

**El empleo de créditos personales en el
financiamiento de las pequeñas empresas argentinas**

Anahí Briozzo¹
(Universidad Nacional del Sur- CONICET)

Hernán Vigier²
(Universidad Nacional del Sur – Universidad Provincial del Sudoeste)

¹ Departamento de Ciencias de la Administración. E-mail: abriozzo@uns.edu.ar

² Departamento de Economía. E-mail: hvigier@uns.edu.ar

El empleo de créditos personales en el financiamiento de las pequeñas empresas argentinas

Resumen

El objetivo de este trabajo consiste en estudiar los determinantes del empleo de créditos personales en las pequeñas empresas, considerando aspectos derivados de la jerarquía financiera, el ciclo de crecimiento financiero, el ciclo de vida del propietario y el enfoque gerencial. Definimos al crédito personal en una doble dimensión, considerando no solo al titular del préstamo sino también al responsable último por las garantías brindadas. Para contrastar empíricamente las hipótesis empleamos una muestra de firmas de Bahía Blanca (Argentina). Encontramos que características de la empresa como el tamaño, la forma legal y la reinversión de ganancias por un lado, y factores asociados al propietario como su edad y su experiencia en créditos de uso personal por el otro, son variables relevantes para diferenciar los distintos grupos.

Palabras clave: créditos personales, decisiones de financiamiento, PyMEs

JEL: G3

Personal credit use in small firms financing decisions

Abstract

We study the determinants of personal credit use in small firms, including variables from the pecking order, the financial growth cycle, the life cycle of the owner –manager and the managerial view. We consider a wide-range definition of personal credit, considering both the subject of the credit and the legal responsibility for the guarantees. We test our hypotheses on a sample of small firms from Bahía Blanca (Argentina). We find that firm features such as size, legal form, and gains reinvestment, as well as owner's characteristics like age and previous experience with debt for personal use, have significant effects.

Key-words: personal credit, financing decisions, small firms

JEL: G3

El empleo de créditos personales en el financiamiento de las pequeñas empresas argentinas

Introducción

El objetivo de este trabajo consiste en estudiar los determinantes del empleo de créditos personales en las pequeñas empresas, considerando aspectos derivados de distintos enfoques, como la jerarquía financiera, el ciclo de crecimiento financiero, el ciclo de vida del propietario y el enfoque gerencial. Para esto identificamos tres grupos de empresas:

- Grupo 1: firmas que no emplean pasivos financieros.
- Grupo 2: firmas que emplean pasivos financieros, en parte de los cuales (o en la totalidad) el propietario actúa como titular del crédito, o, en una versión más amplia, donde las garantías de los préstamos recaen en activos personales del propietario.
- Grupo 3: firmas que emplean pasivos financieros en los cuales la empresa es el sujeto de crédito.

La principal causa a priori por la cual puede esperarse se diferencien las firmas de los grupos 3 y 2 es la forma legal que adopta la empresa, dado que así se limita la posibilidad de la misma de ser sujeto de crédito. Sin embargo, esperamos que actúen además otras variables relacionadas con las asimetrías de información presentes en la relación banco-firma. Éstas pueden cuantificarse, por ejemplo siguiendo la hipótesis del ciclo financiero de crecimiento, a través del tamaño y la antigüedad de la empresa. Otras variables relevantes en la decisión de financiamiento, que surgen de la revisión de la literatura relacionada, son la rentabilidad de la empresa, su capacidad de crecimiento, la estructura de sus activos, y el empleo de fuentes de financiamiento operativas (como el crédito comercial). Considerando la estrecha vinculación propietario-empresa presente en este tipo de firmas, se incluyen también factores como la edad y educación del propietario, los costos de quiebra personales, su objetivo respecto a la empresa y su experiencia previa, para fines personales, en el sistema financiero. Empleamos una muestra de pequeñas y medias empresas de Bahía Blanca (Argentina) para contrastar empíricamente las hipótesis planteadas.

La pregunta de investigación radica en identificar si existen características diferenciales entre los grupos mencionados, teniendo en cuenta las variables propuestas por los distintos enfoques de la teoría financiera.

Este trabajo incorpora una faceta raramente estudiada en las decisiones de financiamiento de las pequeñas empresas, como es el empleo de créditos personales, y se busca explicar su uso no sólo a través de los enfoques tradicionales basados en características de la empresa, sino también a través de los efectos derivados del entrelazamiento empresa-propietario.

La presentación de los contenidos del trabajo se encuentra estructurada de la siguiente forma: i) Marco teórico, ii) Antecedentes, iii) Objetivos y preguntas de investigación, iv) Descripción de la metodología, v) Presentación de los resultados, y vi) Comentarios finales.

i) Marco teórico

Toda empresa nueva o en marcha requiere financiamiento tanto para su creación como para su desarrollo a través del tiempo. En general existen dos fuentes básicas de financiación: la deuda y el capital propio. Los pasivos o deuda pueden ser operativos (cuentas generadas por el ciclo de operaciones de la empresa, como por ejemplo crédito comercial), o financieros, los cuales devengan intereses explícitos (como un préstamo bancario). Los pasivos financieros se caracterizan porque otorgan un derecho de reclamo fijo al acreedor, los intereses son deducibles del impuesto a las ganancias, tienen prioridad de repago ante dificultades financieras de la empresa, poseen vencimiento determinado y no implican control de la administración.

En cambio, las características del capital propio pueden resumirse en que es un derecho residual para los propietarios de la empresa, los dividendos o renta que reciben los inversores no son deducibles de impuestos, tiene menor prioridad ante dificultades financieras, no posee vencimiento y otorga control de la administración.

En función del tratamiento dado a los pasivos operativos, puede hablarse de estructura de capital, que engloba únicamente derechos financieros y capital propio, o de estructura de financiamiento, que incluye además de estos conceptos, a los pasivos operativos.

La literatura sobre la estructura de capital se ha desarrollado principalmente a partir de la segunda mitad del siglo XX. Si bien existieron trabajos anteriores, se considera que la teoría moderna de estructura de capital se inició con las publicaciones de Modigliani y Miller (MM 1958, 1963). En su célebre artículo de 1958, MM demostraron que la estructura de capital es irrelevante para el valor de la empresa, bajo el supuesto de mercado de capitales perfectos. Específicamente, esto significa que:

- Los mercados son competitivos, o sea, ningún participante puede por sí solo afectar los precios. Todos actúan como tomadores de precios, o no existen formadores de precios.
- No existen asimetrías de información. La información es recibida simultáneamente por todos los individuos, y es gratuita.
- No hay fricciones: las fricciones son impedimentos al libre flujo de capital e información a lo largo del mercado, como impuestos, costos de transacción y regulaciones. Entonces, se asume que no hay costos de transacción asociados a comprar o vender títulos, siendo la tasa para endeudarse igual a la tasa obtenida para dar crédito. Además implica que siempre hay fondos disponibles para financiar proyectos rentables, y que no hay impuestos.
- Los agentes son racionales y buscan maximizar su utilidad esperada.

El desarrollo posterior de la teoría de estructura de capital se ha basado en el análisis de los efectos que el no cumplimiento de estos supuestos, es decir, la existencia de imperfecciones, tiene sobre la decisión de financiamiento.

Las primeras imperfecciones en incorporarse al estudio fueron los efectos del impuesto a las ganancias, tanto sobre las ganancias de la empresa (Modigliani y Miller, 1963) como sobre la renta personal de accionistas y acreedores (Miller, 1977). Posteriormente se consideraron las consecuencias de que la quiebra fuese costosa (Kraus y Litzemberger 1973, Kim 1978, Brennan y Schwartz 1978, entre otros), y los problemas de agencia derivados de asimetrías de información (Fama y Miller 1972, Jensen y Meckling 1976, Diamond 1989).

La consideración de todos estos efectos se resume en lo que se denomina el enfoque del **trade-off**. Al incorporarse deuda, las ventajas de la misma elevan el valor de la empresa apalancada con respecto a la no apalancada por el efecto del escudo fiscal y otras ventajas de la deuda. Si no hubiese costos del apalancamiento, el valor de la empresa aumentaría siempre con el mayor endeudamiento. Sin embargo, la presencia de desventajas como costos de quiebra y problemas de información asimétrica supera a partir a cierto punto al efecto de las ventajas de la deuda, y el valor de la empresa apalancada decae con el mayor endeudamiento. Por lo tanto, bajo este enfoque existe una estructura óptima, que maximiza el valor de la empresa.

Por otro lado, el enfoque de la **jerarquía financiera** se diferencia del trade-off en su conclusión de que existe un orden de preferencias en las fuentes de financiamiento, en vez de postular la existencia de un ratio de deuda óptimo. Esta jerarquía de preferencias establece que la primera fuente a la que recurren las empresas son los fondos generados internamente (utilidades acumuladas), en segundo lugar se emite deuda, y por último se emplea la ampliación del capital propio (emisión de acciones). Existen diferentes argumentos que explican este resultado, como la mayor flexibilidad y menores costos de transacción de los fondos internos, si bien el argumento más interesante deriva de estudiar el efecto señalizador negativo de las nuevas emisiones acciones (Myers y Majluf 1984, y Myers 1984).

Zoppa y McMahon (2002) sostienen que una especificación completa de la teoría de la jerarquía financiera para PyMEs sería:

1º) Reinversión de beneficios, lo cual incluiría también el mayor tiempo que el entrepreneur dedique a la empresa por un salario menor que el de mercado.

2º) Financiamiento con deuda a corto plazo, incluyendo crédito comercial y préstamos personales.

3º) Financiamiento con deuda a largo plazo: empezando posiblemente con préstamos de los dueños y amigos y familiares de éstos.

4º) Nuevos aportes de capital de los dueños, familiares y amigos

5º) Aportes de capital de quiénes hasta el momento eran terceros.

Esta última opción es excluida por Holmes y Kent (1991), ya que consideran que raramente es empleada por las PyMEs.

Continuando con la línea de asimetría de información, Ross (1977) sugiere que se puede ver a la deuda como una señal que los administradores dan a los potenciales accionistas sobre la capacidad de la empresa de generar flujos de fondos futuros – lo que necesariamente debe hacer para repagar la deuda (**señalización con deuda**). Por su lado, Stiglitz y Weiss (1981) analizan cómo las asimetrías de información afectan a la oferta de fondos de los bancos, demostrando que el mercado de préstamos se caracteriza por el **racionamiento del crédito**.

La rama de **interacciones de los mercados de insumos y productos** toma características de la teoría de organización industrial, considerando los efectos de las estrategias de la empresa sobre su estructura de capital, y viceversa. Estos efectos pueden resultar de estrategias en el mercado de insumos (relación con sus proveedores, por ejemplo Titman 1984, Titman y Wessels 1988) o de productos de la empresa (clientes y competidores, como puede verse en Maksimovic y Titman 1991, Brander y Lewis 1986).

Por último, las **finanzas conductuales** (Shefrin 2001, Baker, Ruback y Wurgler 2004, entre otros) relajan los supuestos que dan base a la racionalidad: en algunos modelos los agentes no actualizan sus creencias correctamente, mientras que en otros toman decisiones que no sería normativamente correctas, en cuanto a que no maximizan su utilidad esperada. Existen distintas formas de clasificar los modelos desarrollados dentro de las finanzas corporativas conductuales. Bajo el *enfoque del inversor irracional*, el manager racional puede verse obligado a seguir políticas de inversión sub-óptimas, y a una política de financiamiento de *market timing* (emitir acciones cuando están sobrevaluadas y recomprarlas cuando están subvaluadas). Por otra parte, en el *enfoque de managers irracionales* éstos conviven con inversores racionales. Baker et al (2004) señalan que la mayor parte de estos modelos se basan en el optimismo y la sobreconfianza, lo cual puede ser representando como una sobrestimación de la media (optimismo) y una subestimación de la volatilidad (sobreconfianza). Además, la sobreconfianza lleva a tomar más riesgos. Como el costo de capital *percibido* es inferior al real, los *managers* sobre-invierten. Para la política de financiamiento, la implicancia es una jerarquía financiera, ya que un *manager* optimista evita emitir acciones (porque cree que están subvaluadas).

En la Tabla 1 se resumen las imperfecciones desarrolladas y su efecto en la decisión en la estructura de capital.

Tabla 1: Resumen de las desviaciones de los supuestos de MM

Imperfecciones	Efecto	Enfoque
Impuesto a las ganancias corporativas	Genera un escudo fiscal (ventaja de la deuda).	Trade-off
Impuesto a la renta personal	Disminuye el valor del escudo fiscal, en función de la relación entre la alícuota que grava los ingresos de acreedores y accionistas.	
Costos de quiebra (causados por costos de transacción y asimetrías de información)	Costos directos e indirectos de quiebra: el valor esperado de los mismos aumenta con el nivel de endeudamiento (desventaja de la deuda).	
Asimetrías de información: Problemas de agencia	Costos de agencia de las acciones actúan como desventaja de las nuevas emisiones. Con respecto a la deuda, los costos de agencia de la deuda actúan como desventaja, mientras que el rol de control de los costos de agencia del Flujo de fondos libre es una ventaja.	
Asimetrías de información: Señalización con acciones	Para evitar la interpretación de las emisiones de acciones como señal negativa, se prefiere emplear primero financiamiento interno y luego deuda.	Jerarquía financiera (<i>Pecking order</i>)
Asimetrías de información: Señalización con deuda	La deuda actúa como una señal de la "buena calidad" de la empresa. La deuda asegurada también es una señal positiva.	
Asimetrías de información: efecto en la oferta	Los efectos de selección adversa y de incentivos de la tasa de interés puede llevar a que el racionamiento del crédito bancario sea una situación de equilibrio.	Racionamiento del crédito
No cumplimiento de la competencia perfecta	La decisión de endeudamiento puede interactuar con el comportamiento estratégico, la reputación de la empresa, la estrategia competitiva, la naturaleza de los factores de producción, entre otros.	Interacciones de los mercados de insumos y productos con la estructura de cap.
Los agentes no son racionales	Inversores irracionales pueden implicar una política de market timing. Managers irracionales pueden llevar a una jerarquía financiera.	Finanzas conductuales

De estos enfoques teóricos surgen una serie de factores relevantes que influyen en las decisiones de financiamiento, que pueden agruparse en características generales de la economía y particulares de las empresas, como se muestra en la Tabla 2.

Tabla 2: Variables relevantes y su efecto esperado

Determinante	DT/AT			DLP/DT
	TO	PO	PI	
Características de la economía general				
Tasa de impuestos corp.	+ / 0			+
Tasa imp. personales	-			
Escudos no deuda	-			
Volatilidad de la tasa				+
ETTI				+
Características de la empresa				
Tamaño	+	+		+
Antigüedad	+	?		+
Rentabilidad	+	-		+
Crecimiento	-	+		-
Dividendos		+		
Tangibilidad	+			+
Singularidad	-		-	-
Estructura temporal de los activos ³			+	+
Especialización de los trabajadores			-	
Fuerza del sindicato			+	
Variabilidad de los ingresos	-			
Variabilidad de la demanda			+	
Apalancamiento operativo	-			
Riesgo de quiebra	-			c
Tipo de competencia			a	
Estrategia de innovación			b	
Relevancia de la reputación			-	
Concentración de la propiedad	?	-		
Forma legal	d	-		
Relación con los acreedores	+	+		

TO: Trade off, PO: Pecking order, PI: interacciones producto-insumo, DT: Deuda total, AT: Activo total, DLP: Deuda a largo plazo..

? Resultados no significativos o contradictorios

a – Los oligopolistas tenderán a tener más deuda que los monopolistas y empresas en mercados competitivos.

b – Las empresas que buscan la innovación tendrán menos deuda.

c – Positiva para empresas de riesgo bajo e intermedio, negativa para empresas de alto riesgo.

d – Por el lado del efecto oferta, se puede esperar que los bancos estén dispuestos a dar mayor crédito a estructuras sin limitación de la responsabilidad, ya que el empresario tendrá un mayor incentivo a repagar el préstamo. En cambio, considerando el efecto demanda, puede esperarse que empresarios en estructuras sin limitación de la responsabilidad sean más cautelosos para tomar créditos, dado el fuerte impacto que el incumplimiento tendría en su vida personal.

El ciclo financiero de crecimiento

Ang (1991) observa que una pequeña empresa pasa por diversos estadios de desarrollo, desde la etapa inicial hasta la madurez, por lo que se necesitaría una teoría adaptada para cada etapa. Continuando con esta idea, Berger y Udell (1998) sostienen que las PyMEs tienen un ciclo financiero de crecimiento, durante el cual cambian las necesidades y fuentes

³ Activos no corrientes/ Activos totales.

disponibles de financiamiento, ya que al compás del desarrollo del negocio, se gana mayor experiencia y disminuye la opacidad informativa. Las empresas son informacionalmente más opacas en la etapa de arranque cuando se está desarrollando la idea del negocio y/o empieza la producción a baja escala. En esta etapa confían principalmente en los aportes del entrepreneur, familiares y amigos de éste, crédito comercial e inversores ángeles. El capital de riesgo generalmente aparece más tarde, en la etapa de rápido crecimiento. El crédito de instituciones financieras, primero a corto y después a más largo plazo, recién estaría disponible cuando la empresa alcanza tamaño y edad tales que cuenta con registros contables históricos, que reflejen cierto nivel de activos tangibles. Se debe tener en cuenta que ésta no es una teoría general para todas las pequeñas empresas, ya que no existe correlación perfecta entre la antigüedad, tamaño y crecimiento de la empresa. La idea general de este enfoque se resume en el Gráfico 1⁴.

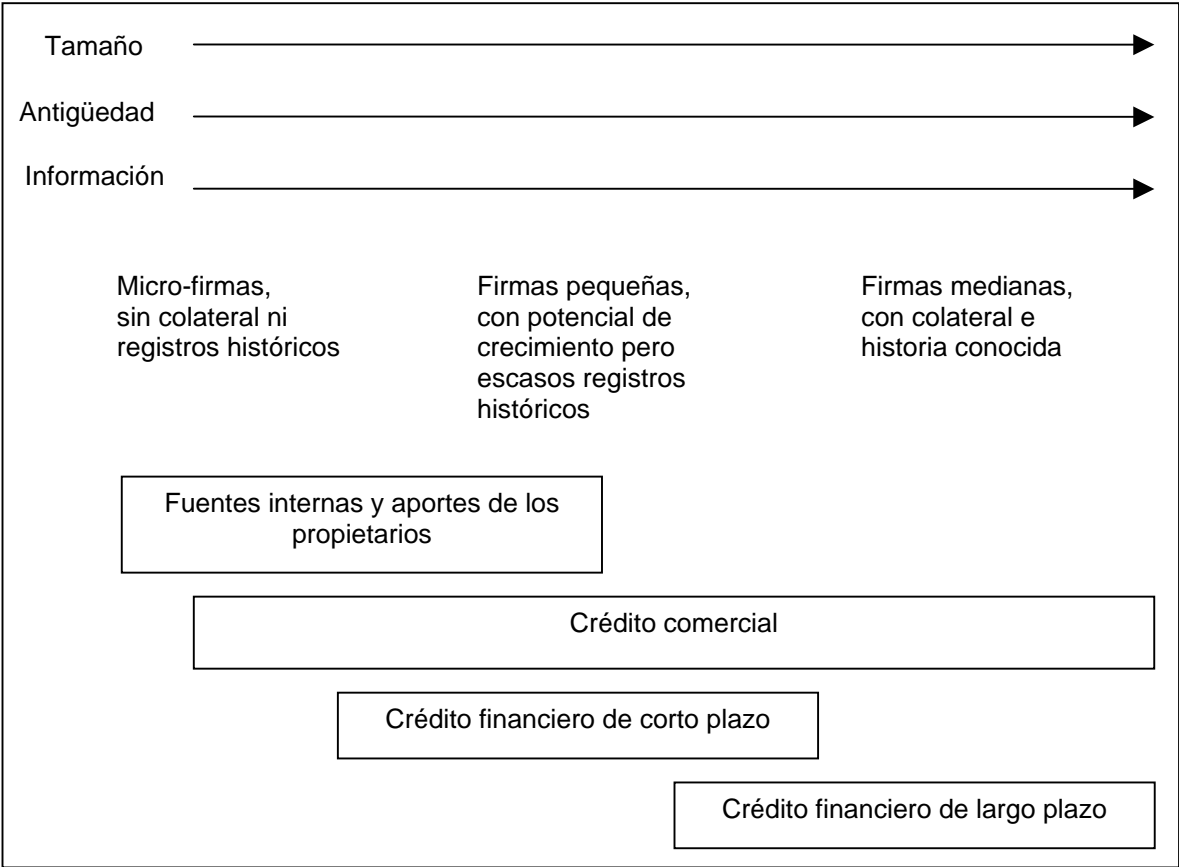


Gráfico 1: El ciclo financiero de crecimiento.

El enfoque del ciclo financiero de crecimiento es testado por Gregory, Rutherford, Oswald y Gardiner (2005) para pequeñas y medianas empresas de EEUU, y encuentran que el tamaño, medido como número de empleados⁵, permite distinguir entre empresas que usan financiamiento interno de las que obtienen financiamiento de largo plazo o emiten acciones en mercado de capitales. Con respecto a la antigüedad de la empresa, encuentran que es más probable que las empresas jóvenes empleen financiamiento a largo plazo y mercado de capitales, en vez de fuentes de mediano plazo o *venture capital*. Sin embargo,

⁴ Adaptado de Berger y Udell (1998), p. 623. Las fuentes de capital de riesgo no se incluyen en el gráfico por ser de escasa utilización en nuestro país.

⁵ El tamaño medido como ventas no resulta significativo.

este último resultado, contrario a lo esperado, debe ser considerado con cuidado dado que en dicho estudio no se incluyen variables que controlen por el crecimiento.

Por otra parte, Vos, Yeh, Carter y Tagg (2007) analizan dos grupos de PyMEs, en EEUU y Reino Unido, y encuentran que los indicadores tradicionales de performance financiera, como rendimiento sobre los activos y margen sobre ventas, no resultan determinantes de complejidad de las actividades de financiamiento. En cambio, encuentran apoyo para la hipótesis de la satisfacción: los propietarios más jóvenes y menos educados usan financiamiento externo más activamente que los propietarios de mayor edad y más educados (a quienes ellos llaman “más sabios”). También encuentran que las firmas de mayor crecimiento esperado participan más activamente demandando créditos, así como el tamaño (medido como ventas anuales) incide positivamente en la diversificación de fuentes de financiamiento. No encuentran que la forma legal, o el objetivo de negocios, sean significativos.

Al considerar el lado dinámico, las asimetrías de información no son el único aspecto que cambia junto con la evolución de la empresa, sino que también varía el grado de aversión al riesgo de su propietario (Leitner, 2006). A fines de captar esta idea, surge **el ciclo de vida del administrador-propietario** (Briozzo y Vigier 2007, 2008) como otro determinante, a lo largo del cual cambian su aversión al riesgo y sus objetivos con respecto a la empresa, que varían de buscar crecimiento o rentabilidad, a fines más personales como mantener el estilo de vida y el ingreso de la familia. Briozzo y Vigier (2009) encuentran que el tamaño, una forma legal con responsabilidad limitada, la edad y educación del propietario, y el tipo de objetivo perseguido, son variables significativas en la decisión de plazo de financiamiento.

En este trabajo incorporamos una nueva dimensión al ciclo financiero de crecimiento, al considerar el tipo de pasivo financiero al cual tiene acceso la empresa. Esperamos que en las primeras etapas de desarrollo el acceso al financiamiento bancario esté limitado a los créditos personales. Al ganar experiencia y trayectoria, disminuyen las asimetrías de información banco-firma y la empresa se vuelve sujeto de crédito.

Los créditos personales que el propietario obtiene en el sistema financiero son incorporados a la empresa como préstamos del propietario, o aportes de capital, lo cual dificulta el reconocimiento de este tipo de financiamiento a partir de la estructura de capital contable de la empresa. Estrictamente, en términos del riesgo asumido, estos créditos son una forma de capital propio. La misma conclusión podría argumentarse con respecto a los pasivos financieros donde el sujeto de crédito es la empresa, pero los activos puestos en garantía son personales (la casa del propietario por ejemplo), ya que el riesgo residual en estos casos lo asume el propietario.

ii) Antecedentes empíricos en la Argentina

Antes de desarrollar los aportes particulares de este trabajo, resulta ilustrativo conocer primero cuáles son las características de las pequeñas y medianas empresas de todo el país, focalizándonos en los aspectos bajo estudio.

El Observatorio PyME releva desde hace una década información sobre PyMEs industriales, y ha incorporado desde su Informe Estructural 2003-2004 información detallada sobre el financiamiento de estas empresas.

Con respecto al empleo de crédito bancario distinto al giro en descubierto, la tasa de solicitud rondaba el 60% en el bienio 1996-1997, mostrando una fuerte caída después de la crisis del 2001-2002, para llegar a un 28% en el periodo 2007-2008. La tasa de aprobación de los créditos se ubica actualmente en el 80%, que es valor promedio que se ha observado en los últimos diez años, con excepción del periodo 2003-2004, cuando esta tasa no alcanzaba el 40%. La información sobre la evolución de la tasa de solicitud de créditos, y el porcentaje de préstamos aprobados se muestra en el Gráfico 2.

Los datos del Observatorio muestran que la fuente de financiamiento más usada por las PyMEs industriales son los fondos propios, es decir, reinversión de utilidades y aportes

de los propietarios. En el Gráfico 3 puede observarse la evolución en la composición del financiamiento de las inversiones para empresas industriales. Comparando el periodo 2003-2004 con el 2007-2008, las mejores condiciones de acceso al crédito en el último periodo se traducen en mayor participación de financiamiento bancario para pequeñas (4,4% vs 22%) y grandes empresas (17% vs. 27%). A su vez, también se observa que las grandes firmas poseen una estructura de financiamiento más diversificada.

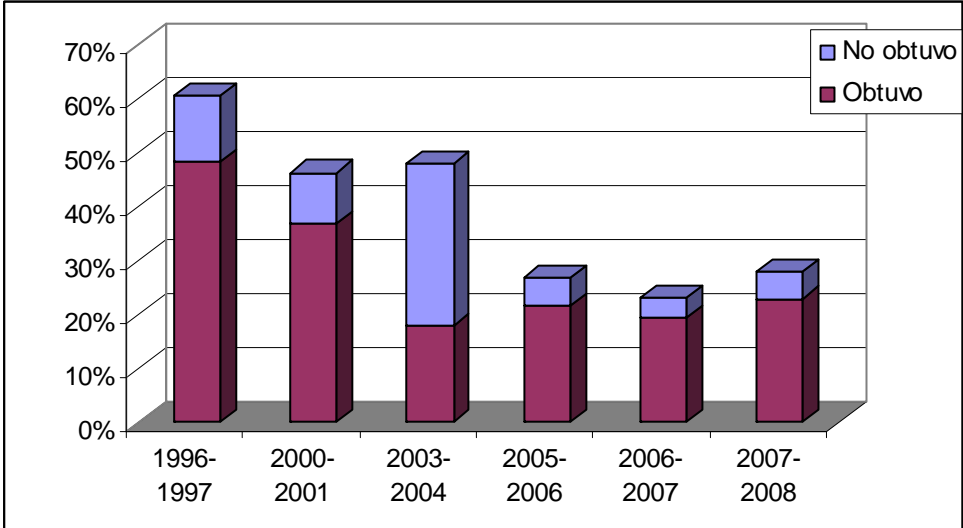


Gráfico 2: Empresas que solicitaron y obtuvieron crédito (distinto al giro en descubierto)
Fuente: Elaboración propia sobre datos del Observatorio PyME

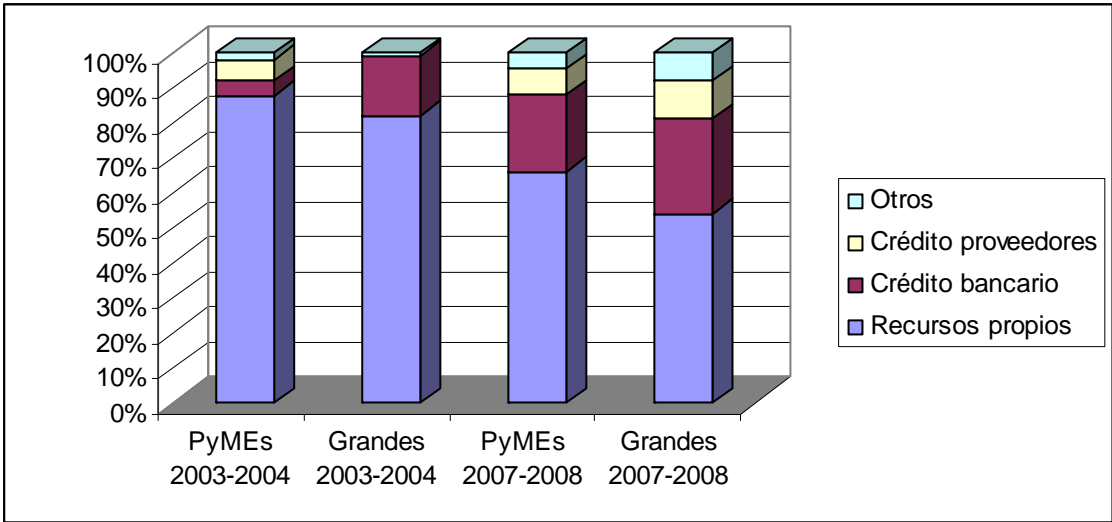


Gráfico 3: Financiamiento de las inversiones
Fuente: Elaboración propia sobre datos del Observatorio PyME

Con respecto al empleo del descubierto bancario, el Observatorio reporta que en el 2007 más de la mitad de las firmas medianas y la tercera parte de las pequeñas solicitaron este tipo de crédito, mientras que la tasa de rechazo fue cuatro veces mayor para pequeñas que para medianas, midiendo el tamaño por el número de empleados. Considerando la facturación anual durante el año 2005, los datos muestran que las empresas que no solicitaron crédito bancario son más pequeñas que las que sí lo hicieron. Asimismo, las

firmas que obtuvieron crédito son en promedio más grandes que aquellas cuyas solicitudes fueron rechazadas⁶.

Otra fuente de información sobre PyMEs nacionales son los resultados del proyecto Mapa PyME (2007) de la SEPyME. Estos datos resultan de particular interés ya que incluyen todos los sectores de la economía, mientras que el Observatorio se concentra en firmas industriales.

Los datos de la SePyME muestran que el 41% de las PyMEs solicitó financiamiento de algún tipo, el cual fue obtenido en el 89% de los casos⁷. El financiamiento otorgado provino en un 73% de bancos, y en un 13% de proveedores. En el caso del crédito bancario, éste fue solicitado por el 31% de las empresas, obteniéndose el mismo en el 86% de los casos.

El requerimiento de garantías para obtener el crédito bancario puede clasificarse en de tipo personal⁸ (solicitada en el 37% de los casos), y garantías reales (40% de los casos). El 18% de las empresas no tuvo ningún requerimiento de garantía.

Con respecto a los motivos por los cuales no se demanda financiamiento en el sistema bancario en general, interesan en particular las firmas que constituyen una demanda insatisfecha (es decir, aquellas que no cuentan con otras fuentes de fondos). Para conocer cuál es la relevancia de este grupo, en la Tabla 3 se indica el porcentaje de empresas que se auto-excluyó de la demanda de crédito bancario por disponer de fondos propios. Puede observarse entonces que entre un 40% a 65% de las firmas que se auto-excluyeron constituyen demanda de financiamiento insatisfecha.

Tabla 3: Empresas que no solicitaron crédito bancario por no necesitarlo.

Fuente ⁹	No solicitó crédito porque no lo necesitó ¹⁰
Observatorio 2005	34%
Observatorio 2006	50%
Observatorio 2007	43%
SEPyME (prueba piloto 2007)	60%
SePyME (onda 2007)	43%
Muestra propia (2006)	39%

De esta demanda insatisfecha que sí necesitó fondos, en la Tabla 4 se resumen los motivos declarados para no solicitar crédito bancario general.

Por su parte, Burdisso, D'Amato, Escudé y McCandless (2001) usan información de la Central de Deudores del Banco Central de la República Argentina del periodo 1998-2000, empleando dos definiciones de tamaño: número de empleados y deuda total en el sistema. Encuentran que el crédito a pequeñas empresas se concentran principalmente en los sectores industria (26%), comercio (22%), y agricultura y pesca (22%). También reportan que la calidad crediticia (incumplimiento y créditos irrecuperables) de la cartera compuesta por pequeñas empresas es inferior a la cartera de grandes firmas.

Bebzuck (2004) analiza el acceso al crédito sobre una muestra de PyMEs tomada por la Unión Industrial en 1999, y encuentra que las empresas más rentables, con menor liquidez, y más endeudadas tienen mayor probabilidad de obtener un crédito. El tamaño (ventas) y el crecimiento esperado no resultan significativos.

⁶ Teniendo en cuenta la clasificación de la R675/2002 de la SePyME, las que obtuvieron crédito serían industrias medianas, mientras que las rechazadas serían pequeñas.

⁷ Desde el año 2003 hasta la fecha del relevamiento.

⁸ No se refiere aquí a activos personales del propietario, sino a que la garantía recae en el patrimonio del deudor, en vez de hacerlo en un activo tangible como en el caso de garantías reales.

⁹ Para el Observatorio y SePYME se indica el año al cual corresponden los datos, si bien la publicación indicada en las referencias corresponde a veces al año siguiente.

¹⁰ Por disponer de otras fuentes de financiamiento. Porcentaje sobre el total de las que no solicitaron crédito.

Tabla 4: Motivos por los cuales empresas con necesidades de financiamiento se auto-excluyeron de la demanda de crédito bancario.

No solicitó crédito bancario porque ¹¹	Observatorio datos 2005	Observatorio datos 2006	Observatorio datos 2007	Muestra propia (2006)
Costo elevado	40%	35%	31%	42%
Incertidumbre de la economía	35%	16%	32%	31%
Trámites demasiado largos	No reporta	No reporta	16%	5%
No cumple con los requisitos (garantías, alto endeudamiento – AE-, deudas fiscales – DF-)	20% (9% Garantías 6% DF 5% AE)	27% (12% Garantías 9% DF 6% AE)	17% (8,2% Garantías 6,9% DF 2,1% AE)	No reporta
No obtiene a largo plazo	No reporta	No reporta	No reporta	9%
Nunca solicitaría un crédito	No reporta	No reporta	No reporta	12%

En función de los datos presentados puede observarse que existe un segmento importante de pequeñas firmas que se auto-excluyen de la demanda de financiamiento externo. Como la decisión de financiamiento responde a variables internas y externas de la empresa, nuestro objetivo en las próximas secciones será estudiar qué diferencias significativas existen entre los distintos grupos de firmas a fines de comprender sus decisiones de financiamiento.

iii) Objetivos e hipótesis de investigación

El objetivo de este trabajo consiste en estudiar los determinantes del empleo de créditos personales en las pequeñas empresas. Identificamos tres grupos de empresas:

- Grupo 1: firmas que no emplean pasivos financieros.
- Grupo 2: firmas que emplean pasivos financieros, en parte de los cuales (o en la totalidad) el propietario actúa como titular del crédito, o, en una versión más amplia, donde las garantías de los préstamos recaen en activos personales del propietario.
- Grupo 3: firmas que emplean pasivos financieros en los cuales la empresa es el sujeto de crédito.

La principal causa a priori por la cual puede esperarse se diferencien las firmas de los grupos 1 y 2 es la forma legal que adopta la empresa, dado que así se limita la posibilidad de la misma de ser sujeto de crédito. Sin embargo, esperamos que actúen además otras variables relacionadas con las asimetrías de información presentes en la relación banco-firma. Éstas pueden cuantificarse, por ejemplo, siguiendo la hipótesis del ciclo financiero de crecimiento (Berger y Udell, 1998), a través de la antigüedad de la empresa, tamaño, y disponibilidad de la información.

¹¹ Porcentajes calculados sobre el total de empresas con necesidades de financiamiento que se auto-excluyeron de la demanda de crédito bancario.

Considerando la revisión de la literatura, también serían variables complementarias relevantes en la decisión de financiamiento la rentabilidad de la empresa, su capacidad de crecimiento, la estructura de sus activos, y el empleo de fuentes de financiamiento operativas (como el crédito comercial).

Las asimetrías de información no son el único aspecto que cambia junto con la evolución de la empresa. Por ejemplo, se espera que el ciclo de vida de la empresa pequeña se relacione con el grado de aversión al riesgo de su propietario, que sería bajo en la etapa inicial, y aumentaría considerablemente en las etapas de crecimiento, madurez y declinación (Leitner, 2006)¹². Este aspecto se relaciona con la estructura de financiamiento, ya que propietarios más adversos al riesgo estarán menos dispuestos a apalancarse financieramente.

El ciclo de vida del administrador-propietario (Briozzo y Vigier 2007, 2009) surge como otro potencial determinante, a lo largo del cual cambian su aversión al riesgo y sus objetivos con respecto a la empresa, que varían de buscar crecimiento o rentabilidad, a fines más personales como mantener el estilo de vida y el ingreso de la familia. Ang (1992) señala que las PyMEs tienen menor vida esperada, ya que dependen fuertemente de la permanencia del fundador y los planes de sucesión. Cuando el propietario está preparando su sucesión, la planificación a largo plazo puede ser descuidada, afectando también a la decisión de fuente y plazo en el financiamiento. Se espera que el ciclo financiero de la empresa (Berger y Udell, 1998) y el ciclo de vida del propietario estén interconectados, a veces con efectos contrarios. Por ejemplo, las asimetrías de información disminuirían con la permanencia de la empresa en el negocio, derivando en mejor acceso a la deuda (efecto oferta), mientras que la aversión al riesgo y costos de quiebra personales aumentarían con la edad del empresario, implicando menor deseo de emplear deuda (efecto demanda).

Finalmente, al tener en cuenta la faceta de entrelazamiento propietario-empresa característica de las pequeñas firmas, es necesario considerar también:

-Las metas del empresario con respecto al negocio, que pueden variar desde los objetivos financieros tradicionales, como incrementar el valor de la empresa, o el crecimiento de las ventas, a objetivos más personales como dar trabajo a los miembros de la familia, pasar la empresa a la siguiente generación o mantener un estilo de vida. Carland et al (1984) sugieren que habría diferencias en la propensión al riesgo entre fundadores que se enfocan principalmente en el crecimiento y la rentabilidad, propietarios orientados a fines más personales o familiares, y los gerentes sin participación en la propiedad.

- La actitud respecto al financiamiento con deuda y las experiencias anteriores con el endeudamiento, tanto a nivel personal como con la empresa, ya que frecuentemente no existen límites claros entre las finanzas de la empresa, y las de su dueño.

- Los costos de quiebra personales, que incluyen las consecuencias socio-económicas y emocionales que la quiebra significa para el propietario, aún con responsabilidad limitada. Son el resultado de la falta de diversificación del patrimonio y capital humano del propietario, así como la unión emocional con la empresa, en especial si es un negocio familiar. Este efecto sería especialmente fuerte en las formas legales sin limitación de la responsabilidad, si los activos personales actúan como garantía de la deuda de la empresa, o cuando se asumen créditos personales para aplicarlos a la empresa. Además de los factores monetarios, se incluyen también costos emocionales ligados a la pérdida de reputación, además del valor sentimental que la empresa puede tener para el empresario, en especial en empresas familiares.

A continuación se describen las definiciones operacionales de las variables explicativas:

- **Tamaño:** se emplean una medida binaria determinada en función de si la firma es una micro-empresa según las Resoluciones 675/2002 y 303/2004 de la Sub-

¹² Este efecto sería captado por la antigüedad de la empresa. En función de lo que propone Leitner (2006), la aversión al riesgo varía con la edad de la empresa, no con la edad del empresario (si bien ambas están correlacionadas positivamente).

secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (en función de la facturación anual)¹³.

- **Antigüedad de la empresa**, definida como el número de años desde la fundación.
- **Crecimiento**: es una variable cuantitativa definida de dos formas, crecimiento histórico (variación porcentual promedio en el volumen de ventas en los últimos dos años) y crecimiento esperado (variación porcentual esperada en el volumen de ventas en los próximos dos años).
- **Responsabilidad limitada**: una forma legal con responsabilidad limitada capta no sólo responsabilidad patrimonial, sino también la tasa de impuesto a las ganancias (fija en 35% para SA y SRL), y el grado de informalidad, por la obligatoriedad de llevar determinados registros contables para las SA y SRL. Es una variable binaria, donde el 1 denota presencia de la característica.
- **Edad del propietario**: se toma el de mayor edad si hay más de un propietario o dos generaciones.
- **Objetivo empresarial**: se considera que objetivo es de tipo empresario si se busca el crecimiento en ventas o la creación de riqueza, en oposición a metas más personales como mantener un nivel de vida o dar trabajo a la familia. Es una variable binaria, donde el 1 denota presencia de la característica.
- La rentabilidad medida como **margen sobre ventas**, es un indicador de la capacidad de generar autofinanciamiento. Bajo la hipótesis del pecking order empresas más rentables emplearán en menor medida fuentes externas. Esta relación inversa entre rentabilidad y financiamiento externo cuenta con apoyo empírico en estudios en pequeñas empresas (como por ejemplo Petersen y Rajan 1994, Romano, Tanewski, y Smyrnios 2000, y Sorgorb 2005).
- El **plazo promedio de pago a proveedores**, que constituyen pasivos operativos. Bajo un contexto de racionamiento del crédito, estos pasivos operativos pueden actuar como sustitutos de los pasivos financieros (Petersen y Rajan, 1994).
- El **porcentaje de utilidades que se reinvierten**, que refleja el empleo de fuentes internas. Controlando por crecimiento, mayor reinversión implicaría preferencia por esta fuente (*pecking order*, Myers 1984)
- El **sector** al cual pertenece la empresa, que actúa como proxy a la naturaleza de los activos. Se espera que firmas del sector industria tengan en promedio mayor proporción de activos colateralizables, aspecto que actuaría atenuando las asimetrías de información (Ross, 1977)
- **La educación del propietario**: siguiendo la hipótesis de la satisfacción de Vos et al (2007) los empresarios "más sabios" (de mayor edad y más educados) están más satisfechos con la situación de su empresa, por lo que son menos proclives a la actividad emprendedora y buscan en menor medida fuentes externas de financiamiento. Se define como variable binaria donde uno denota educación terciaria/universitaria completa.
- **Costos de quiebra emocionales**: se busca distinguir si el costo más importante de una potencial quiebra sería económico (por ejemplo encontrar una nueva fuente de ingresos) o emocional (por ejemplo la reacción del entorno cercano o la sociedad), asignando un uno si la respuesta apunta a esto último.
- **Experiencia previa en endeudamiento personal**: Si el propietario emplea créditos personales para adquirir activos personales se codifica con un uno.

Las hipótesis de investigación, resumidas en el efecto esperado de las variables explicativas, se presentan en la Tabla 5. La interpretación de la tabla, por ejemplo para la primera columna (Grupo 2/ Grupo 1) es la siguiente: cómo afecta la variable ... a la probabilidad de pertenecer al grupo 2 en relación al 1.

¹³ Se considera esta clasificación por ser la vigente al momento de la encuesta para la determinación de la condición de PyME por el Banco Central de la República Argentina y la SePyME.

Tabla 5: Resumen de efectos esperados

Enfoque	Probabilidad de pertenecer a ... en relación a	Grupo 2 / Grupo 1	Grupo 3/1	Grupo 3/2
Ciclo de crecimiento financiero	Tamaño	+	+	+
	Antigüedad	+	+	+
	Crecimiento	+	+	+
	Formal legal con responsabilidad limitada		+	+
Ciclo de vida del propietario	Edad propietario	-	-	-
	Objetivo empresario	+	+	
Jerarquía financiera	Tamaño	+	+	+
	Rentabilidad	-	-	
	Crecimiento	+	+	
	Reinversión de ganancias	+	+	
	Sector industria			+
Enfoque gerencial	Educación del propietario	-	-	
	Costos emocionales de quiebra	-	-	
	Experiencia previa endeudamiento personal	+	+	
Racionamiento	Plazo con Proveedores		-	

iv) Metodología

Fuentes de información:

Este trabajo presenta los resultados de un estudio de campo realizado en la ciudad de Bahía Blanca durante el periodo julio-octubre del 2006. Para definir el universo de la muestra se consideró como definición de PyME a las Resoluciones 675/2002 y 303/2004 de la Sub -secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional.

En el partido de Bahía Blanca existen, según los datos preliminares del Censo Económico, 9.710 locales que iniciaron sus actividades antes del 31/12/2004, de los cuales 9.663 se dedican a la producción de bienes y servicios, y el resto son UTEs, transporte y construcción. Estos constituyen el 2,81% de los locales de la provincia de Buenos Aires, y el 0,932% de los locales nacionales. De estos locales ubicados en Bahía Blanca, el 12,83% posee más de 5 empleados: 1.246 empresas.

Dentro de estas empresas están incluidas también las grandes empresas radicadas en el partido de Bahía Blanca, las sucursales de grandes empresas (nacionales y multinacionales) y entidades financieras. Como los datos provisionales del CNE no permiten realizar esta discriminación, se recurrió a otras fuentes de información para estimar con mayor exactitud el tamaño de la población de interés.

Partiendo de la información contenida en el padrón de grandes contribuyentes de la Tasa de seguridad e higiene de la Municipalidad de Bahía Blanca, se identificaron 131 organizaciones que están fuera de la población objetivo, por ser grandes empresas locales, o sucursales de grandes empresas nacionales o internacionales, instituciones financieras, o entidades sin fines de lucro. Asimismo, se excluyeron las compañías de transporte público porque sus características de financiamiento, con participación significativa de subsidios estatales, difieren del promedio de las PyME, que no reciben en general subsidios directos.

De esta forma se llegó a una estimación del tamaño de la población bajo estudio de 1.115 empresas¹⁴.

Para determinar el tamaño de la muestra, se consideró como objetivo medir la **proporción** de empresas que emplean fondos de instituciones financieras en su estructura de financiamiento, mediante un **muestreo aleatorio simple**. Empleando un nivel de confianza de 90%, y un error de 6,2%, se obtuvo un tamaño de muestra de 150 empresas. En la muestra realizada se obtiene como resultado que el 51,8%¹⁵ de las empresas emplean pasivos financieros distintos al giro en descubierto.

Se confeccionó un padrón de empresas a encuestar, partiendo del padrón de grandes contribuyentes de la Tasa de seguridad e higiene, que después del procesamiento descrito previamente se redujo a 218 firmas. Este listado se amplió con un grupo de 138 empresas elegidas aleatoriamente del Directorio de empresas publicado por la Subdirección Estadística de la Municipalidad de Bahía Blanca¹⁶.

Para la recolección de datos se utilizó como instrumento un cuestionario estructurado de preguntas cerradas a completarse mediante entrevista personal. El mismo se compone de dos secciones: información general y la decisión de financiamiento, siendo el tiempo medio para la realización del mismo de 40 minutos. Para la medición de los distintos aspectos de la estructura de financiamiento se emplearon preguntas de validación, a fines de detectar inconsistencias en las respuestas.

Del padrón final de 356 empresas fueron contactadas 265, obteniéndose 143 respuestas válidas¹⁷. Esto arroja una tasa de respuesta del 54%. Como tres de estas empresas resultan clasificadas como grandes, finalmente se inicia el procesamiento de los datos con 140 empresas. Del total de las entrevistas realizadas, 109 fueron completadas por el administrador-propietario, y el resto por encargados de la firma.

Como forma de validación externa, y a fines de contrastar nuestros resultados locales con otros de alcance nacional, en Rotstein, Briozzo, Esandi y Milanesi (2007) se comparan los resultados obtenidos con lo reportado por el Observatorio PyME en su informe estructural 2007¹⁸ (cuando la información está disponible), si bien estos datos incluyen únicamente firmas industriales.

Métodos de procesamiento y análisis de los datos

Los datos de las 140 encuestas fueron inicialmente cargados en una planilla de cálculo de MS Excel, la cual fue posteriormente exportada al programa Stata, con el cual se realizaron todas las estimaciones. Al inicio de la etapa de análisis surgió el problema de datos faltantes, ya que no todas las encuestas pudieron realizarse en forma completa. Como enfoque para tratar los datos faltantes se ha optado por considerar sólo los casos completos (también llamado *listwise deletion*) para las variables de interés.

Para captar el efecto diferencial entre las tres categorías de la variable dependiente, se emplea la regresión logística multinomial, usando primero al grupo 1 como categoría base:

$$\ln \Omega_{3|1}(x_i) = \beta_{0,3|1} + \beta_{1,3|1}x_1 + \dots + \beta_{j,3|1}x_j$$

$$\ln \Omega_{2|1}(x_i) = \beta_{0,2|1} + \beta_{1,2|1}x_1 + \dots + \beta_{j,2|1}x_j$$

Y luego al grupo 2 como base:

$$\ln \Omega_{3|2}(x_i) = \beta_{0,3|2} + \beta_{1,3|2}x_1 + \dots + \beta_{j,3|2}x_j$$

¹⁴ Surge de sustraer 131 a 1246.

¹⁵ Sobre un total de 139 respuestas.

¹⁶ El mismo puede accederse en: <http://www.bahiablanca.gov.ar/estadistica/listaempresa.html>

¹⁷ De las cuales el 65% corresponde a empresas del padrón de grandes contribuyentes de la Tasa de seguridad e higiene.

¹⁸ Dicho informe puede descargarse en <http://www.observatoriopyme.org.ar>.

Para las estimaciones se emplea el estimador robusto Huber/White/sandwich para calcular la matriz de covarianzas¹⁹.

A fines de operativizar la variable dependiente se recurrió a dos definiciones distintas:

- Considerar en el grupo 2 a aquellas firmas cuyos propietarios declararon financiar todo o parte de sus inversiones con créditos personales.
- Considerar en el grupo 2 a los casos anteriores, e incluir también a aquellas empresas cuyos créditos son garantizados con activos personales del propietario.

En la Tabla 6 se muestra la distribución de empresas siguiendo estas dos clasificaciones:

- Por el lado de quién es el titular del crédito, vemos que el 23 % de las empresas (15 de 66) recurren a créditos personales para financiar la firma.
- Al considerar también el tipo de garantía, el 40% de las firmas (26 de 66) se financian con créditos personales, o créditos de la empresa con garantía en activos personales.

Tabla 6: Distribución de casos según las distintas definiciones de grupos

Titular del pasivo financiero	Titular del PF y tipo de garantía			Total
	No usa PF	Crédito y/o garantías personales	Crédito y garantías empresa	
No usa PF	56	0	0	56
PF personales	0	15	0	15
PF empresa	0	11	40	51
Total	56	26	40	122

Teniendo en cuenta que la clasificación de empresas entre grupos 2 y 3 es afectada significativamente según la definición considerada, las estimaciones del MNLM se realizan sobre ambas definiciones. Dada la distribución más uniforme de la clasificación más amplia esperamos que nos permita captar mejor la diferenciación entre grupos.

v) Resultados

En primer lugar se presenta en la Tabla 7 la estadística descriptiva de la muestra, por cada grupo de financiamiento. A partir de estos datos puede observarse una diferenciación significativa a priori entre los grupos de financiamiento, en cuanto a:

- Tamaño: la empresa promedio de los grupos 2 y 3 tiene mayor tamaño que la del grupo 1. Esta diferencia no resulta tan clara comparando los grupos 2 y 3.
- Edad del propietario: los propietarios de firmas del grupo 3 son en promedio más jóvenes que aquellos de los grupos 1 y 2.
- Objetivos: a medida que se avanza en las etapas del ciclo financiero aumenta el porcentaje de firmas en las cuales se persigue un objetivo de crecimiento o valor.
- Reinversión: las firmas que emplean pasivos financieros reinvierten más que aquellas no apalancadas.

¹⁹ Estos estimadores proveen errores estándar correctos aún si el modelo ha sido erróneamente especificado.

Tabla 7: Valores medios de las variables por grupo y global, según variable dependiente Titular del PF y tipo de garantía²⁰

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
Micro-empresas*	41%	22%	20%
Pequeñas empresas (ventas)	47%	65%	55%
Antigüedad	25,4 años	25 años	28 años
Crecimiento histórico	21%	17%	24%
Crecimiento esperado	14%	17%	11%
Responsabilidad limitada	52%	66%	69%
Edad propietario*	50 años	50 años	44 años
Objetivo empresario*	40%	50%	70%
Educación terciaria	54%	54%	59%
Costos emocionales	32%	42%	20%
Experiencia crédito personal	14,5%	28%	27%
Sector industria	16%	19%	22%
Reinversión de utilidades*	48%	67%	66%
Plazo crédito comercial	33 días	34 días	30 días
Margen s/ ventas	17%	13%	17%

Las hipótesis planteadas en torno a estos enfoques fueron contrastadas mediante regresión logística multinomial, ensayando distintas variaciones sobre el modelo básico a fines de observar la robustez de los resultados. En las Tablas 8 a 13 se muestra un resumen de las estimaciones, indicándose la significatividad de cada variable. Las celdas en blanco indican que esa variable no fue incluida en la especificación del modelo. Como interesan los signos de los efectos, se presentan los coeficientes de las estimaciones y no los odds ratios. Los p-values se muestran entre paréntesis.

Grupos 1 y 2

Al considerar las variables que permitan diferenciar a las firmas que no emplean pasivos financieros (grupo 1) de aquellas que emplean pasivos financieros donde el propietario actúa como titular del crédito (grupo 2), vemos en la Tabla 8 que no se obtienen resultados significativos. En cambio, al ampliar la definición de grupo 2 a aquellos casos donde los créditos de la empresa son garantizados con activos personales, el tamaño y la reinversión de ganancias surgen como factores significativos, como se muestra en la Tabla 9. Se observa que las empresas del grupo 1 tienden a ser en promedio más pequeñas, y que reinvierten un menor porcentaje de las ganancias generadas. Estos resultados concuerdan con lo esperado bajo los enfoques de ciclo financiero de crecimiento y de la jerarquía financiera.

Tabla 8: Efecto de cada variable sobre la probabilidad de pertenecer al grupo 2 en relación al 1, según variable dependiente Titular del PF

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tamaño	-0,756	-0,789	-0,431	-0,822	-1,122	-0,800	-1,138	-1,076	-1,110	-1,266	-1,366
Micro	(0,313)	(0,278)	(0,571)	(0,387)	(0,206)	(0,395)	(0,201)	(0,235)	(0,209)	(0,163)	(0,136)
Limita	0,866	0,816	0,797	0,714	0,589	0,816	0,609	0,178	0,661	0,397	0,720
Respons.	(0,249)	(0,255)	(0,312)	(0,414)	(0,467)	(0,307)	(0,440)	(0,837)	(0,380)	(0,645)	(0,354)

²⁰ Los * señalan variables con diferencias estadísticamente significativas.

Edad	-0,034 (0,305)	-0,031 (0,331)	-0,025 (0,469)	-0,025 (0,499)	-0,024 (0,506)	-0,020 (0,593)	-0,024 (0,501)	-0,016 (0,657)	-0,020 (0,613)	-0,017 (0,630)	-0,033 (0,358)
Uso cred. personal	0,920 (0,258)	0,851 (0,311)	1,280 (0,162)	1,213 (0,219)	1,029 (0,244)	1,169 (0,293)	1,038 (0,265)	0,860 (0,331)	1,165 (0,186)	1,153 (0,197)	0,879 (0,350)
Objetivo Empre..			0,062 (0,928)								
Educaci.		0,380 (0,574)					0,054 (0,945)				
Quiebra								-0,934 0,339			
Reinver.			1,369 (0,238)	1,353 (0,247)	1,227 (0,279)	0,617 (0,614)	1,240 (0,304)	1,853 (0,126)	1,322 (0,248)	1,349 (0,251)	1,628 (0,178)
Industria									0,698 (0,501)		
Antigüe.										-0,042 (0,258)	
Crec. historico					-0,337 (0,652)		-0,344 (0,637)	-0,128 (0,869)	-0,306 (0,681)	-0,385 (0,575)	-0,541 (0,448)
Crec. esperado						1,114 (0,685)					
Plazo Proveed.											-0,003 (0,868)
Margen Vtas				0,327 (0,941)							
Constante	-0,064 (0,966)	-0,358 (0,821)	-1,235 (0,520)	-1,097 (0,560)	-0,769 (0,686)	-1,010 (0,607)	-0,817 (0,668)	-1,132 (0,550)	-1,208 (0,568)	-0,191 (0,909)	-0,193 (0,926)
Prob	0,045	0,077	0,248	0,110	0,090	0,260	0,060	0,125	0,220	0,030	0,016

Tabla 9: Efecto de cada variable sobre la probabilidad de pertenecer al grupo 2 en relación al 1, según variable dependiente Titular del PF y tipo de garantía

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tamaño Micro	-0,847 (0,136)	-0,824 (0,143)	-0,745 (0,222)	-0,970 (0,192)	-1,221 (0,063)	-1,167 (0,125)	-1,211 (0,070)	-1,182 (0,073)	-1,197 (0,064)	-1,254 (0,055)	-1,510 (0,025)
Limita Respons.	0,511 (0,368)	0,457 (0,424)	0,589 (0,332)	0,831 (0,253)	0,425 (0,512)	0,621 (0,344)	0,448 (0,504)	0,344 (0,604)	0,465 (0,465)	0,379 (0,565)	0,489 (0,450)
Edad	-0,007 (0,774)	-0,010 (0,707)	-0,011 (0,660)	-0,002 (0,945)	-0,012 (0,647)	-0,011 (0,698)	-0,020 (0,468)	-0,005 (0,848)	-0,010 (0,731)	-0,011 (0,684)	-0,021 (0,439)
Uso cred. personal	0,612 (0,347)	0,448 (0,518)	0,899 (0,225)	1,118 (0,153)	0,814 (0,267)	1,002 (0,233)	0,764 (0,329)	0,875 (0,244)	0,882 (0,236)	0,820 (0,266)	0,556 (0,441)
Objetivo Empre..			0,074 (0,893)								
Educaci.		-0,035 (0,946)					-0,508 (0,419)				
Quiebra								0,170 (0,800)			
Reinver.			1,486 (0,103)	1,472 (0,141)	1,605 (0,092)	0,922 (0,366)	1,714 (0,092)	1,647 (0,086)	1,660 (0,080)	1,616 (0,092)	2,097 (0,034)
Industria									0,451 (0,624)		
Antigüe,										-0,008 (0,669)	

Crec. historico					-0,929 (0,285)		-0,963 (0,326)	-1,032 (0,321)	-0,916 (0,294)	-0,924 (0,275)	-1,091 (0,175)
Crec. esperado						1,780 (0,469)					
Plazo Proveed.											0,001 (0,954)
Margen vtas				-1,912 (0,605)							
Constante	-0,431 (0,727)	-0,269 (0,840)	-1,173 (0,427)	-1,645 (0,289)	-0,716 (0,638)	-1,029 (0,523)	-0,159 (0,919)	-1,122 (0,460)	-0,979 (0,552)	-0,563 (0,704)	-0,300 (0,857)
Prob	0,065	0,157	0,143	0,120	0,030	0,130	0,030	0,045	0,069	0,052	0,019

Grupos 1 y 3

En la Tabla 10 se presentan las estimaciones considerando la diferenciación de las firmas que no emplean pasivos financieros (grupo 1) de aquellas que emplean pasivos financieros donde la empresa es sujeto de crédito (grupo 3). Se observa que incide positivamente sobre la probabilidad de pertenecer al grupo 3 el tamaño, tener forma legal con responsabilidad limitada, un propietario más joven y con experiencia en créditos para uso personal, y reinvertir un mayor porcentaje de las ganancias. Estos resultados coinciden con lo esperado bajo los enfoques de ciclo financiero de crecimiento (tamaño), jerarquía financiera (tamaño y reinversión de utilidades), ciclo de vida del propietario (edad) y enfoque gerencial (experiencia previa con créditos personales para uso personal),

Tabla 10: Efecto de cada variable sobre la probabilidad de pertenecer al grupo 3 en relación al 1, según variable dependiente Titular del PF

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tamaño Micro	-1,043 (0,065)	-1,000 (0,076)	-0,586 (0,337)	-0,942 (0,155)	-0,938 (0,122)	-0,596 (0,341)	-0,905 (0,132)	-0,997 (0,1059)	-0,958 (0,112)	-0,889 (0,144)	-1,242 (0,060)
Limita Respons.	1,603 (0,003)	1,618 (0,004)	1,464 (0,014)	1,669 (0,008)	1,692 (0,007)	1,360 (0,024)	1,799 (0,007)	1,678 (0,013)	1,751 (0,008)	1,745 (0,004)	1,950 (0,003)
Edad	-0,053 (0,022)	-0,056 (0,018)	-0,045 (0,070)	-0,030 (0,241)	-0,061 (0,010)	-0,048 (0,049)	-0,066 (0,004)	-0,062 (0,011)	-0,058 (0,019)	-0,063 (0,010)	-0,071 (0,004)
Uso cred. personal	1,353 (0,036)	1,340 (0,048)	1,795 (0,020)	1,836 (0,039)	1,588 (0,037)	2,149 (0,017)	1,685 (0,038)	1,481 (0,057)	1,702 (0,034)	1,585 (0,037)	1,662 (0,017)
Educación		-0,314 (0,538)					-0,711 (0,221)				
Objetivo Empre.			0,165 (0,771)								
Reinver.			1,326 (0,141)	1,590 (0,110)	1,861 (0,049)	1,478 (0,152)	2,049 (0,033)	1,830 (0,053)	1,950 (0,048)	1,826 (0,050)	2,158 (0,031)
Quiebra								-0,168 (0,789)			
Industria									0,628 (0,465)		
Antigüe.										0,007 (0,691)	
Crec. historico					-0,257 (0,644)		-0,190 (0,728)	-0,264 (0,660)	-0,234 (0,672)	-0,249 (0,661)	-0,505 (0,339)
Crec.						-1,300					

esperado						(0,545)						
Plazo Proveed.												-0,018 (0,242)
Margen vtas				5,486 (0,125)								
Constante	1,463 (0,196)	1,724 (0,139)	0,195 (0,885)	-1,639 (0,274)	0,785 (0,558)	0,686 (0,594)	1,188 (0,363)	0,991 (0,475)	0,412 (0,787)	0,661 (0,624)	1,807 (0,215)	

Al restringir la definición de grupo 3 excluyendo aquellos casos donde los créditos de la empresa son garantizados con activos personales, la significatividad de las variables se mantiene en términos generales, excepto para el tamaño, como se muestra en la Tabla 11.

Tabla 11: Efecto de cada variable sobre la probabilidad de pertenecer al grupo 3 en relación al 1, según variable dependiente Titular del PF y tipo de garantía

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tamaño Micro	-0,520 (0,310)	-0,509 (0,327)	-0,142 (0,8009)	-0,804 (0,1899)	-0,539 (0,339)	-0,271 (0,636)	-0,519 (0,3629)	-0,559 (0,324)	-0,533 (0,343)	-0,524 (0,355)	-0,750 (0,221)
Limita Respons.	1,287 (0,014)	1,308 (0,014)	1,134 (0,049)	1,176 (0,052)	1,454 (0,015)	1,123 (0,060)	1,569 (0,011)	1,373 (0,027)	1,471 (0,014)	1,471 (0,0139)	1,617 (0,011)
Edad	-0,061 (0,013)	-0,061 (0,014)	-0,048 (0,064)	-0,032 (0,233)	-0,070 (0,008)	-0,057 (0,0349)	-0,074 (0,005)	-0,069 (0,008)	-0,068 (0,012)	-0,071 (0,007)	-0,076 (0,005)
Uso cred. personal	1,179 (0,054)	1,213 (0,054)	1,523 (0,037)	1,007 (0,232)	1,184 (0,100)	1,646 (0,044)	1,332 (0,076)	1,037 (0,149)	1,227 (0,091)	1,193 (0,097)	1,002 (0,156)
Educación		-0,104 (0,836)					-0,534 (0,330)				
Objetivo Empre.			0,772 (0,178)								
Reinver.			1,671 (0,083)	1,768 (0,082)	2,240 (0,018)	1,732 (0,094)	2,440 (0,009)	2,301 (0,016)	2,277 (0,019)	2,226 (0,017)	2,621 (0,009)
Quiebra								-0,468 (0,451)			
Industria									0,310 (0,720)		
Antigüe.										0,002 (0,899)	
Crec. historico					-0,178 (0,729)		-0,117 (0,817)	-0,146 (0,788)	-0,168 (0,743)	-0,172 (0,739)	-0,423 (0,413)
Crec. esperado						-2,430 (0,291)					
Plazo Proveed.											-0,010 (0,540)
Margen vtas				4,308 (0,215)							
Constante	1,652 (0,139)	1,676 (0,149)	-0,321 (0,816)	-1,241 (0,394)	0,850 (0,527)	0,972 (0,495)	1,096 (0,425)	1,032 (0,450)	0,685 (0,642)	0,826 (0,551)	1,456 (0,304)

Grupos 2 y 3

Por último, para las firmas que emplean pasivos financieros donde el propietario actúa como titular del crédito (grupo 2) versus aquellas en cuyos pasivos financieros es titular la

empresa (grupo 3), vemos en la Tabla 12 que no se obtienen resultados significativos. En cambio, al ampliar la definición de grupo 2 a aquellos casos donde los créditos de la empresa son garantizados con activos personales, la edad del propietario y la responsabilidad surgen como factores significativos, como se muestra en la Tabla 13. Se observa que las empresas con responsabilidad limitada, y propietarios más jóvenes, tienen más probabilidades de pertenecer al grupo 3 en relación al 2. Estos resultados concuerdan con lo esperado bajo el enfoque de ciclo financiero de crecimiento (responsabilidad limitada) y ciclo de vida del propietario (edad).

Por otra parte, la regresión 4 arroja un resultado significativo para la rentabilidad, indicando que empresas más rentables tienen más probabilidades de pertenecer al grupo 3 en relación al 2. La regresión 6 muestra un resultado significativo para el crecimiento esperado, indicando que empresas mayores expectativas de crecimiento tienen más probabilidades de pertenecer al grupo 2 en relación al 3. Sin embargo, ambos resultados pertenecen a regresiones que no son globalmente significativas, por lo cual no lo consideramos un resultado relevante. Distintas especificaciones del modelo incluyendo a estas variables arrojaron siempre resultados globalmente no significativos.

Tabla 12: Efecto de cada variable sobre la probabilidad de pertenecer al grupo 3 en relación al 2, según variable dependiente Titular del PF

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tamaño Micro	-0,287 (0,722)	-0,211 (0,788)	-0,155 (0,847)	-0,120 (0,904)	0,184 (0,840)	0,204 (0,824)	0,234 (0,794)	0,079 (0,932)	0,151 (0,866)	0,377 (0,687)	0,124 (0,889)
Limita Respons.	0,737 (0,346)	0,802 (0,296)	0,667 (0,3979)	0,955 (0,287)	1,103 (0,192)	0,544 (0,500)	1,190 (0,157)	1,500 (0,124)	1,090 (0,185)	1,348 (0,118)	1,231 (0,138)
Edad	-0,019 (0,559)	-0,024 (0,456)	-0,019 (0,593)	-0,005 (0,900)	-0,037 (0,316)	-0,028 (0,468)	-0,043 (0,2389)	-0,046 (0,248)	-0,038 (0,351)	-0,046 (0,217)	-0,038 (0,309)
Uso cred. personal	0,433 (0,566)	0,489 (0,533)	0,515 (0,502)	0,623 (0,480)	0,559 (0,486)	0,980 (0,284)	0,647 (0,450)	0,621 (0,453)	0,537 (0,509)	0,432 (0,598)	0,784 (0,394)
Educación		-0,694 (0,306)					-0,765 (0,337)				
Objetivo Empre..			0,103 (0,878)								
Quiebra								0,767 (0,446)			
Reinver.			-0,043 (0,971)	0,237 (0,851)	0,634 (0,595)	0,861 (0,507)	0,809 (0,527)	-0,023 (0,984)	0,628 (0,601)	0,477 (0,700)	0,530 (0,668)
Industria									-0,070 (0,942)		
Antigüe.										0,050 (0,185)	
Crec. historico					0,080 (0,904)		0,153 (0,828)	-0,136 (0,8309)	0,072 (0,913)	0,136 (0,811)	0,037 (0,959)
Crec. esperado						-2,414 (0,334)					
Plazo Proveed.											-0,015 (0,163)
Margen vtas				5,159 (0,206)							
Constante	1,527 (0,298)	2,082 (0,174)	1,430 (0,451)	-0,543 (0,788)	1,554 (0,405)	1,696 (0,366)	2,005 (0,270)	2,123 (0,257)	1,620 (0,460)	0,852 (0,631)	1,999 (0,313)

Tabla 13: Efecto de cada variable sobre la probabilidad de pertenecer al grupo 3 en relación al 2, según variable dependiente Titular del PF y tipo de garantía

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tamaño Micro	0,327 (0,605)	0,315 (0,618)	0,603 (0,368)	0,165 (0,840)	0,682 (0,336)	0,896 (0,274)	0,692 (0,340)	0,624 (0,371)	0,663 (0,345)	0,730 (0,307)	0,760 (0,270)
Limita Respons.	0,776 (0,201)	0,851 (0,171)	0,545 (0,394)	0,345 (0,632)	1,028 (0,116)	0,502 (0,442)	1,121 (0,102)	1,029 (0,127)	1,006 (0,125)	1,093 (0,098)	1,128 (0,086)
Edad	-0,054 (0,047)	-0,051 (0,066)	-0,037 (0,201)	-0,030 (0,352)	-0,057 (0,052)	-0,046 (0,133)	-0,053 (0,078)	-0,064 (0,026)	-0,058 (0,067)	-0,060 (0,039)	-0,055 (0,058)
Uso cred. personal	0,567 (0,357)	0,765 (0,232)	0,624 (0,335)	-0,112 (0,882)	0,370 (0,582)	0,644 (0,385)	0,568 (0,417)	0,162 (0,817)	0,345 (0,622)	0,374 (0,578)	0,447 (0,534)
Educación		-0,068 (0,904)					-0,025 (0,969)				
Objetivo Empresario			0,698 (0,247)								
Quiebra								-0,638 (0,393)			
Reinver.			0,185 (0,860)	0,295 (0,810)	0,635 (0,555)	0,810 (0,501)	0,727 (0,516)	0,654 (0,526)	0,617 (0,565)	0,610 (0,574)	0,524 (0,633)
Industria									-0,141 (0,870)		
Antigüedad										0,011 (0,553)	
Crec. historico					0,751 (0,386)		0,846 (0,400)	0,886 (0,402)	0,748 (0,390)	0,751 (0,369)	0,667 (0,445)
Crec. esperado						-4,210 (0,077)					
Plazo Proveed.											-0,011 (0,225)
Margen Vtas				6,219 (0,081)							
Constante	2,083 (0,104)	1,945 (0,158)	0,853 (0,583)	0,404 (0,813)	1,566 (0,310)	2,001 (0,229)	1,254 (0,435)	2,155 (0,152)	1,664 (0,350)	1,389 (0,385)	1,756 (0,263)

Comentarios finales

El objetivo de este trabajo consiste en estudiar las diferencias en el uso de distintos tipos de crédito y garantías en una muestra de pequeñas empresas de Bahía Blanca (Argentina). Se emplean dos definiciones alternativas del empleo de créditos personales, encontrándose resultados consistentes entre ambos conjuntos de estimaciones. Los resultados observados en relación a los efectos esperados se resumen en la Tabla 14.

Por el lado de la diferenciación entre grupos, los resultados son más representativos para los grupos extremos (1 y 3), observándose una distinción en tamaño, formal legal y reinversión de ganancias, así como edad del propietario y su experiencia en créditos para uso personal. Para los pares de grupos más cercanos las diferencias significativas son menores, destacándose tamaño y reinversión para los grupos 1 y 2, y formal legal y edad del propietario para los grupos 2 y 3. Este último resultado es particularmente interesante ya que estaría indicando que la diferencia en el uso de fuentes de financiamiento no está exclusivamente limitada por la forma legal, sino que actúan factores personales de decisión representados por la edad del propietario.

Tabla 14: Resumen de resultados²¹

Enfoque	Probabilidad de pertenecer a ... en relación a	Grupo 2 / Grupo 1	Grupo 3/1	Grupo 3/2
Ciclo de crecimiento financiero	Tamaño	+/+*	+/+*	+ / ns
	Antigüedad	+ / ns	+ / ns	+ / ns
	Crecimiento	+ / ns	+ / ns	+ / ns
	Formal legal con responsabilidad limitada		+ / +**	+ / +*
Ciclo de vida del propietario	Edad propietario	- / ns	- / -**	- / -*
	Objetivo empresario	+ / ns	+ / ns	
Jerarquía financiera	Tamaño	+ / +*	+ / +*	+ / ns
	Rentabilidad	- / ns	- / ns	
	Crecimiento	+ / ns	+ / ns	
	Reinversión de ganancias	+ / +*	+ / +**	
	Sector industria			+ / ns
Enfoque gerencial	Educación del propietario	- / ns	- / ns	
	Costos emocionales de quiebra	- / ns	- / ns	
	Experiencia previa endeudamiento personal	+ / ns	+ / +*	
Racionamiento	Plazo con Proveedores		- / ns	

El efecto positivo de la reinversión de utilidades sobre la probabilidad de pertenecer a los grupos de firmas que toman pasivos financieros puede asociarse con mayores necesidades de financiamiento, y también puede interpretarse como a una forma de señalización hacia los inversores externos sobre la calidad de la empresa (Leland y Pyle , 1977).

Por otra parte, cabe retomar la distinción del efecto de los distintos tipos de crédito en la estructura de capital de la empresa. Mientras que los créditos personales asumidos por el propietario para invertir en su empresa son una forma de capital propio, los pasivos financieros de la empresa forman parte de su estructura de endeudamiento. Es posible que esta diferencia impacte también en la forma en que el propietario evalúa el riesgo financiero de la empresa versus el riesgo financiero personal. Como se espera que la aversión al riesgo aumente con la edad, el efecto negativo de la edad con respecto a la probabilidad de pertenecer a las firmas que toman apalancamiento financiero (grupo 3) en relación a las que toman apalancamiento personal (grupo 2), podría indicar por parte del propietario la percepción de un mayor grado de control de sus finanzas personales con respecto a la performance de la empresa.

Por último, en cuanto al apoyo relativo para los distintos enfoques, puede concluirse que los enfoques tradicionales empleados para pequeñas empresas, como la jerarquía financiera y el ciclo financiero de crecimiento, pueden complementarse considerando los aspectos derivados del entrelazamiento empresa-propietario, representados en el ciclo de vida del propietario y el enfoque gerencial.

²¹ Del lado izquierdo de cada celda se indica la relación esperada, y del lado derecho la relación observada, según la siguiente notación: * apoyo al 10%, ** apoyo al 5%, ns no significativo.

Bibliografía

- Ang, J.S. (1991). "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management," *Journal of Small Business Finance*, 1, 1-13.
- Ang, J.S. (1992). "On the Theory of Finance for Privately Held Firms," *Journal of Small Business Finance*, 3, 185-203.
- Baker, M. , Ruback, R. y Wurgler, J. (2004). "Behavioral Corporate Finance: A Survey" Consultado el 27-05-2007, disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/papers/bcfsurvey14.pdf>
- Bebczuk, R (2004). "What Determines the Access to Credit by SMEs in Argentina?", Documento de trabajo n° 48. Consultado el 21-02-2005, disponible en:<http://www.depeco.econo.unlp.edu.ar>
- Berger, A. N. y 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.
- Brander, J. y Lewis, T. (1986). "Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect", *American Economic Review*, 76 (5), 956-970.
- Brennan, M., y Schwartz, E. (1978). "Corporate Income Taxes, Valuation and the Problem of Optimal Capital Structure", *Journal of Business*, 51, 103-114.
- Briozzo, A. y Vigier, H. (2007). "Rethinking SME' s Financing Decisions: A Demand-side Approach", XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP).
- Briozzo, A. y Vigier, H. (2008). "Los ciclos de vida de las pequeñas empresas: su relación con la estructura de capital", XLIII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP).
- Briozzo, A. y Vigier, H. (2009). "A Demand-side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina". *Journal of Business and Entrepreneurship*, 21, 30-56.
- Burdisso T., D'Amato, L., Escude, G., y MacCandless G. (2001). "How much do SME borrow from the banking system in Argentina?". XXXVI Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP).
- Diamond, D. (1989). "Reputation Acquisition in Debt Markets", *Journal of Political Economy*, 97(4), 828-862.
- Fama, E. y Miller, M. (1972). *The Theory of Finance*. Holt, Rinehart and Wiston, New York.
- Gregory, B T , Rutherford, M. W., Oswald, S. y Gardiner, L. (2005). "An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing", *Journal of Small Business Management* , 43 (4), 382–392.
- Jensen, M. y Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kim, E. (1978). "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity", *Journal of Finance*, 33(1), 45-63.
- Kraus, A. y Litzenberger, R. (1973). "A state - preference model of optimal financial leverage", *Journal of Finance*, 28 (4), 911-922.
- Holmes, S y Kent, P (1991): "An empirical analysis of the financial structure of the small and large Australian manufacturing enterprises", *Journal of Small Business Finance*, 1(2), 141-154.
- Leitner, P (2006). "The Fallacy of Safe Harbors: Managing for Value in the Private Firm", *Strategic Finance*, Abril, 31-36.
- Leland, H. y Pyle, D. (1977). "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.
- Maksimovic, V., y Titman, S. (1991). "Financial Policy and Reputation for Product Quality", *Review of Financial Studies*, 4 (1), 175-200.
- Miller, M. H. (1977). "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, 32 (2), 261-275.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1958). "The Cost Of Capital, Corporation Finance and the Theory Of Investment", *American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1963). "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53 (3), 433-443.
- Myers, S. (1984). "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.

- Myers, S. y Majluf, N. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Observatorio PyMIs (1997, 1998, 2000, 2001, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008). Informe anual. Disponible en: www.observatoriopyme.org.ar
- Observatorio PyMIs (2006), Informe sobre inversión y financiamiento de PyMEs industriales. Disponible en: www.observatoriopyme.org.ar
- Petersen, M, y Rajan, R. (1994). "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *Journal of Finance*, 49(1), 3-37.
- Romano, C., Tanewski, G. y Smyrnios, K. (2000). "Capital Structure Decision Making: A Model For Family Business", *Journal of Business Venturing* 16, 285–310.
- Ross, S.A. (1977). "The Determination of Financial Structure. The Incentive Signaling Approach", *Bell Journal Of Economics*, (8), 23 –40.
- Rotstein, F., Briozzo, A. , Esandi, J. y G. Milanese (2007). "Análisis Descriptivo de la Estructura de Financiamiento de las PyMEs Bahienses". XXVII Jornadas de la Sociedad Argentina de Docentes de Administración Financiera.
- SePyME (2007). "MAPA PyME: Resultados Prueba Piloto Marzo 2007". Consultado el 10/02/2008. Disponible en: <http://www.sepyme.gov.ar/mapa/descargas/Resultados.pdf>
- SePyME (2008). "Total País – Informe de Resultados Onda 002 – Junio 2007. MAPA PyME". Consultado el 15/04/2009. Disponible en:
<http://www.sepyme.gov.ar/web/index.php?pag=81&btn=178&opt=218&PHPSESSID=d6d8315b5f06414beac87eaa85bb7b8>
- Shefrin, H, M.(2001). "Behavioral Corporate Finance" , *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3). Consultado el 5-12-2006, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=288257> o DOI: 10.2139/ssrn.288257
- Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information"; *American Economic Review*, 71 (3), 393 – 409.
- Titman, S. (1984): "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decisions", *Journal of Financial Economics*, 13, 137-151
- Titman S., y R. Wessels (1988). "The determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Vos, E. Jia-Yuh Yeh, A. Carter, S. y Tagg, S. (2007). "The Happy Story of Small Business Financing", *Journal of Banking and Finance*, 31 (9), 2648-2672.
- Zoppa, A., y McMahon, R. (2002), "Pecking Order Theory and the Financial Structure of Manufacturing SME from Australia's Business Longitudinal Survey", The Flinders University of South Australia, School of Commerce, Research Paper Series N° 02-2.