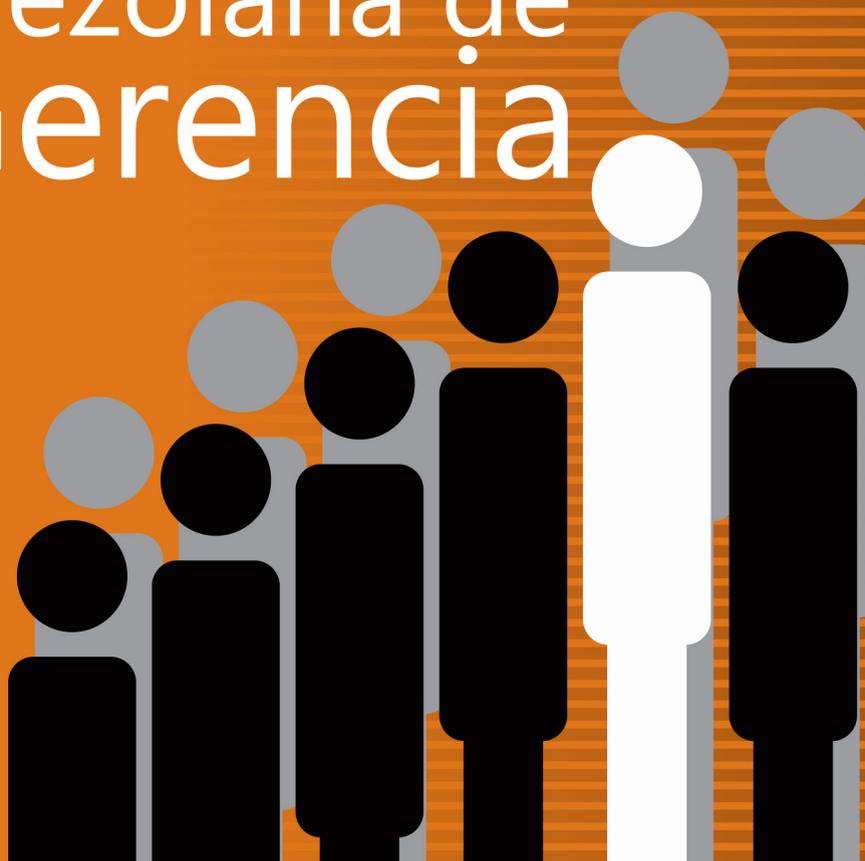




Año 22 No. 80

Octubre - Diciembre 2017

Revista Venezolana de Gerencia



UNIVERSIDAD DEL ZULIA (LUZ)
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales
Centro de Estudios de la Empresa

ISSN 1315-9984

Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons
Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual 3.0 Unported.
http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/3.0/deed.es_ES

Determinantes del financiamiento externo de las PyMEs del MERCOSUR

Martinez, Lisana B.*
Guercio, M. Belén**
Corzo, Lilia J.***
Vigier, Hernán P.****

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 Logit a fin de probar las hipótesis planteadas. Los resultados encontrados indican que el financiamiento con proveedores y el tamaño de la empresa son variables significativas para el acceso al financiamiento de las PyMEs en la mayoría de los países, mientras que las variables que miden las exportaciones, el género del gerente y el sector al que pertenecen las PyMEs alteran su significatividad de acuerdo al país analizado. Las variables que miden la antigüedad de la empresa y su forma jurídica resultaron ser no significativas en todos los países de la muestra.

Palabras clave: PyMEs; financiamiento; MERCOSUR.

Recibido: 21-01-17. Aceptado: 15-09-17

* Investigadora Asistente, Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur, Universidad Nacional del Sur-CONICET. Ayudante de docencia, en el Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur y en la Facultad de la Pequeña y Mediana Empresa, Universidad Provincial del Sudoeste Bahía Blanca, Argentina. E-mail: lbmartinez@iieess-conicet.gob.ar

** Investigadora Adjunta, Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur, Universidad Nacional del Sur-CONICET. Profesora Adjunta, Facultad de la Pequeña y Mediana Empresa, Universidad Provincial del Sudoeste, Bahía Blanca, Argentina. E-mail: mbguercio@iieess-conicet.gob.ar

*** Becaria doctoral, Universidad Provincial del Sudoeste – Comisión de Investigaciones Científicas de la Provincia de Buenos Aires, Bahía Blanca, Argentina. Ayudante de docencia, Facultad de la Pequeña y Mediana Empresa, Universidad Provincial del Sudoeste, Bahía Blanca, Argentina. E-mail: lilia.corzo@upso.edu.ar

**** Profesor Asociado, Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur. Investigador Adjunto, Comisión de Investigaciones Científicas de la Provincia de Buenos Aires. Rector, Universidad Provincial del Sudoeste, Bahía Blanca, Argentina. E-mail: hvigier@upso.edu.ar

Determinants of external financing of SMEs in MERCOSUR

Abstract

This paper analyzes a set of variables as possible determinants in access to external financing of SMEs belonging to four-member countries of MERCOSUR: Argentina, Brazil, Uruguay and Paraguay. The World Bank Enterprise Survey database is used and Logit models are applied in order to test the hypotheses proposed. The results found indicate that the financing with suppliers and the size of the company are significant variables for the access to financing of SMEs in most of the countries, while the variables that measure exports, the gender of the manager and the sector which belong to SMEs alter their significance according to the country analyzed. The variables that measure the age of the company and its legal form were not significant in all the countries in the sample.

Key words: SMEs; financing; MERCOSUR

1. Introducción

Diversos autores han comprobado la importancia del estudio de las PyMEs y la necesidad de resolver los condicionantes de su desarrollo, debido al aporte que estas empresas hacen al crecimiento económico y la generación de empleo. Entre ellos, se encuentra el trabajo de Beck et al, (2005), el cual sostiene que existe una relación positiva entre el tamaño de las PyMEs y el crecimiento económico.

Ayyagari et al, (2007), comprueban 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. Czarniewski (2016) considera que el crecimiento de las empresas no sólo genera un impacto económico positivo, sino también un impacto social beneficioso mediante la creación de puestos de trabajo y por ende, mejoras en la calidad de vida de la sociedad. También Ardic et al, (2012),

destacan la importancia de las PyMEs en el crecimiento y estudian la necesidad de expandir los servicios financieros para las PyMEs.

Dada la implicancia de las PyMEs, se resalta la importancia de estudiar sus principales características y problemas a los cuales se enfrentan este tipo de empresas. Uno de los principales condicionamientos para el desarrollo y crecimiento de las PyMEs es el acceso al financiamiento. Varios trabajos afirman que estas empresas, encuentran mayores limitaciones para acceder al financiamiento externo en relación a las grandes empresas, y que dichas limitaciones surgen principalmente por las asimetrías de información entre prestatarios y prestamistas (Beck et al, 2005; Bebczuk y Haimovich, 2007; Bebczuk, 2010).

El objetivo de este trabajo se basa en identificar los determinantes que afectan el acceso al financiamiento a las PyMEs de cuatro países del MERCOSUR: Argentina, Brasil, Uruguay y Paraguay, a fin de evaluar la existencia

de características comunes o bien resaltar las principales diferencias entre las mismas.

Para ello, se utilizan los datos *Enterprise Survey* del año 2010 del Banco Mundial que contienen información acerca de las principales características de las PyMEs de diversos países como antigüedad, tamaño, sector, forma jurídica, exportaciones, género del gerente y fuentes de financiamiento utilizadas por dichas empresas. Las estimaciones se realizaron con modelos Logit dado que la variable dependiente es de naturaleza binaria. Los resultados obtenidos ponen de manifiesto la importancia del financiamiento con proveedores y la incidencia del tamaño de la empresa como determinantes para acceder al financiamiento externo, comunes en todos los países de la muestra.

A su vez, el sector de pertenencia de las empresas también es significativo en todos los casos analizados, aunque oscilan entre la pertenencia al sector de manufacturas y construcción. Las exportaciones y el género del gerente también alteran su significatividad de acuerdo al país analizado en relación al acceso al financiamiento para las PyMEs de Argentina y Uruguay.

2. Teorías de la estructura de capital

Las teorías modernas sobre la estructura de capital de la empresa comenzaron con los desarrollos de Modigliani y Miller (1958), quienes consideran 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, niegan la

existencia de una Estructura de Capital Óptima e implícitamente asumen que las decisiones de financiación no afectan las decisiones operativas y de inversión (Berlingieri, 2009).

Dentro de este cuerpo teórico son numerosos los aportes registrados. Modigliani y Miller en 1963, incorporan los efectos de los impuestos en la estructura de capital y plantean que el endeudamiento tiene una ventaja impositiva para la empresa, producido por las deducciones en concepto de intereses pagados por deuda. Este aporte significa que el ahorro fiscal generado por utilizar deuda implica que existe una estructura de capital óptima, conformada por el mayor volumen de deuda que una empresa puede sostener (Briozzo y Vigier, 2006).

En este marco, surge la Teoría del Trade-off o también conocida como de Equilibrio Estático, la cual considera los efectos de toda la industria (impuestos, costos de bancarrota y problemas de agencia) y predice una estructura óptima como resultado de equilibrar los costos y los beneficios de emitir deuda y capital. En esta corriente, el apalancamiento se considera ventajoso (bajo ciertas condiciones) y los gerentes propietarios eligen usar la deuda incluso si hay fondos internos disponibles. Supone que la estructura de capital óptima es el resultado de igualar los beneficios del apalancamiento (principalmente el ahorro de impuestos) y los costos de dificultades financieras. Entonces, si las empresas se endeudan, se espera que los ahorros impositivos sean mayores, al igual que los costos que surgen del riesgo de incumplimiento (Briozzo et al, 2016). Para ello, esta teoría propone evitar el uso extremo del apalancamiento y racionaliza los índices de endeudamiento (Brealey et al, 2006).

Posteriormente, Miller (1977) incorporó al modelo los impuestos que gravan las rentas percibidas por los inversores, ya sea en forma de renta de acciones (dividendos y ganancias de capital) o de intereses, además de los que gravan los beneficios (Rivera Godoy, 2002). La conclusión de este modelo fue que la ventaja fiscal de endeudarse 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.

Como alternativa a los desarrollos previos, Myers (1984) y Myers y Majul (1984) proponen la Teoría llamada Pecking Order o de la Jerarquía Financiera la cual reconoce un orden de preferencias en las fuentes de financiamiento elegidas por las empresas. Según esta teoría, las empresas utilizan en primer lugar sus ganancias retenidas (capital propio interno), luego deuda de corto plazo, y en último lugar, amplían su capital (capital propio externo).

Este ordenamiento refleja la preferencia de los empresarios por retener el control de la empresa y evitar los costos que representa el financiamiento externo. Se desarrolla en contextos de asimetría de información, donde los directivos tienen mayor información que los inversores externos acerca de las expectativas, riesgos y valor de la empresa (Ferrer y Tresiera Tanaka, 2009).

Otra corriente de la literatura incorpora las etapas de crecimiento de la empresa como condicionante del acceso al financiamiento. En esta línea se encuentran el trabajo de Ang (1991), que afirma que las PyMEs atraviesan por varias etapas de cambio en el camino recorrido para ser una empresa grande, por lo cual resulta posible que una sola

teoría no pueda explicar la estructura de capital adoptada.

Basados en esta idea, Berger y Udell (1998) proponen el Enfoque del Ciclo de Vida, sosteniendo que las PyMEs tienen un ciclo financiero de crecimiento, en el cual sus necesidades de financiamiento se modifican, como así también las fuentes de acceso a las mismas. Al mismo tiempo que las empresas se van desarrollando, se posicionan en el mercado, tienen mayor experiencia y disponibilidad de información, por lo que pueden acceder a fuentes externas de financiamiento, y de esta forma, modificar su estructura de financiamiento.

3. Contextualización de las PyMEs

En este apartado se hace mención a la relación del Mercado Común del Sur (MERCOSUR) con las PyMEs. Este conjunto de empresas tiene una gran influencia en estas iniciativas de integración productiva.

El MERCOSUR fue fundado en 1991 por el Tratado de Asunción, conformándose como una unión aduanera entre sus estados partes: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay. Luego, fueron adheridos otros dos estados: Venezuela en el año 2006 y Bolivia en el año 2015. El objetivo fundacional del MERCOSUR fue contribuir a impulsar el comercio de sus miembros con la interzona y con el resto del mundo. Desde los inicios del acuerdo, se realizaron varias acciones institucionales a favor de las PyMEs, como la constitución del Grupo Mercado Común (GMC), un órgano cuya función es atender la política PyME el Mercosur.

En 1993, se aprobó la resolución denominada "Políticas de Apoyo a las Micro-Pequeñas y Medianas Empresas del Mercosur" (MERCOSUR, 1993), por el cual se reconoció la importancia del sector y se sugirieron líneas de apoyo para fomentar su desarrollo, contribuir a la generación de empleo y mejorar la distribución de la renta en la región.

En este documento se identificaron las principales dificultades que enfrentaban estas empresas y se pautaron varios programas: 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 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, mediante la resolución MERCOSUR/GMC N° 59/98 (MERCOSUR, 1998), se profundizó el programa de fomento a las PyMEs a fin de continuar con los programas de las resoluciones anteriores. El objetivo de este nuevo documento era señalar los lineamientos básicos que deben contener las políticas de apoyo y fomento a las MiPyMEs para promover su competitividad en cada uno de los Estados partes.

La literatura académica relacionada con el impacto de la integración regional sobre las PyMEs es escasa. Gatto y Ferraro (1993) a partir de un estudio comparativo de la estructuras de las PyMEs en los países fundadores del MERCOSUR, Argentina, Brasil y

Uruguay, encuentran que las PyMEs manufactureras argentinas y brasileñas generan el 40% del empleo industrial total y aportan alrededor del 20% de la producción, mientras que en Uruguay, generan el 55% del empleo industrial y el 42% de la producción manufacturera total; medidas que indican el aporte de estas empresas a la economía real.

Kantis et al, (1993) estudiaron el posicionamiento competitivo de las PyMEs argentinas del sector de bienes de capital ante el proceso de apertura y constitución del MERCOSUR. En este trabajo señalaron las diferencias estructurales en las PyMEs de acuerdo a su tamaño, capacidad de exportación, flexibilidad empresarial, calificación del personal, inversión, asociación con firmas extranjeras, etc. y encontraron que muchas empresas enfrentaban restricciones externas para continuar su sendero de crecimiento y presentan grandes asimetrías con sus pares brasileñas.

Carullo (1998), examina las políticas, los programas y los instrumentos institucionales del MERCOSUR para promover y fomentar a las MiPyMEs, caracterizando las estructuras industriales del sector PyME de cada país miembro y las políticas e instrumentos de promoción particulares.

Zurita (2012), con datos sobre mediados de los años '90, describe el estado de desarrollo de las PyMEs en Argentina, Brasil, Bolivia, Paraguay y Uruguay. Analiza los factores 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.

Con este propósito, estudia las diferencias en tamaño, disponibilidad de recursos naturales y humanos, potencial económico, nivel de desarrollo

y conexiones entre los países miembros, entre otras cuestiones. Concluye su aporte con una serie de recomendaciones de políticas macroeconómicas e industriales como así también respecto a la readecuación del sistema financiero para los cuatro países fundacionales del MERCOSUR. A su vez, motiva la incorporación del BID en la región a partir de un Observatorio de PyMEs para estabilizar y consolidar la estructura productiva a partir del desarrollo de este conjunto de empresas.

3.1 Argentina

Según datos del Ministerio de Industria de la Nación Argentina, informados hasta 2015 en su portal web, hay 603.000 PyMEs, las cuales representan el 99% del total de empresas y aportan el 60% del empleo.

Al igual que en el resto de los países latinoamericanos, las PyMEs en Argentina son marginadas de los mercados financieros, siendo desfavorecidas respecto a tasas, plazos y montos (Ferraro et al, 2011). La Fundación Observatorio PyME (FOP) reporta desde el año 2005 que más del 30% de las PyMEs industriales tiene proyectos frenados por falta de financiamiento bancario (Bebczuk, 2010), y a su vez, contradictoriamente, mencionan la existencia de un gran desfase entre la oferta y la demanda de crédito, siendo los depósitos aportados al sistema local superiores a los préstamos otorgados a este sector de empresas en la mayoría de las regiones del país, a excepción de las del Norte (FOP, 2015). Utilizando datos de la Enterprise Survey del Banco Mundial para el año 2009, Bebczuk (2010) argumenta que las empresas argentinas no se financian con fondos externos no sólo por dificultades

en el acceso a los mismos, sino también, porque se evidencia una baja demanda de créditos en general (solo el 6.9% de las empresas demandan crédito), característica que se profundiza en el caso de PyMEs (pequeñas 1,6% y las medianas 8,9%).

Para conocer las dificultades de acceso a fondos externos que enfrentan las PyMEs argentinas, De la Torre et al, (2008) realizaron un estudio sobre la percepción de los bancos sobre los factores que obstaculizan o favorecen el financiamiento de las PyMEs durante diciembre de 2006. Los principales resultados de la encuesta marcan que las PyMEs destinan los fondos bancarios principalmente a financiar capital de trabajo y presentan grandes exigencias de garantías reales. Entre los principales obstáculos señalados por los bancos para prestarle a este sector son: la falta de información contable confiable, la falta de garantías y el alto costo que les genera a los bancos no poder aplicar técnicas de scoring y no poder ofrecer productos estandarizados.

3.2 Brasil

Crocco y Santos (2010) estudian la importancia de las PyMEs en Brasil, remontándose a los cambios establecidos en la Constitución en 1980, considerando las mejoras introducidas en los '90 y las introducidas a partir de 2003 ante las alteraciones en el modelo de desarrollo, y los cambios en la Política Industrial, Tecnológica y de Comercio Exterior. Destacan la importancia de la innovación en las empresas como herramienta indispensable para la supervivencia y crecimiento de las mismas, junto con la apertura de nuevas fuentes de financiamiento; resaltando la existencia de fondos destinados a incentivar las

exportaciones empresariales. Zavatta (2008) destaca la evolución del sistema financiero brasilero, el cual se considera desarrollado y diversificado, compuesto por más de 134 instituciones bancarias y varias instituciones de capital privado. No obstante, a pesar de dichos cambios, se considera que el volumen de crédito bancario es relativamente bajo.

Forte et al, (2013) investigan los determinantes de la estructura de capital de las PyMEs brasileras durante un período de 13 años. Encuentran resultados robustos en la relación negativa entre rentabilidad y el ratio de apalancamiento de las firmas, compatibles con la teoría de la Jerarquía Financiera. A su vez, encuentran evidencia significativa respecto al tamaño de las empresas, indicando que las que presentan mayor tamaño serían las que más se endeudan, y que las de mayor antigüedad son más conservadoras.

Uno de los instrumentos más importantes para las PyMEs en Brasil, es la organización SEBRAE (Servicio Brasilero de Apoyo a las Micro y Pequeñas Empresas), una institución privada de interés público cuyo financiamiento proviene de un porcentaje de las retenciones salariales de las empresas y está integrado por representantes gubernamentales y no gubernamentales. El alcance de ésta organización se vincula con el elevado porcentaje de proyectos y programas relevantes de las empresas que gestiona.

3.3 Paraguay

Galán et al, (2014), en base a los datos de Banco Mundial (2010), encuentran que Paraguay es uno de los países con mayor acceso a créditos de la región, dado que el 58% de las

empresas relevadas tienen una línea de crédito o un préstamo de alguna institución financiera. Asimismo, las PyMEs paraguayas son una de las menos internacionalizadas de la región, según resultados de los mismos autores, casi el 90% de las empresas no realiza exportaciones directas. De acuerdo a lo expuesto por Botello Peñaloza (2015), las PyMEs paraguayas han revertido el uso de fondos externos para financiarse, pasando de un 80% en el 2006 a un 60% en el año 2010.

Codas (2014) presenta una caracterización de las PyMEs paraguayas y resalta las políticas implementadas en la promoción del desarrollo en la década de 1970.

Hace referencia a la creación del Vice Ministerio PyME en el año 2013 y resalta la importancia del “Programa de Competitividad y Expansión de Mercados PyMEs PR 0100”, creado con recursos propios y del Banco Interamericano de Desarrollo, destinado a fortalecer y desarrollar las PyMEs y su entorno. El propósito del Programa era que los Servicios de Desarrollo Empresarial y herramientas de apoyo respondieran a las necesidades de las PyMEs, así como mejorar los aspectos claves del entorno de la actividad económica de las mismas. Como conclusión del programa resaltan que es importante “En los programas del BID, buscar la integración de proyectos financieros y no financieros de apoyo a las PyMEs, con la precaución de mantener la independencia en el proceso de decisiones”, Codas (2014, 224).

Finalmente, sostiene, que es necesario implementar políticas de estado que perduren a través de los cambios de gobierno y de autoridades que permitan el crecimiento de las PyMEs, considerando mecanismos de

evaluación y ajustes periódicos para acompañar los cambios de escenarios económicos, políticos y sociales del país.

3.4 Uruguay

La información registrada por la Dirección Nacional de Artesanías, Pequeñas y Medianas Empresas (Dinapyme) del Ministerio de Industria, Energía y Minería (MIeM) de Uruguay, relevó un total de 2.029 MiPyMEs, representativas del total de 136.691 en el año 2013¹. De acuerdo a los sectores de empresas relevadas, el 53% de las mismas pertenece al sector servicios, seguido por el sector comercio (37%) e industrial (10%). La mayoría de las empresas son relativamente jóvenes, ya que el 64% comenzó sus actividades después del año 2000.

Siguiendo con la información oficial del periodo mencionado, podemos destacar que la forma jurídica comúnmente adoptada es la empresa unipersonal, dados los menores costos económicos y burocráticos necesarios para su registro. Por otro lado y en la misma línea de estudio que el presente trabajo, se destaca la participación de las mujeres en los cargos directivos, la cual ha aumentado de forma importante desde 2008 (de un 30% a un 40%). Otro aspecto interesante destacado es la presencia de familiares en las empresas más pequeñas aunque en el sector comercio es donde la presencia de familiares se ve más reducida. Respecto al destino de venta de los productos, se destaca principalmente el mercado interno.

En relación a la información comparable respecto al perfil relevado por la Secretaria Nacional, sólo el 17% de los empresarios declararon

tener dificultades para acceder al financiamiento externo, siendo el sector comercial el más complicado en este aspecto. A su vez, un informe presentado por distintas áreas de trabajo del Estado Uruguayo (Unidad de Apoyo al Sector Privado y otras, 2014), varias instituciones ofrecen diversas líneas de financiamiento, subsidios y garantías a las MiPyMEs por lo cual quizás en este país el problema generalizado de falta de financiamiento del resto de los países no sea un impedimento para el crecimiento de las MiPyMEs.

Del mismo modo, se destaca el impulso a la participación de las MiPyMEs en el comercio exterior, ofreciéndoles las herramientas necesarias para la preparación del proceso de internacionalización, simplificando los trámites y reduciendo los costos logísticos para efectuar la exportación.

4. Selección de variables e hipótesis de trabajo

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 (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.

El objetivo del trabajo se basa en determinar las principales variables que

1 Se intento a actualización de la data incorporada, sin embargo no se logró concretar dicha información; con esto es evidente que sobre el tema de estudio de las PyMEs existe aún mucho por profundizar, al menos en países latinoamericanos

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, la participación de la mujer en cargos directivos y el financiamiento con proveedores. En el cuadro 1 se presenta la descripción de cada una de las variables consideradas en el estudio.

Considerando el marco teórico y los antecedentes en la temática de estudio, a continuación se presentan las

Cuadro 1
Definición de variables

Variable	Definición
Dependiente	
Financia	Variable binaria que toma valor 1 si la empresa tiene financiamiento externo y 0 si no tiene. Considerando el financiamiento externo como el financiamiento obtenido mediante líneas de crédito o préstamos de instituciones financieras.
Independientes	
Antigüedad de la empresa	Variable continua, que mide la edad de la empresa en años hasta el año 2010.
T.Pequeña ²	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.
Manufact	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 que la empresa pertenece al sector IT (<i>Information Technology</i>).
Construcción	Variable binaria, que si toma valor 1 denota que la empresa pertenece al sector construcción.
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 mujer.
Proveedores	Variable continua que indica el porcentaje de las compras que la empresa financia con crédito otorgado por sus proveedores.

Fuente: Elaboración propia

2 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.

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 y, 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 et al, 2006) y otros, tales como Briozzo y Vigier, (2009) y Cole y Dietrich (2013) 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 ampliamente reconocidas en la literatura referente a las estructura de financiamiento (Petersen y Rajan, 2002; Cardone Riportella y Casasola, 2003; Krasniqi, 2010; Bebczuk, 2010; Forte et al, 2013). En este trabajo, se considera que las empresas medianas tienen mayor probabilidad de obtener financiamiento externo en relación a las pequeñas.

H3: *Las PyMEs pertenecientes al sector manufacturas y construcción, tienen mayor probabilidad de obtener financiamiento externo que las empresas enmarcadas dentro del sector servicio e IT (tecnología de la información).*

Las empresas manufactureras y del sector de la construcción tienen

una ventaja en relación a las empresas del sector servicios y las empresas IT, 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 tienen una mayor probabilidad de acceder al crédito que las que no poseen garantías reales.

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

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 adopción de formas jurídicas que limiten la responsabilidad patrimonial y el acceso al financiamiento sea positiva. Algunos estudios encontraron evidencia de dicha relación, entre ellos se destacan los trabajos de Harhoff et al, (1998), Briozzo y Vigier (2009), Guercio et al, (2014), entre otros.

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, posean 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. Los trabajos de Milesi et al, (2007), Pasquini y Giovanni (2010) y Galán et al, (2014) encontraron evidencia empírica que afirma la relación positiva entre exportaciones y acceso al financiamiento externo.

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, si bien el acceso a las fuentes de financiamiento externo para las empresas dirigidas por mujeres se ve restringido, el origen de dicha restricción se debe al perfil de las empresas, es decir, las empresas dirigidas por mujeres son empresas pequeñas, jóvenes y se encuentran en el sector servicios. Dichas características, como se expuso anteriormente, se encuentran vinculadas con mayores restricciones al acceso al financiamiento externo.

H7: *Las PyMEs que se financian con proveedores tienen mayores probabilidades de financiarse con instituciones financieras.*

El financiamiento comercial 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 (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.

Se aplicaron modelos Logit (Long y Freese, 2001) los cuales se consideran apropiados para el objeto de estudio del presente trabajo dada la característica binaria de la variable dependiente.

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

$$y^* = x_i\beta + \mu \quad (\text{Ecuación 1})$$

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:

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

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

$$\begin{aligned} \Pr(y_i = 1/x_i) &= \Pr(x_i\beta + \mu) \\ &= \Pr(-\mu = x_i\beta) \\ &= F(x_i\beta) \end{aligned} \quad (\text{Ecuación 3})$$

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

$$\frac{\partial \Pr(y_i = 1/x_i)}{\partial x_k} = \frac{\partial F(x_i\beta)}{\partial x_k} = f(x_i\beta)\beta_k \quad (\text{Ecuación 4})$$

Donde $f(\cdot)$ es la función de densidad logística 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 β_k (dado que $f(x_i; \beta)$ siempre es positiva), mientras que su magnitud depende de las variables restantes y de sus coeficientes.

5. Puntos de contacto entre los determinantes del financiamiento externo en los países del MERCOSUR

En la Tabla 1 se presentan los valores medios de las variables consideradas para el análisis logit, correspondientes a cada país de estudio.

Tal como se observa, las PyMEs de Brasil son las que acceden en mayor porcentaje al financiamiento externo mediante alguna línea de crédito (61%), mientras que las de Paraguay lo hacen en un 59%, seguido por las de Argentina, 51%, y en menor medida por las de Uruguay, con un 45%.

En la Tabla 2 se presentan los resultados obtenidos de las regresiones realizadas para cada país. En primer lugar, se identifican aquellas variables que sean significativas para todos los países de la muestra. Tal como puede observarse, la variable financiamiento a través de proveedores (Proveedores) es significativa en todos los casos y se comporta de acuerdo al signo esperado; es decir, que a medida que aumenta el porcentaje de financiamiento con

Tabla 1
Medias de variables por países

Variable	Argentina N=746	Brasil N=1410	Paraguay N=296	Uruguay N=456
Financia	0,510	0,615	0,590	0,451
Antigüedad	29	20	20	27
T.Pequeña	0,437	0,460	0,451	0,525
T.Mediana	0,587	0,508	0,528	0,450
Servicios	0,188	0,097	0,316	0,280
Manufact	0,741	0,824	0,441	0,645
IT	0,042	0,061	0,057	0,024
Construcción	0,0267	0,012	0,134	0,024
F. Jurídica	0,839	0,889	0,902	0,868
Exporta	7,5	1,1	5,5	6,1
Manag Mujer	0,074	0,163	0,168	0,217
Proveedores	65,092	72,383	45,49	58,414

Fuente: Elaboración propia con base a los datos del Banco Mundial.

Tabla 2
Resultados Logit 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	0,174	-0,0009	0,427	0,0038	0,077*	0,0003	0,769
T.Mediana	0,1881	0,000***	0,1156	0,000***	-0,0182	0,782	0,1425	0,004***
Manufact	0,018	0,710	-0,4786	0,360	0,1303	0,044**	-0,0937	0,080*
IT	-0,051	0,639	-0,0387	0,656	-0,1356	0,383	0,076	0,671
Construcción	0,1931	0,051*	0,2024	0,095*	0,0141	0,878	0,1205	0,412
Forma Jurídica	0,0610	0,282	-0,0578	0,241	-0,1069	0,243	-0,0359	0,656
Exporta	0,0021	0,073*	-0,0045	0,073*	0,0015	0,338	0,0030	0,028**
Manag Mujer	-0,1821	0,008***	-0,0456	0,313	-0,0539	0,522	-0,1029	0,074*
Proveedores	0,0018	0,0002***	0,0028	-0,000***	0,0020	0,011**	0,0023	0,001***
R ²	0,062		0,0469		0,0474		0,0631	

*Significativo al 10%, **significativo al 5% y *** a un nivel del 1% de significatividad.
 Fuente: Elaboración propia en base a los datos del Banco Mundial.

proveedores, aumenta la probabilidad de financiarse con instituciones financieras.

De forma similar, se identifica la variable tamaño mediano (T. Mediana) la cual es significativa en Argentina, Brasil y Uruguay; indicando que las empresas medianas tienen mayores probabilidades de financiarse con instituciones financieras respecto a las pequeñas.

La variable que indica el género del gerente general de la empresa (Manag Mujer), es significativa para el caso de Argentina a un nivel de confianza del 99%, mientras que para Uruguay lo es al 95%. En ambos casos, los resultados se condicionan con la H6.

Por otro lado, podemos destacar el rol de las exportaciones para el caso de Uruguay y Argentina, las cuales se comportan de acuerdo al signo esperado presentado en la H5, sosteniendo que aquellas PyMEs que aumentan sus exportaciones como

porcentaje de las ventas totales, tienen mayores probabilidades de acceder al financiamiento con instituciones financieras. No sucede lo mismo en Brasil, ya que a pesar de la significatividad de la variable, el signo obtenido no se condiciona con el esperado. Este resultado puede deberse a la baja participación de las exportaciones en las ventas totales de las PyMEs brasileras, como se puede observar en la Tabla 4. En promedio las PyMEs de este país exportan el 1% de sus ventas, porcentaje muy inferior al de las PyMEs del resto de los países.

Respecto al sector en el cual se clasifica la actividad de la empresa, considerando el sector servicio como categoría base, se puede observar que las empresas que pertenecen al sector manufacturas tienen una mayor probabilidad de acceder al financiamiento externo en Paraguay³ y en Uruguay. Sin

3 Para más información, ver informe del Ministerio de Industria y Comercio del Paraguay Fuente: <http://www.mic.gov.py/v1/sites/172.30.9.105/files/Informe%20del%20Sector%20Industrial%202012.2.pdf>

embargo, para el caso de las PyMEs de Argentina y Brasil, pertenecer al sector construcción respecto al sector servicios, aumenta la probabilidad de obtener financiamiento externo. Estos resultados pueden vincularse con el grado de desarrollo de cada una de las industrias locales, lo cual les ofrece un mayor grado de estabilidad a las empresas instaladas.

Las variables antigüedad de la empresa y forma jurídica resultaron ser no significativas para explicar el acceso al financiamiento externo de las PyMEs de los países de la muestra.

A fin de realizar un análisis más exhaustivo de las características

de las PyMEs en los países del MERCOSUR, elaboramos perfiles de empresas para determinar si el conjunto de características de las mismas inciden en las probabilidades de acceso al financiamiento externo. Las características de cada uno de ellos se muestran en el cuadro 2.

El perfil 1, hace referencia a empresas jóvenes, donde la antigüedad considerada es menor a la media de cada uno de los países, son empresas medianas, pertenecientes al sector de manufacturas, tienen formas jurídicas que limitan la responsabilidad patrimonial, los gerentes de las mismas son hombres y

Cuadro 2
Características de los perfiles

Perfil	Características
Perfil 1	Antigüedad=15 años Tamaño mediano Sector manufacturas Forma jurídica con responsabilidad limitada Gerente: hombre Se financia con proveedores Exportaciones: valor correspondiente a la media
Perfil 2	Antigüedad= valor correspondiente a la media Tamaño pequeño Sector manufacturas Forma jurídica con responsabilidad ilimitada Gerente: hombre No se financia con proveedores Exportaciones: valor correspondiente a la media
Perfil 3	Antigüedad=50 Tamaño mediano Sector manufacturas Forma jurídica con responsabilidad limitada Gerente: mujer No se financia con proveedores Exportaciones: valor correspondiente a la media

Fuente: elaboración propia, en base a información de la muestra

se financian con proveedores.

A su vez, las pertenecientes al perfil 2, tienen una antigüedad igual a la media de cada país, son pequeñas, pertenecientes al sector manufacturas, con formas jurídicas que no limitan la responsabilidad patrimonial, son lideradas por hombres y no se financian con proveedores.

El perfil 3, está compuesto por empresas medianas, más antiguas que los perfiles anteriores, pertenecientes al sector manufacturas, con formas jurídicas que limitan la responsabilidad patrimonial, el gerente es mujer y no se financian con proveedores.

En la Tabla 3 se muestran los resultados de las estimaciones través de perfiles de empresas, en donde se consideran las probabilidades de acceso al financiamiento externo, de acuerdo a las características de las mismas.

Para el caso de las PyMEs de Argentina, se observa, que aquellas PyMEs del perfil 1, es decir, tienen 15 años de antigüedad, pertenecen al sector manufacturero, que tienen entre 20 y 99 empleados, constituidas con formas jurídicas que limitan la

responsabilidad patrimonial, dirigidas por hombres y que tienen acceso al financiamiento comercial; tienen un 53% de probabilidades de financiarse externamente, a diferencia de una empresa del perfil 2 cuya probabilidad es del 27%, que se diferencian del perfil 1 en que son más antiguas, se conforman con formas jurídicas que no limitan la responsabilidad patrimonial y no tienen crédito comercial. Por otro lado, si comparamos los perfiles 2 y 3, se observa que las probabilidades de financiarse externamente para ambos casos son muy similares.

Para el caso de Brasil, la diferencia de la probabilidad de tener financiamiento externo entre perfiles no es tan dispar como en el caso de Argentina, sin embargo las probabilidades de financiarse externamente son menores en todos los perfiles creados. Por lo cual, más allá de las características de las PyMEs brasileras, las mismas presentan mayores probabilidades de no financiarse externamente.

Respecto a las PyMEs de Paraguay, la probabilidad de que las mismas se financien externamente

Tabla 3
Resultados de perfiles de empresa por país

Perfiles	Etiquetas	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Perfil 1	Pr(y=1/x)	0.53	0.47	0.55	0.38
	Pr(y=0/x)	0.47	0.53	0.45	0.62
Perfil 2	Pr(y=1/x)	0.27	0.40	0.69	0.28
	Pr(y=0/x)	0.73	0.60	0.30	0.72
Perfil 3	Pr(y=1/x)	0.26	0.45	0.73	0.31
	Pr(y=0/x)	0.74	0.55	0.27	0.69

Fuente: Elaboración propia, en base a datos de la muestra

aumenta a medida que pasamos del primer perfil al tercero; situaciones contrarias a las probabilidades de financiamiento que presenta Argentina en relación a los perfiles creados. Para las PyMEs paraguayas, la probabilidad de tener financiamiento externo supera la probabilidad de no tenerlo para todos los perfiles de empresas considerados.

Por otro lado, las PyMEs uruguayas, más allá del perfil que tengan, las mismas tienen mayores probabilidades de no financiarse externamente. Al igual que Brasil, las probabilidades de no acceder al financiamiento externo son cercanas al 60%.

Si se analizan transversalmente las probabilidades de acceso al financiamiento externo de acuerdo a los distintos perfiles creados, se observa que las PyMEs que reúnen las características del perfil 1 tienen mayores probabilidades de financiamiento en los países de Argentina y Paraguay, aunque la diferencia de proporciones es pequeña para el caso de Brasil. Respecto a las del perfil 2, se observa que en todos los países de la muestra, excepto para las PyMEs paraguayas, estas empresas tienen mayor probabilidad de no financiarse externamente.

En relación a este resultado, indagando en las características del perfil 2, podríamos decir que este resultado era esperado, dado que contempla a empresas de tamaño pequeño y que no se financian mediante proveedores, dos características significativas halladas en análisis previos.

Si se considera las probabilidades de financiamiento contemplando las características del perfil 3, todas las PyMEs, excepto las paraguayas, tienen mayores probabilidades de no financiarse

externamente. Cabe destacar que dentro de las particularidades consideradas, se contemplaron empresas de tamaño mediano, con una antigüedad de 50 años, dirigidas por mujeres y que no se financian con proveedores.

6. Conclusiones

Con relación al tamaño de las empresas y el hecho de tener líneas de financiamiento comercial resultaron ser significativas para explicar el acceso al financiamiento con créditos de instituciones financieras de las PyMEs en todos los países de la muestra. En este sentido, las empresas medianas tienen mayores probabilidades de financiarse con instituciones financieras respecto de las pequeñas, y tienen más probabilidades de acceder a dicho financiamiento si la empresa cuenta con financiamiento comercial.

Sin embargo, no hay resultados concluyentes en relación a variables como exportaciones, sector de pertenencia y género del gerente, ya que difieren su significatividad de acuerdo al país analizado.

Por último, las variables antigüedad de la empresa y forma jurídica adoptada resultaron ser no significativas en todos los países estudiados.

En síntesis, la creación de perfiles de PyMEs dieron como resultado que las probabilidades de no acceder al financiamiento externo son mayores a las de acceso para todos los países, excepto para las PyMEs Argentinas al considerar el perfil 1 de empresas y para las PyMEs paraguayas; en éste caso, independientemente del perfil considerado.

Los resultados particulares de cada país pueden ser justificados a gran

escala por las características de cada uno de ellos, las cuales sin lugar a duda ameritan un estudio más exhaustivo del planteado en el presente trabajo.

De acuerdo al análisis realizado, existen 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.

Como futuras líneas de investigación, continuando el presente trabajo, se prevén analizar las políticas públicas de financiamiento de las PyMEs de los países seleccionados, a fin de comparar los resultados obtenidos con la orientación de las mismas.

Referencias Bibliográficas:

- Ardic, Oya Pinar, Mylenko, Nataliya, Saltane, Valentina (2012), Access to Finance by Small and Medium Enterprises: A Cross-Country Analysis with a New Data Set, **Pacific Economic Review**, Vol. 17, No. 4, 491–513
- Ayyagari, Meghana, Beck, Thorsten, Demirgüç-Kunt, Asli (2007), Small and Medium Enterprises Across the Globe, **Small Business Economics**, Vol. 29, No. 4, 415–34.
- Ang, James S. (1991), Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, **The Journal of Small Business Finance**, Vol. 1, No1, 1-13.
- Bebczuk, Ricardo N., Haimovich, Francisco (2007), **MDGs and microcredit: An empirical evaluation for Latin American Countries**, *Documentos de Trabajo del CEDLAS*.
- 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 consulta: 05/2016, <<http://hdl.handle.net/11362/5207>>
- Beck, Thorsten, Demirgüç-Kunt, Asli, Levine, Ross (2005), SMEs, Growth, and Poverty: Cross-Country Evidence, **Journal of Economic Growth**, Vol. 10, No. 3, 199–229.
- Berger, Allen N., Udell, Gregory 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**, Vol. 22, No. 6-8, No. 6-8, 613-673.
- Berlingeri, Hugo O. (2009), **A dónde nos lleva el debate en las teorías del financiamiento corporativo?** Tesis doctoral (No. 658.14), Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas.
- Botello Peñaloza, Alberto (2015), Determinantes del acceso al crédito de las PYMES en Colombia; **Ensayos de Economía**, No 46, enero-junio.
- Bougheas, Spiros, Mizen, Paul, Yalcin, Cihan (2006), Access to external financing: theory and evidence on the impact of monetary policy and firm-specific characteristics,

Journal of Banking and Finance, Vol. 30, No. 1, 199-227.

- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., Allen, Franklin (2006), **Principios de finanzas corporativas**, 8va edición, España: McGraw-Hill.
- Briozzo, Anahí, Vigier, Hernán (2006), La estructura de financiamiento PyME. Una revisión del pasado y presente. Disponible en: https://mpr.ub.uni-muenchen.de/5894/1/MPPA_paper_5894.pdf
- Briozzo, Anahí, Vigier, Hernán (2009), A Demand-side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina, **Journal of Business and Entrepreneurship**, Vol. 21, No. 1, 30-56.
- Briozzo, Anahí, Vigier, Hernán, Castillo, Natalia, Pesce, Gabriela, Speroni, M. Carolina (2016), Decisiones de financiamiento en PyMEs: ¿existen diferencias en función del tamaño y la forma legal?, **Estudios Gerenciales**, Vol. 32, No 138, 71-81.
- Cardone Riportella, Clara, Casasola, María 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, Fecha de consulta: 04/2016, Disponible en: <<http://hdl.handle.net/10016/79>>.
- Carter, Sara, Rosa, Peter (1998), The financing of male- and female-owned businesses, **Entrepreneurship and Regional Development**, Vol. 10, No. 3, 225-241.
- Carullo, Juan Carlos (1998), Las micro, pequeñas y medianas empresas en el Mercosur, **Comercio Exterior**, Vol. 48, No. 7, 569-581.
- Crocco, Marco Aurelio, Santos, Fabiana (2010), El sistema de fomento a las micro y pequeñas empresas en el Brasil. En: **Políticas de apoyo a las PYME en América Latina: entre avances innovadores y desafíos institucionales**. Santiago: CEPAL, 2010. LC/G. 2421-P. p. 97-162, 2010.
- Cole, Rebel A., Dietrich, Andreas (2013), 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**.
- Codas, Manuel B. (2014), Bases para la formulación de políticas de apoyo a las pymes Paraguayas, **Perfil de Coyuntura Económica**, No 23: 213-229.
- Coleman, Susan (2000), Access to capital and terms of credit: a comparison of men and women-owned small businesses, **Journal of Small Business Management**, Vol. 38, No. 3, 37 – 52.
- Czarniewski, Sławomir (2016), Small and Medium-Sized Enterprises in the Context of Innovation and Entrepreneurship in the Economy, **Polish Journal of Management Studies**, Vol. 13, No. 1, 30-38.

- De la Torre, Augusto, Martínez Pería, María Soledad, Schmukler, Sergio L. (2008), **Bank involvement with SMEs: Beyond relationship lending**, Policy Research Working Paper No. 4788, The World Bank.
- Dong, Yan, Men, Chao (2014), *SME Financing in Emerging Markets: Firm Characteristics, Banking Structure and Institutions*, **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 50, No. 1, 120-149.
- Ferraro, Carlo Alberto, Goldstein, Evelin, Zuleta J., Luis Alberto, Garrido, Celso (2011), **Eliminando Barreras: El Financiamiento a las pymes en América Latina**, LC/R.2179, Santiago de Chile: Naciones Unidas.
- Ferrer, María Alejandra, Tresierra Tanaka, Álvaro (2009), *Las PYME y las teorías modernas sobre Estructura de Capital*, **Compendium**, Vol. 22, 65-83.
- Forte Denis, Barros Lucas Ayres, Toshino Nakamura Wilson (2013), *Determinants of the capital structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises*, **Brazilian Administration Review**, Vol 10, No 6, 347-369.
- FOP (Fundación Observatorio PyME, 2015), **Informe Especial: Financiamiento productivo en PyMEs industriales: un análisis comparado**. Fecha de consulta: 04/2016. Disponible en: http://www.observatoriopyme.org.ar/newsite/wp-content/uploads/2015/11/FOP_IE_1510_Financiamiento-productivo-en-PyME-industriales-un-analisis-comparado.pdf
- Galán, Liliana Cristina, De Giusti, Eduardo, Solari, Estefanía, Díaz Arive, Verónica (2014), *Pymes Exportadoras. ¿Cuáles son las variables determinantes?*, **Ciencias Administrativas**, Vol. 4, 23-34.
- Gatto, Francisco, Ferraro, Carlos A. (1993), **Las PYMEs en el MERCOSUR: definiciones y primeras estimaciones**, Documento de trabajo N° 37, CEPAL: Buenos Aires. Fecha de consulta: 05/2016, Disponible en: http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/9462/LCbueR186_es.pdf
- Gregory, Brian T., Rutherford, Matthew W., Oswald, Sharon, Gardiner, Lorraine (2005), *An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing*, **Journal of Small Business Management**, Vol. 43, No. 4, 382-392
- Guercio, María Belén, Briozzo, Anahí, Vigier, Hernán P. (2014), *La forma legal y el acceso al financiamiento de las Pymes industriales*, **Revista Dyna Management**, Vol. 2, 1-8
- Guercio, María Belén, Oliveras, Guadalupe, Vigier, Hernán P., Briozzo, Anahí E. (2015), *Financiamiento externo desde una perspectiva de género*, **Revista Venezolana de Gerencia**, Vol. 20, No. 71, 440- 454.
- Harhoff, Dietmar, Stahl, Konrad, Woywode, Michael (1998), *Legal form, growth and exit of West German firms—empirical results for manufacturing, construction,*

- trade and service industries, **The Journal of industrial economics**, Vol. 46, No. 4, 453-488.
- Kantis, Hugo, Moori Koenig, Virginia, Yoguel, Gabriel (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, Fecha de consulta: 06/2016, Disponible en: <http://repositorio.cepal.org/handle/11362/9370>
- Krasniqi, Besnik A. (2010), Are small firms really credit constrained? Empirical evidence from Kosova, **International Entrepreneurship and Management Journal**, Vol. 6, No. 4, 459-479.
- Kumar, Anjali, Francisco, Manuela (2005), **Enterprise Size, Financing Patterns, and Credit Constrains in Brazil. Analysis of Data from the Investment Climate Assessment Survey**, World Bank Working Paper No49. Washington: The World Bank. ISBN-10: 0-8213-6129-5
- Long, James S. y Freese, Jeremy (2001), **Regression Models for Categorical Dependent Variables Using Stata**, Texas: Stata Press Publication.
- MERCOSUR (1993), Políticas de Apoyo a las Micro Pequeñas y Medianas Empresas del MERCOSUR, MERCOSUR/GMC/RES. No 90/93.
- MERCOSUR (1998), Políticas de Apoyo a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas del Mercosur – Etapa II, MERCOSUR/GMC/RES. N° 59/98, Rio de Janeiro (Brasil).
- Milesi, Dario, Moori, Virginia, Robert, Verónica, Yoguel, Gabriel (2007), Desarrollo de ventajas competitivas: pymes exportadoras exitosas en Argentina, Chile y Colombia, **Revista de la CEPAL**, Vol. 92, 25-43
- Miller, Merton (1977), Debt and Taxes, **The Journal of Finance**, Vol. 32, No. 2, 261-275
- Modigliani, Franco, Miller, Merton H. (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, **The American economic review**, Vol. 48, No. 3, 261-297.
- Myers, Stewart C. (1984), The capital structure puzzle, **Journal of Finance**, Vol. 39, No. 3, 574–592.
- Myers, Stewart C., Majluf, Nicholas S. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, **Journal of financial economics**, Vol. 13, No. 2, 187-221.
- Pasquini, Ricardo, Giovanni, Martin (2010), **Access to financing of SMEs in Argentina**, CAF Working Papers N° 2010/08, Caracas: Corporación Andina de Fomento.
- Petersen, Mitchell A., Rajan, Raghuram G. (1994), The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. **Journal of Finance**, 49(1), 3-37.

- Petersen, Mitchell A., Rajan, Raghuram G. (2002), Does distance Still Matter? The Information revolution in Small Business Lending, **Journal of Finance**, Vol. 57, No. 6, 2533-2570.
- Rivera Godoy, Jorge Alberto (2002), Teoría sobre la estructura de capital, **Revista Estudios Gerenciales**, Vol. 84, 31-59.
- Storey, David 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**, Vol. 15, N° 1, 112-130.
- Unidad de Apoyo al Sector Privado (UnASeP) (2014), **Políticas de Apoyo a las MIPYMES**, Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), República Oriental del Uruguay, Fecha de consulta: 09/2016, Disponible en: http://unasep.mef.gub.uy/innovaportal/file/9820/1/20140901_politicas_apoyo_mipymes.pdf.
- Zavatta, Roberto (2008), **Financing Technology Entrepreneurs and SMEs in developing Countries: Challenges and Opportunities. Information for Development Program**, _Washington: The International Bank for Reconstruction and Development/ The World Bank, Fecha de consulta: 09/2016, Disponible en: http://www.infodev.org/infodevfiles/resource/InfodevDocuments_542.pdf
- Zurita, Alfonso (2012), El rol de las PyMEs en el Mercosur, **Revista Española de Relaciones Internacionales**, Vol. 3, 50-129.

- Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual 3.0 Unported.
http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/3.0/deed.es_ES



UNIVERSIDAD
DEL ZULIA

RVG Revista
Venezolana de
Gerencia

AÑO 22, N° 80

*Esta revista fue editada en formato digital y publicada en octubre de 2017, por la **Revista Venezolana de Gerencia (RVG)**, **Centro de Estudios de la Empresa (CEE)**, **Facultad de Ciencias Económicas y Sociales (FCES)**, **Universidad del Zulia. Maracaibo-Venezuela***

www.luz.edu.ve
www.serbi.luz.edu.ve
produccioncientifica.luz.edu.ve