguay	Uruguay
% de empresas con cuenta de ahorros	96.2	99.0	89.7	90.8
% de empresas con un préstamo bancario / línea de crédito	49.3	59.2	60.2	48.6
% de empresas que no necesitan un préstamo	17.1	41.3	30.6	44.7
% de empresas que usan los bancos para financiar inversiones	30.3	43.7	30.1	13.7
% inversiones financiadas internamente	63.2	55.3	60.4	69.6
% de las inversiones financiadas por los bancos	13.9	32.3	20.8	9.1
% de las inversiones financiadas por el crédito de proveedores	14.9	9.1	8.8	6.6
% de empresas que identifican el acceso a la financiación es una restricción importante	43.5	45.2	19.5	16.0

**Nota:** Resumen de datos presentados por la *Enterprise Survey* del Banco Mundial, correspondientes al año 2010; \*2009.

## 4. Datos y Metodología

### 4.1 Objetivos e Hipótesis de investigación

El objetivo del trabajo se basa en determinar las principales variables que inciden en “el acceso a líneas de crédito ó préstamos de instituciones financieras” por parte de las PyMEs de los cuatro países fundadores del MERCOSUR: Argentina, Brasil, Uruguay y Paraguay.

Para ello, consideramos la base de datos *Enterprise Survey* del Banco Mundial y seleccionamos un conjunto de variables explicativas, tales como: antigüedad de la empresa, tamaño, sector al que pertenece, forma jurídica, si exporta o no parte de su producción, participación de la mujer en cargos directivos, participación de integrantes de la familia y financiamiento con proveedores.

Considerando el marco teórico y los antecedentes, a continuación se presentan las hipótesis de trabajo:

**H1:** *La probabilidad que una empresa utilice financiamiento externo está positivamente relacionada con su antigüedad.*

Berger y Udell (1998), afirman que las fuentes de financiamiento cambian a lo largo del ciclo de negocio de una empresa. En este sentido, encuentran que al inicio de su ciclo de negocio, la empresa utiliza solo recursos propios para financiarse, a medida que gana la experiencia y reputación, comienza a financiarse con deuda, y finalmente, con emisión de acciones.

No obstante, en la literatura la antigüedad de la empresa es una variable controversial. Algunos autores encuentran una relación negativa entre la antigüedad de las PyMEs y el acceso al financiamiento externo (Petersen y Rajan, 1994; Kumar y Francisco, 2005), otros autores hallan una relación positiva (Gregory, et al., 2005; Bougheas, Mizen y Yalcin, 2006) y otros, tales como Briozzo y Vigier, (2009) y Cole y Dietrich (2012) no encuentran relaciones significativas entre estas dos variables.

**H2:** *La probabilidad de que una empresa obtenga financiamiento está positivamente relacionada con su tamaño.*

El tamaño de las empresas es una de las variables control ampliamente reconocidas en la literatura referente a la estructura de financiamiento (Petersen y Rajan, 1994; Cardone Riportella y Casasola, 2003; Hutchinson, 2004; Krasniqi, 2010; Bebczuk, 2010; Forte, Barros, Nakamura, 2013). En este trabajo además, consideramos que existen diferencias en la capacidad de financiarse dentro de las PyMEs, se considera que las pequeñas empresas tienen menos probabilidad de obtener financiamiento externo en relación a las medianas.

**H3:** *Las PyMEs pertenecientes al sector manufacturas, tienen mayor probabilidad de obtener financiamiento externo que las empresa enmarcadas dentro del sector servicio.*

Las empresas manufactureras tienen una ventaja en relación a las empresas del sector servicios, ya que las primeras poseen una mayor proporción de activos tangibles que les sirven de garantías reales para obtener financiamiento en relación a las segundas. Por ello, se considera que las empresas del sector manufacturero tienen una mayor probabilidad de acceder al crédito que las del sector servicio.

**H4:** *Las PyMEs que limitan su responsabilidad solicitan más financiamiento externo.*

La adopción de una u otra forma jurídica se relaciona con el grado de informalidad adoptado por la firma de acuerdo a la regulación nacional, en la cual han de presentar determinadas declaraciones financieras.

La relación de la forma jurídica y el acceso al crédito tiene dos vertientes. Desde la demanda de financiamiento, la elección de la forma jurídica por parte del empresario implica ponderar, tanto la credibilidad y la presión impositiva, como los costos de auditoría y la publicación de información. Dicha elección se observa desde el lado de la oferta de fondos como una señal positiva cuando el empresario se inclina por la forma jurídica con limitación de responsabilidad, ya que se relaciona con la credibilidad y la formalidad de las operaciones (Storey, 2004). Por ello, se espera que la relación entre la limitación de la responsabilidad y el acceso al financiamiento sea positiva. Algunos estudios encontraron evidencia de dicha relación, entre ellos se destacan los trabajos de



Freedman y Godwin 1994, Storey, 1994; Harhoff, Stahl y Woywode, 1998; Briozzo y Vigier, 2009; Guercio, Briozzo y Vigier, 2014.

**H5:** *Las firmas que exportan su producción tienen mayor probabilidad de acceder al financiamiento externo.*

Se espera que aquellas empresas que tienen una determinada cuota de mercado asegurada en el mercado internacional, poseen menos información asimétrica ante la exigencia de normas de transparencia y la consecuente legalidad de sus estados contables, lo cual las hace más fiable ante las entidades financieras, mejorando el acceso al financiamiento de dichas firmas. Moori, Milesi, Robert y Yoguel (2007) encuentran que los exportadores exitosos tienen un mayor acceso a fuentes de financiamiento. En esta misma línea, Pasquini y Giovanni (2010) y Galán, De Giusti, Solari, Diaz y Arivel (2014) afirman esta relación.

**H6:** *Las empresas dirigidas por mujeres tienen menos probabilidades de acceder al financiamiento externo.*

Varios estudios, entre ellos Carter y Rosa (1998) y Coleman (2000) analizan la incidencia de las mujeres en las empresas, concluyendo que las mismas son menos propensas a la utilización de fuentes de financiamiento externo.

Guercio et al. (2015) analizan la relación existente entre las fuentes de financiamiento utilizadas y el género del gerente de la empresa en 866 MiPyMEs argentinas para el año 2010. Concluyen que el acceso a las fuentes de financiamiento para las empresas dirigidas por mujeres se ve restringido, y el origen de dicha limitación no solo proviene del racionamiento del crédito por una cuestión de género, sino que en general las empresas dirigidas por mujeres en su mayoría son pequeñas, pertenecen al sector servicios y se inscriben con formas legales que no implican responsabilidad patrimonial, características que define un perfil de empresas que se encuentran con mayores dificultades a la hora de acceder al financiamiento.

**H7:** *Las PyMEs con una elevada participación de familiares en la empresa tienen menos probabilidades de acceder al financiamiento externo.*

Aquellas empresas que estén formadas en su mayoría por familiares, tienen menos probabilidades de financiarse externamente, debido a la elevada aversión al riesgo financiero y al miedo del propietario de perder la libertad de dictar las políticas de negocio (Gallo, Tàpies, y Cappuyns 2004). Por otro lado, Lumpkin y Dess (2013) encuentran que el nivel de deuda será menor cuanto más injerencia tenga la familia en la toma de decisiones.

**H8:** *Las PyMEs que se financian con proveedores tienen mayores probabilidades de financiarse con entidades financieras.*

El financiamiento a corto plazo por parte de las PyMEs con los proveedores es una de las formas más comunes de financiar capital de trabajo que presentan este tipo de empresas, dada la rapidez del trámite y ante la inexistencia de requisitos de información de la empresa y de garantías. El financiamiento mediante proveedores es una fuente de corto plazo muy utilizada por las PyMEs en Argentina (Guercio et al., 2015). Dado que si bien existen contratos implícitos ante esta forma de financiamiento, es un buen indicador para el sector financiero relativo a la calificación de cliente a la cual se enfrentan.

## 4.2 Datos

Los datos utilizados en este trabajo provienen de la *World Bank Enterprise Survey* (WBES) una encuesta desarrollada por el Banco Mundial a nivel empresa desde el año 1999, con el principal objetivo de detectar los principales obstáculos que afectan al crecimiento y desarrollo de las empresas en el mundo.

Varios trabajos (Sharma, 2007; Guercio et al., 2014, Dong y Men, 2014) consideraron esta base de datos como fuente de información para el estudio de las empresas en diversos países del mundo. En la Tabla N° 3 se presenta la definición de cada una de las variables consideradas en el estudio.

**Tabla N° 3:** Definición de variables

Variable	Definición
<b>Dependiente</b>	
Financia	Variable discreta que toma valor 1 si la empresa tiene financiamiento y 0 si no tiene
<b>Independientes</b>	
Antigüedad de la empresa	Variable continua, que mide la edad de la empresa hasta el año 2010.
T.Pequeña <sup>4</sup>	Variable binaria, que toma valor 1 si la empresa tiene menos de 19 empleados.
T.Mediana	Variable binaria, que toma valor 1 si la empresa tiene entre 20 y 99 empleados.
Industrial	Variable binaria, que si toma valor 1 denota que la empresa pertenece al sector manufacturero.
Servicios	Variable binaria, que si toma valor 1 denota que la empresa pertenece al sector servicios.
IT	Variable binaria, que si toma valor 1 denota presencia que la empresa pertenece al sector IT ( <i>Information Technology</i> ).
F.Jurídica	Variable binaria, que toma 1 si la empresa limita su responsabilidad jurídica.
Exporta	Variable continua, representada por el porcentaje de exportaciones directas.
Manag Mujer	Variable binaria que toma valor 1 si el gerente de la empresa es una mujer.
Emple_fliar	Variable binaria que toma valor 1 si la empresa tiene más de un 30% de los empleados que son familiares del gerente/propietario
Proveedores	Variable continua que indica el porcentaje en que se financian con los proveedores.

**Fuente:** Elaboración propia.

<sup>4</sup> En el presente trabajo hemos establecido un patrón general para poder clasificar a las PyMEs bajo un criterio general establecido; considerado la clasificación de la CEPAL, basada en el número de empleados de cada firma.

### 4.3 Metodología

La metodología utilizada para analizar el acceso al financiamiento de las PyMEs de Latinoamérica es la aplicación de modelos Probit. Dicho modelo se considera apropiado dada la característica binaria de la variable dependiente.

El mismo puede desarrollarse a partir de una variable latente  $y^*$ , que se relaciona linealmente con las variables explicativas, a través del siguiente modelo:

$$y^* = x_i\beta + \mu \quad (1)$$

Cuanto más alto sea el valor de  $y^*_i$  mayor será la probabilidad de que ocurra el evento. La variable observada  $y$  se relaciona con la variable latente  $y^*$  de la siguiente manera:

$$y_i = \begin{cases} 1 & \text{si } y^*_i > 0 \\ 0 & \text{si } y^*_i \leq 0 \end{cases} \quad (2)$$

Por lo tanto, la probabilidad de que el evento ocurra se define como:

$$\begin{aligned} \Pr(y_i = 1/x_i) &= \Pr(x_i\beta + \mu) \\ &= \Pr(-\mu = x_i\beta) \\ &= F(x_i\beta) \end{aligned}$$

Como los coeficientes no se pueden estimar, es necesario calcular los efectos marginales de la estimación a partir de la siguiente fórmula:

$$\frac{\partial \Pr(y_i = 1/x_i)}{\partial x_k} = \frac{\partial F(x_i\beta)}{\partial x_k} = f(x_i\beta)\beta_k$$

Donde  $f(\cdot)$  es la función de densidad de  $F(\cdot)$ . El efecto marginal es la pendiente de la curva de probabilidad que relaciona a  $x_k$  con  $\Pr(y_i = 1/x_i)$  manteniendo el resto de las variables constantes. El signo del cambio marginal siempre se corresponde con el signo de  $\beta_k$  (dado que  $f(x_i\beta)$  siempre es positiva), mientras que su magnitud depende de las variables restantes y de sus coeficientes.

## 5. Resultados

En la Tabla N° 4 se presentan los estadísticos descriptivos de las variables consideradas para el análisis probit, correspondientes a los cuatro países de estudio en conjunto. Tal como se puede observar, se reunió información de 2950 PyMEs para la mayoría de las variables consideradas.

Respecto a la variable dependiente, *Financia*, podemos observar que el 56% de las firmas encuestadas presentan algún tipo de financiamiento externo, ya sea a través de una línea de crédito ó por algún préstamo de instituciones financieras. A su vez, se la antigüedad media de las PyMEs relevadas ronda en 24 años.

Por otro lado, el porcentaje de empresas pequeñas es similar al de las medianas, y el sector con mayor preponderancia es el sector manufacturero. A su vez, el 87% de las PyMEs limita su responsabilidad y de las empresas exportadoras, solo el 4% de su producción tiene como destino el mercado externo. Otro aspecto interesante a destacar

es que aproximadamente el 56% de las mismas son empresas que cuentan con el 30% de empleados familiares y que el 66% de las PyMEs se financia mediante proveedores.

Tal como se mencionó anteriormente, las variables continuas son antigüedad, porcentaje de exportaciones y financiamiento con proveedores. El resto han sido recodificadas en variables *dummies* o binarias.

**Tabla N° 4:** Estadísticos descriptivos

Variable	N	Media	Desvío	Min	Max
Financia	2940	0,560	0,496	0	1
Antigüedad	2946	24	17,751	1	170
T.Pequeña	2955	0,463	0,498	0	1
T.Mediana	2955	0,506	0,500	0	1
Servicios	2955	0,17	0,376	0	1
Manufact	2955	0,737	0,440	0	1
IT	2955	0,05	0,219	0	1
Construcción	2955	0,03	0,170	0	1
F. Jurídica	2449	0,871	0,334	0	1
Exporta	2951	3,923	14,458	0	100
Manag Mujer	2949	0,149	0,357	0	1
Emple_fliar	2955	0,566	0,495	0	1
Proveedores	2939	65,669	35,785	0	100

**Fuente:** Elaboración propia.

En la Tabla N° 5, se presenta el modelo Probit estimado que permite detectar las principales variables que afectan el acceso al financiamiento mediante líneas de crédito o préstamo de instituciones financieras. Las variables significativas del modelo resultaron ser: tamaño de la PyME, las exportaciones, el género del gerente, la participación de familiares en la empresa y el financiamiento mediante proveedores.

Respecto al tamaño de la PyME, se puede observar que las empresas medianas tienen un 13% más de probabilidades de financiarse externamente que las empresas pequeñas.

Por otro lado, tal como se esperaba, aquellas PyMEs que exportan parte de su producción poseen mayores probabilidades de financiarse externamente; incrementándose las mismas en un 0,16%. Esto es así: existe una relación positiva entre el porcentaje de la producción que destina al mercado externo y el acceso al financiamiento.

A su vez, siguiendo la hipótesis 6 planteada, relacionada con la presencia de la mujer en cargos directivos, se puede observar que se reduce el acceso al financiamiento externo en un 7,4%, ya sea por las características de la empresa o bien por la mayor aversión al riesgo que en general enfrentan las mujeres.

Respecto a la presencia de familiares dentro de la PyME, este resultado resulta novedoso para los países de la muestra, dado que de acuerdo a la hipótesis 7, esperábamos que la relación con esta variable sea negativa. Sin embargo, podemos observar que aquellas PyMEs que presenten un porcentaje mayor al 30% de empleados contratados que sean familiares, aumentan las probabilidades de financiamiento mediante alguna línea externa en un 7%.

La variable financiamiento mediante proveedores, presenta el signo positivo esperado. En este caso se reafirma la hipótesis 8, donde se sostiene que aquellas PyMEs que se

financian por intermedio de proveedores tienen mayores probabilidades de financiarse por intermedio de alguna línea de créditos o préstamos.

**Tabla N° 5:** Resultados Probit con los cuatro países de la muestra.

	dF/dx	Z	P>z	x-bar	[ 95% C.I. ]	
Antigüedad	-0.0010	-1.83	0.067	243.933	-.0021	.0000
T.Mediana	0.1371	6.42	0.000	.5018	.0957	.1785
Manufact	-0.0095	-0.36	0.721	0.719	-.0617	.0426
IT	-0.0249	-0.46	0.644	0.046	-.1310	.0810
Construcción	0.0773	1.31	0.189	.0339	-.0351	.1898
Forma Jurídica	0.0024	0.08	0.939	0.873	-.0593	.0641
Exporta	0.0016	2.30	0.021	445.006	.0002	.0030
Manag Mujer	-0.0740	-2.50	0.012	0.147	-.1320	-.0159
Emple_fliar30	0.0700	3.25	0.001	0.475	.0278	.1121
Proveedores	0.0022	7.62	0.000	640.062	.0016	.0028

**Nota:** Elaboración propia en base a los datos del Banco Mundial

A fin de profundizar los resultados analizados, realizamos las estimaciones Probit considerando los datos de las variables de forma separada para cada uno de los países de la muestra del MERCOSUR. En la Tabla N° 6 se presentan los estadísticos descriptivos desagregados.

Para Argentina se recopilieron datos para cada una de las variables de aproximadamente 747 PyMEs, para Brasil de 1450, excepto de la variable forma jurídica la cual presenta datos de 948 firmas. En el caso de Paraguay el número medio de empresas es de 297 mientras que en Uruguay se obtuvieron datos de alrededor de 450 PyMEs.

**Tabla N° 6:** Estadísticos descriptivos desagregados por países.

Variable	Argentina		Brasil		Paraguay		Uruguay	
	Obs.	Media	Obs.	Media	Obs.	Media	Obs.	Media
Financia	747	0,510	1444	0,156	293	0,590437	456	0,4517
Antigüedad	743	29.375	1453	20,1465	296	20,4054	454	27,7929
T.Pequeña	747	0,4377	1454	,4601	297	0,4511	457	0,5251
T.Mediana	747	0,5878	1454	,5082	297	0,5286	457	0,4507
Servicios	747	0.1887	1454	,0976	297	0,3164	457	0,2800
Manufact	747	0,7416	1454	,8246	297	0,4410	457	0,6455
IT	747	0,0428	1454	,0618	297	0,0572	457	0,0240
Construcción	747	0,02677	1454	,0123	297	0,1346	457	0,0240
F. Jurídica	747	0,8393	948	0,8892	297	0,9023	457	0,8687
Exporta	745	7.484	1452	1,0929	297	5.5016	457	6,0875
Manag Mujer	743	0,0740	1453	0,1637	297	0,1683	456	0,2171
Emple_fliar30	747	0.1311	1454	1	297	0,1515	457	0,1663
Proveedores	745	65.092	1444	72,3836	296	45,496	454	58,4141

**Nota:** Elaboración propia en base a los datos del Banco Mundial.

En la Tabla N° 7 se exponen los resultados obtenidos de los modelos probit realizados para cada país. Respecto al análisis independiente del comportamiento de cada una de

las variables en los países de la muestra, podemos observar que la variable financiamiento a través de proveedores (Proveedores) es significativa en todos los países y se comportan de acuerdo al signo esperado; aumentando en todos los casos las probabilidades de financiarse externamente. La variable tamaño de la PyME es significativa en Argentina, Brasil y Uruguay, indicando que las empresas medianas tienen mayores probabilidades de financiarse externamente respecto a las pequeñas.

Respecto a la variable que indica que el gerente es mujer (Manag Mujer), resulta ser significativa para el caso de las PyMEs de Argentina, donde los resultados nos indican que se reducen las probabilidades de financiarse externamente en un 1.79%.

Respecto al sector en el cual se clasifica la actividad de la empresa, considerando el sector comercial como categoría base, se puede observar la empresas que pertenecen al sector manufacturas tienen un mayor probabilidad de acceder al financiamiento externo en Paraguay. Para el resto de los países esta variable resultó ser no significativa.

Por otro lado, podemos destacar el rol de las exportaciones para el caso de Uruguay, las cuales se comportan de acuerdo al signo esperado presentado en la hipótesis 5, sosteniendo que aquellas PyMEs que cuando la empresa aumenta sus exportaciones como porcentaje de las ventas totales, aumentan las probabilidades de acceder al financiamiento externo.

En general, el modelo que mejor ajusta es el que considera los datos correspondientes a las PyMEs de Uruguay, presentando un  $R^2$  del 68%, seguido por el de Argentina con un ajuste similar.

**Tabla N° 7:** Resultados Probit desagregados por países

	Argentina		Brasil		Paraguay		Uruguay	
	dF/dx	P>z	dF/dx	P>z	dF/dx	P>z	dF/dx	P>z
Antigüedad	-0,0012	0,195	-0,0009	0,428	0,0038	0,069	0,0008	0,472
T,Mediana	0,1874	0,000	0,1150	0,00	-0,0169	0,800	0,1315	0,009
Manufact	0,0201	0,684	-0,4795	0,68	0,1300	0,048	-0,0967	0,075
IT	-0,0483	0,649	-0,0394	0,642	-0,1287	0,383	0,470	0,787
Construcción	0,1981	0,078	0,1947	0,220	0,0157	0,866	0,1255	0,411
Forma Jurídica	0,0577	0,298	-0,0592	0,245	-0,1085	0,261	-0,0324	0,674
Exporta	0,0020	0,080	-0,0045	0,069	0,0014	0,347	0,0030	0,020
Manag Mujer	-0,0179	0,012	-0,0460	0,298	-0,0556	0,500	-0,1053	0,077
Emple_fliar3	-0,0130	0,817	**	**	0,1269	0,880	-0,1228	0,066
Proveedores	0,0018	0,002	0,0028	-0,000	0,0020	0,010	0,0023	0,000
R <sup>2</sup>	0,063		0,0469		0,0474		0,0685	

**Nota:** Elaboración propia en base a los datos del Banco Mundial. \*\*Datos eliminados por

## 6. Conclusiones

A lo largo del presente trabajo hemos analizado la incidencia de un conjunto de variables proxies referentes a las PyMEs a fin de analizar la incidencia de las mismas al momento de obtener financiamiento mediante líneas de crédito o préstamos de instituciones financieras. La muestra de empresas PyMEs analizadas se corresponde con las registradas en la base de datos del Banco Mundial, seleccionando aquellos países pertenecientes al MERCOSUR.

Tal como se mencionó al inicio del trabajo, el objetivo principal del mismo es determinar los principales factores que afectan el acceso al financiamiento de las PyMEs del MERCOSUR, considerando en una primera instancia un análisis general y luego particular de las PyMEs de cada país de la muestra. Vinculado a este estudio particular de las PyMEs de cada país, rige el interrogante respecto a la homogenización del mercado común.

Los resultados obtenidos son consistentes con las hipótesis de trabajo planteadas, pudiendo resaltar la significatividad de las variables tamaño, participación de las exportaciones en las ventas totales de la empresa, el género del gerente, y el financiamiento mediante proveedores. A su vez, la variable participación de familiares dentro de la empresa, resultó ser significativa, aunque en este caso los resultados arrojan una relación inversa a la planteada en las hipótesis de trabajo, considerando que se incrementan las probabilidades de financiarse mediante alguna línea de crédito cuando más del 30% de los empleados son familiares.

Por otro lado, al analizar estas mismas relaciones a nivel país, se obtuvo como determinante común el financiamiento mediante proveedores como variable significativa y la incidencia del tamaño para todas las PyMEs de la muestra, excepto para las de Paraguay. Por otro lado, se destaca la importancia del género del gerente en Argentina, el porcentaje de las exportaciones en Uruguay y la importancia del sector al cual pertenecen las PyMEs en Paraguay.

De acuerdo al análisis realizado, podemos decir que existen algunas discrepancias entre las características de las PyMEs de los distintos países de la muestra, a pesar de pertenecer todas ellas al MERCOSUR. Estos resultados son de interés si se pretenden implementar políticas reactivadoras del mercado internacional, considerando las diferencias intrínsecas en cada uno de los casos estudiados

## 7. Referencias

- Ayyagari, M.; Beck, T.; Demirgüç-Kunt, A. (2007) "Small and Medium Enterprises Across the Globe". *Small Business Economics*, 29, 415–34.
- Azofra Palenzuela, V. (1986) "Bases para un modelo explicativo de la estructura de capital de la empresa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 193-222.
- Baker, M.; Wurgler, J. (2002) "Market timing and capital structure". *The journal of finance*, 57, 1, 1-32.
- Barton, S. L.; Gordon, P. I. (1987) "Corporate strategy: useful perspective for the study of capital structure?" *Academy of Management Review*, 12, 1, 67-75.
- Bebczuk, Ricardo N. (2010) *Acceso al financiamiento de las PyMEs en Argentina: estado de situación y propuestas de política*. Santiago de Chile: CEPAL. Fecha de publicación:09/2010, Fecha de consulta: 05/2016, <<http://hdl.handle.net/11362/5207>>
- Beck, T.; Demirgüç-Kunt, A.; Levine, R. (2005) "SMEs, Growth, and Poverty: Cross-Country Evidence". *Journal of Economic Growth* 10, 3, 199–229.
- Berger, A. N.; Udell, G.F. (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.

Berlingeri, H. O. (2009) *Adónde nos lleva el debate en las teorías del financiamiento corporativo?* (No. 658.14). Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Doctorado.

Botto, M.; Molinari, A. (2013) *Un Análisis sobre las Políticas de Integración Productiva en el MERCOSUR*. Cuaderno de Negocios Internacionales e Integración, Numero N° 77. Universidad Católica del Uruguay, Facultad de Ciencias Empresariales, Departamento de Negocios Internacionales e Integración.

Bougheas, S.; Mizen, P.; Yalcin, Y. (2006) "Access to external financing: theory and evidence on the impact of monetary policy and firm-specific characteristics". *Journal of Banking and Finance*, 30, 199-227.

Brander, J. A.; Lewis, T. R. (1986) "Oligopoly and financial structure: The limited liability effect". *American Economic Review*, 76, 5, 956-970.

Brealey, R.A.; Myers, S. C. (1998) *Fundamentos de financiación empresarial*, 5ta edición. España: McGraw-Hill.

Brealey, R. A.; Myers, S. C.; Allen, F. (2006) *Principios de finanzas corporativas*, 8va edición. , España: McGraw-Hill.

Brennan, M. J.; Schwartz, E. S. (1978). "Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure". *Journal of Business*, 51, 1, 103-114.

Briozzo, A.; Vigier, H. (2006) "La estructura de financiamiento PyME. Una revisión del pasado y presente". Disponible en: [http://mpira.ub.uni-muenchen.de/5894/1/MPRA\\_paper\\_5894.pdf](http://mpira.ub.uni-muenchen.de/5894/1/MPRA_paper_5894.pdf)

Briozzo, A.; Vigier H. (2009) "A Demand-side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina". *Journal of Business and Entrepreneurship*, 21, 30-56.

Cardone Riportella, C.; Casasola, M. J. (2003) "What Do We Know About The Financial Behaviour Of The Spanish SME? An Empirical Analysis". Working Paper 03-37, Business Economics Series 08, , Universidad Carlos III, Departamento de Economía de la Empresa, <<http://hdl.handle.net/10016/79>>.

Carter, S.; Rosa, P. (1998) "The financing of male- and female-owned businesses". *Entrepreneurship and Regional Development*, 10, 225-241.

Carullo, J. C. (1998) "Las micro, pequeñas y medianas empresas en el Mercosur". *Comercio Exterior*, 48, 7, 569-581.

Chen, A. H.; Kim, E. (1979) "Theories of corporate debt policy: A synthesis". *The journal of finance*, 34, 2, 371-384.

Cole, R. A.; Dietrich, A. (2012) "SME Credit Availability around the World: Evidence from the World Bank's Enterprise Survey". *Paper Annual Meetings of the Southern Finance Association in Charleston, SC USA held Nov. 15-17*.

Coleman, S. (2000) "Access to capital and terms of credit: a comparison of men and women-owned small businesses". *Journal of Small Business Management*, 38, 3, 37 - 52.



Correa , J. A.; Castaño, C. E.; Mesa, R. J. (2011) “Panorama financiero empresarial en Colombia 2009-2010: un análisis por sectores”. *Perfil de Coyuntura Económica*, 18, 145-165.

Czarniewski, S. (2016) “Small and Medium-Sized Enterprises in the Context of Innovation and Entrepreneurship in the Economy”, *Polish Journal of Management Studies*, 13, 1, 30-38.

De Angelo, H.; Masulis, R. W. (1980) “Optimal capital structure under corporate and personal taxation”. *Journal of financial economics*, 8, 1, 3-29.

Dong, Y.; Men, C. (2014) "SME Financing in Emerging Markets: Firm Characteristics, Banking Structure and Institutions", *Emerging Markets Finance and Trade*, 50, 1, 120-149.

Durand, D. (1952) “Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”. *National Bureau of Economic Research*, Universities-National Bureau, 215 – 262.

Fama, E. F.; Miller, M. H (1972) *The theory of finance* (Vol. 3). Hinsdale, IL: Dryden Press.

Ferraro, C. A.; Gatto, F. (1993) “Las PYMEs en el MERCOSUR: definiciones y primeras estimaciones”. Programa CFI-CEPAL: Perspectivas de reindustrialización y susdeterminaciones regionales. PRIDRE. Documento de trabajo N° 37. Publicación CEPAL, LC/BUE/R.186

Ferrer, M. A.; Tresierra Tanaka, Á. (2009) “Las PYME y las teorías modernas sobre Estructura de Capital”. *Compendium: revista de investigación científica*, 22, 65-84.

Forte, D.; Barros, L.; Nakamura, W. (2013) “Determinants of the Capital Structure of Small and Medium sized Brazilian enterprises”. *Brazilian Administration Review*, 10, 3, 6, 347- 369.

Freedman, J.; Godwin, M. (1994) “Incorporating the micro business: Perceptions and misperceptions”. *Finance and the small firm*, 232-283.

Galán, L. C.; De Giusti, E.; Solari, E.; Diaz Arive, V. (2014) “Pymes Exportadoras. ¿Cuáles son las variables determinantes?” *Ciencias Administrativas*, 4, 23-34.

Gallo, M. Á.; Tàpies, J.; Cappuyns, K. (2004) “Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences”. *Family Business Review*, 17, 4, 303-318.

González García, L.; Mendieta, L. F.; Mora Sánchez, A. (2003) “El sector turístico y las participaciones empresariales de la banca”. *Cuadernos de Turismo*, 12, 77-92 .

Gregory, B.T.; Rutherford, M. W.; Oswald, S.; Gardiner, L. (2005) “An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing”. *Journal of Small Business Management*, 43, 4, 382–392

Guercio, M. B.; Briozzo, A.; Vigier, H. (2014), “La forma legal y el acceso al financiamiento de las Pymes industriales”. *Revista Dyna Management*, 2, 1.

- Guercio, M. B., Oliveras, G., Vigier, H. P., Briozzo, A. E. (2015) "Financiamiento externo desde una perspectiva de género", *Revista Venezolana de Gerencia*, 20, 71, 440- 454.
- Hall, G.; Hutchinson, P.; Michaelas, N. (2000) "Industry effects on the determinants of unquoted SMEs' capital structure". *International journal of the economics of business*, 7, 3, 297-312.
- Hamilton, R. T.; Fox, M. A. (1998) "The financing preferences of small firm owners". *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 4, 3, 239-248.
- Harhoff, D., Stahl, K., Woywode, M. (1998) "Legal form, growth and exit of West German firms—empirical results for manufacturing, construction, trade and service industries". *The Journal of industrial economics*, 46, 4, 453-488.
- Holmes, S.; Kent, P. (1991) "An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises". *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1, 2, 141.
- Hutchinson, P. (2004) "How much does growth determine SMEs' Capital Structure?" *Small Enterprise Research*, 12, 1, 81-92.
- Hutchinson, P.; Hall, G.; Michaelas, N. (1998) "The determinants of capital structure for micro, small and medium sized enterprises". *International Council for Small Business, Conference Proceedings, Singapore*.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of financial economics*, 3, 4, 305-360.
- Kantis, H.; Moori Koenig, V.; Yoguel, G. (1993) "Las empresas medianas y pequeñas de bienes de capital ante la apertura y el MERCOSUR: perfiles empresariales y escenarios para diseñar acciones de fortalecimiento de su competitividad". CEPAL, Documento de trabajo N° 34, <[repositorio.cepal.org/handle/11362/9370](http://repositorio.cepal.org/handle/11362/9370)>
- Kim, E. H. (1978) "A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity". *The Journal of Finance*, 33, 1, 45-63.
- Kohn, D.; Leibovici, F.; Szkup, M. (2012) *Financial frictions and new exporter dynamics*. New York University: Mimeo.
- Krasniqi, B. A. (2010) "Are small firms really credit constrained? Empirical evidence from Kosova". *International Entrepreneurship and Management Journal*, 6, 4, 459-479.
- Kraus, A.; Litzenberger, R. H. (1973) "A state-preference model of optimal financial leverage". *The journal of finance*, 28, 4, 911-922.
- Kubiřková, L.; Procházková, L. (2014) "Success Evaluation of Small and Medium-Sized Enterprises in Terms of their Participation in the Internationalization Process". *Business Administration and Management*, 2, XVII, 131-144
- Kumar, A.; Francisco, M. (2005) "Enterprise Size, Financing Patterns, and Credit Constrains in Brazil". Analysis of Data from the Investment Climate Assessment Survey, The World Bank.

Guercio, M. B.; Vigier, H. P.; Briozzo, A.; Martínez, L. B. (2016). "El financiamiento de las PyMEs del sector de software y servicios informáticos en Argentina". *Cuadernos de Economía*, 69, 615-635.

Lumpkin, G. T., y Dess, G. G. (2013). "Strategy in family business: Recent findings and future challenges. The landscape of family business", pp. 93-112.

MERCOSUR/GMC/RES. N° 59/98. Políticas de Apoyo a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas Del Mercosur – Etapa II, <[www.mercosur.int/msweb/Normas/normas\\_web/Resoluciones/ES/Res\\_059\\_098\\_Pol%C3%ADt-Apoyo\\_Micro\\_peq\\_Mediana%20Emp\\_Acta%204\\_98.PDF](http://www.mercosur.int/msweb/Normas/normas_web/Resoluciones/ES/Res_059_098_Pol%C3%ADt-Apoyo_Micro_peq_Mediana%20Emp_Acta%204_98.PDF)>

MERCOSUR/GMC/RES. N° 90/93. Políticas de Apoyo a las Micro Pequeñas y Medianas Empresas del MERCOSUR, <[www.mercosur.int/msweb/Normas/normas\\_web/Resoluciones/ES/Res\\_90\\_93\\_Polit.apoyo%20micro%20peque%C3%B1as%20y%20med.emp.del%20Merc.\\_Acta\\_04\\_93.PDF](http://www.mercosur.int/msweb/Normas/normas_web/Resoluciones/ES/Res_90_93_Polit.apoyo%20micro%20peque%C3%B1as%20y%20med.emp.del%20Merc._Acta_04_93.PDF)>

Miller, M. (1977) "Debt and Taxes". *The Journal of Finance*, 32, 2, 261-275

Mishra, C. S.; McConaughy, D. L. (1999) "Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23, 4, 53-53.

Modigliani, F.; Miller, M. H. (1958) "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". *The American economic review*, 48, 3, 261-297.

Modigliani, F.; Miller, M. H. (1963) "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction". *The American Economic Review*, 53, 3.

Moori, V.; Milesi, D.; Robert, V.; Yoguel, G. (2007) "Desarrollo de ventajas competitivas: pymes exportadoras exitosas en Argentina, Chile y Colombia". *Revista de la CEPAL*, 92, 25-43

Myers, B.; Brealey, R. A. (1998) *Fundamentos de financiación empresarial*. Mc Graw Hill. Madrid: Quinta Edición.

Myers, S. C. (1984) "The capital structure puzzle". *Journal of Finance*, 39, 575–592.

Myers, S. C.; Majluf, N. S. (1984) "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of financial economics*, 13, 2, 187-221.

Narayanan, M. P. (1988) Debt Versus Equity under Asymmetric Information. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 1, 39-51.

Pasquini, R.; Giovanni, M. (2010) *Access to financing of SMEs in Argentina*. CAF Working Papers. <[https://www.researchgate.net/profile/Ricardo\\_Pasquini2/publication/252326224\\_2010\\_Credit\\_Requests\\_and\\_Access\\_to\\_Financing\\_of\\_SMEs\\_in\\_Argentina.CAF\\_Working\\_Paper\\_Series\\_WP\\_201008/links/0046351f366c5a073a000000.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Ricardo_Pasquini2/publication/252326224_2010_Credit_Requests_and_Access_to_Financing_of_SMEs_in_Argentina.CAF_Working_Paper_Series_WP_201008/links/0046351f366c5a073a000000.pdf)>

Petersen, M.; Rajan, R. (2002). "Does distance Still Matter? The Information revolution in Small Business Lending". *Journal of Finance*, 57, 2533-2570.

- Pettit, R. R.; Singer, R. F. (1985). "Small business finance: a research agenda". *Financial management*, 47-60.
- Pinar Ardic, O; Mylenko, N.; Saltane, V. (2012). "Access to Finance by Small and Medium Enterprises: A Cross-Country Analysis with a New Data Set". *Pacific Economic Review*, 17, 4, 491-513
- Rivera Godoy, J. A. (2002) "Teoría sobre la estructura de capital". *Revista Estudios Gerenciales*, 84, 31-59.
- Ross, S. A. (1977) "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. Source". *The Bell Journal of Economics*, 8, 1, 23-40.
- Petersen, M.; Rajan, R. (2002) "Does distance Still Matter? The Information revolution in Small Business Lending". *Journal of Finance*, 57, 2533-2570.
- Sharma, S. (2007) "Financial Development and Innovation in Small Firms". *The World Bank, Policy Research Working Paper* N° 4350, pp. 1-33.
- Stiglitz, J. E.; Weiss, A. (1981) "Credit rationing in markets with imperfect information". *American Economic Review*, 71, 3, 393-409.
- Storey, D. J. (1994). "Understanding the small business sector". *University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship*.
- Storey, D. J. (2004) "Exploring the link, among small firms, between management training and firm performance: a comparison between the UK and other OECD countries". *The International Journal of Human Resource Management*, 15, 1, 112-130.
- Suárez, A. S. S. (1974) "La estructura financiera óptima de la firma y la tasa de retorno requerida". *Revista de Economía Política*, 67, 7-63.
- Zoppa, A.; McMahon, R. G. (2002) "Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey". *Small Enterprise Research*, 10, 2, 23-41.
- Zurita, A. (2012) "El rol de las pymes en el Mercosur". *Revista Española de Relaciones Internacionales*, 3, 50-129.