

## LA FORMA LEGAL Y EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES INDUSTRIALES

M. Belén-Guercio<sup>1</sup>, Hernán P Vigier<sup>2</sup> y Anahí E Briozzo<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur, CONICET., 12 de Octubre y San Juan.  
Tfno. +54 291 4595132. guerciomb@gmail.com.

<sup>2</sup> CEDETS Universidad Provincial del Sudoeste . Comisión de Investigaciones Científicas Prov. Bs. As

<sup>3</sup> Departamento de Ciencias de la Administración, Universidad Nacional del Sur (Argentina)

Recibido: 1/ago/2013 - Aceptado: 19/dic/2013 - DOI: <http://dx.doi.org/10.6036/MN6946>

## THE LEGAL FORM AND ACCESS TO FINANCING FOR INDUSTRIAL SMES

### ABSTRACT:

The aim of this paper is to analyze the characteristics of industrial SMEs with different legal forms, and assess whether the legal form affects access to financing. We examine a sample of 658 industrial firms in Argentina. The results of the study show that there are significant differences between firms with different legal forms, and that limited liability firms are more likely to obtain a bank loan. This result is very interesting for companies, for the government, and financial institutions.

Keywords: → SMEs, bank financing, legal form, emerging markets, Argentina.

### RESUMEN:

El objetivo de este trabajo es analizar las características de las PyMEs industriales con distintas formas legales, y evaluar si la forma legal determina el acceso al financiamiento. Para ello se analiza una muestra de 658 empresas industriales argentinas. Los resultados del trabajo muestran que existen diferencias significativas entre las empresas con formas legales diferentes, específicamente, las empresas con responsabilidad limitada presentan una mayor probabilidad de obtener un crédito bancario. Este resultado es sumamente interesante para las empresas, para el gobierno y para las instituciones financieras.

**Palabras clave:** PyMEs, financiamiento bancario, forma legal, mercados emergentes, Argentina.

## 1.- INTRODUCCION

Los determinantes del acceso al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) han sido ampliamente estudiados en la literatura económica. Varios estudios han demostrado que, a diferencia de las grandes empresas, las PyMEs presentan una mayor dificultad para acceder a las distintas fuentes de financiamiento externo, lo cual afecta negativamente al crecimiento de este tipo de empresas ([1-2-3-4-5-6]).

Las corrientes de la literatura que analizan las limitaciones al financiamiento externo que sufren las PyMEs se centran en dos enfoques: el enfoque de la jerarquía financiera ([1-2]) y el enfoque del ciclo de crecimiento financiero ([3]).

El enfoque de la jerarquía financiera afirma que los costes asociados a la información asimétrica entre los inversores y los empresarios PyMEs, tienen una relación significativa con las decisiones de financiamiento, y que estas empresas siguen un orden jerárquico en el momento de financiarse. [1] argumenta que para evitar los problemas de selección adversa, las empresas prefieren financiarse con la reinversión de beneficios. Cuando estos fondos se agotan, la empresa se financiaría con deuda bancaria, y por último con emisión de acciones en el mercado de valores.

Este orden de instrumentos financieros se debe a que, a medida que la empresa transita por su ciclo de negocios, las asimetrías de información disminuyen, y por lo tanto, deberían ser capaces de acceder al financiamiento externo con mejores condiciones, tanto de costes como de plazos.

Por su parte, el enfoque del ciclo de crecimiento financiero afirma que la estructura financiera de la empresa se va modificando con su dimensión y con su edad ([3]). En este sentido, las empresas jóvenes y/o pequeñas son menos transparentes en cuanto a la información financiera, lo cual las lleva a financiarse internamente (familia, amigos, etc.), con créditos comerciales o a través de *business angels*. A medida que la empresa crece, tiene disponible fondos provenientes, primero de las instituciones de capital de riesgo, y luego, del mercado de deuda y/o de la emisión de acciones.

Estas teorías se enmarcan en economías industrializadas, con mercados financieros desarrollados y fuertes entornos institucionales. Sin embargo, las economías emergentes presentan características distintivas que limitan aún más el acceso al financiamiento de las PyMEs ([5-6]). En primer lugar, los mercados capitales están poco desarrollados, lo cual disminuye las posibilidades de que las PyMEs puedan financiarse a través de la emisión de deuda y de acciones<sup>1</sup>. Si bien se ha prestado poca atención en la literatura, la estructura del sistema financiero de un país puede afectar la estructura financiera de las empresas que desarrollan su actividad dentro del país ([7-8]). En segundo lugar, el financiamiento bancario, a pesar de ser la principal fuente de financiamiento externo de las PYMES en general, es insuficiente ([9-10-11]).

En Argentina, la fuente principal de financiamiento externo de las PyMEs es el sector bancario. Sin embargo, esta dependencia del crédito bancario presenta una restricción al crecimiento de las PYMES, dado el bajo porcentaje de fondos que se destinan a tal fin. Varios son los trabajos que muestran las limitaciones que tienen los empresarios PyMEs para acceder al financiamiento en la Argentina ([9-10-11-12-13-14]). Una encuesta realizada en el 2009 por la Fundación Capital afirma que, de 550 PyMEs encuestadas en la Argentina, solo el 33,5% utilizaron financiamiento bancario. Sin embargo, el 80% del financiamiento tuvo como destino gastos corrientes, lo que pone de relieve la escasa disposición de créditos destinados a inversiones<sup>2</sup>. Por otra parte, un estudio realizado por [14] sobre una muestra de PyMEs de Bahía Blanca (Argentina), afirma que aproximadamente en el 51% de las empresas encuestadas, el financiamiento externo supera al interno. Sin embargo, solo el 27,5% de estas empresas utilizan el financiamiento externo para financiar pasivos financieros, y el 72,5% restante lo utilizan para financiar pasivos operativos.

Este trabajo pretende aportar evidencia acerca de la relación entre el acceso al financiamiento de las PyMEs industriales y la forma legal que estas empresas adoptan. Específicamente, la hipótesis de este trabajo es que aquellas formas legales que no restringen la responsabilidad sobre el patrimonio, presentan mayores restricciones al financiamiento externo que aquellas cuya forma legal limita la responsabilidad sobre el patrimonio. Estas restricciones se derivan de las asimetrías de información que se intensifican por la falta de incentivos necesarios a generar información contable y financiera.

Para ello, en primer lugar se analizan las características diferenciales de las PyMEs industriales con distintas formas legales en función de la responsabilidad sobre su patrimonio, es decir, empresas con responsabilidad limitada (ECRL) y empresas sin responsabilidad limitada (ESRL). Luego, se estima un modelo de regresión binaria con el objetivo de analizar los determinantes del acceso al financiamiento de las PyMEs industriales.

<sup>1</sup> En el caso de Argentina, si bien en la bolsa de valores de Buenos Aires existe un segmento para PyMEs, este se encuentra muy poco desarrollado y el número de empresas que emitieron acciones en este mercado es poco representativo de la población de PyMEs en Argentina

<sup>2</sup> Informe especial: Situación actual y perspectivas para 2010 de la inversión y el financiamiento de las PyME industriales. Fundación Observatorio PyME

## 2.- LA RELACIÓN ENTRE EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO Y LA ADOPCIÓN DE LA FORMA JURÍDICA

Si bien existen algunos estudios acerca de los efectos de la elección de la forma jurídica sobre las asimetrías de información, los costes tributarios, y los de gestión, pocos trabajos analizan profundamente los efectos que esta elección puede tener sobre el acceso al financiamiento, y dentro de los mismos, se encuentra evidencia contradictoria.

[15] encuentra que una ECRL tiene más probabilidad de acceder al sistema financiero en comparación con otras formas jurídicas, principalmente porque las instituciones financieras perciben la limitación de la responsabilidad como una señal positiva relacionada con la credibilidad y la formalidad de las operaciones. Este autor afirma que el empresario adopta una determinada forma legal ponderando, por un lado, la credibilidad y la presión impositiva, y por el otro, los costos de auditoría y de publicación de información. [11] encuentran, para una muestra de empresas en la Argentina, una mayor participación de pasivos financieros en aquellas empresas con formas legales con responsabilidad limitada.

Sin embargo, [16] encuentran que son más riesgosas las ECRL que las ESRL para una muestra de empresas alemanas. Estos autores afirman que las primeras presentan una mayor probabilidad de salir del mercado a través de la insolvencia, en cambio, las ESRL tienen una mayor probabilidad de salir a través de la liquidación voluntaria.

El interés de analizar la relación entre el acceso al financiamiento y la forma legal en las economías emergentes radica en que las formas legales sin responsabilidad limitada, como las empresas unipersonales o las sociedades de hecho, son adoptadas frecuentemente por las PyMEs, debido principalmente al ahorro de costos tributarios y de costos de publicación de información. Además, en la Argentina aproximadamente el 40% de las PyMEs tienen formas legales que no limitan la responsabilidad patrimonial [17], lo que aumenta su importancia como objeto de estudio.

En este país, la problemática del acceso al financiamiento externo de las PyMEs se refleja en los datos arrojados por el Observatorio Pyme en el 2011, que muestran que solo el 40% de las PyMEs industriales solicitaron créditos bancarios de mediano y largo plazo, el cual les fue otorgado al 34% de estas empresas [18]. El restante 60% no solicitaron préstamos. Además, de las empresas que no invirtieron en el año 2010, el 30% menciona la no disponibilidad de fondos como motivo principal. Por lo tanto, además del problema de la oferta de fondos, es importante la falta de demanda, ya que la mayoría de las PyMEs no solicitó créditos en el sector financiero<sup>3</sup>.

En relación al sector de actividad, se seleccionan las empresas industriales, en primer lugar, por su importancia dentro del universo PyME, ya que en la Argentina las empresas industriales son el segundo sector en términos de cantidad de locales. Además, el 97% de las empresas industriales son PyMEs y emplean el 49% de los trabajadores en ese sector<sup>4</sup>. En segundo lugar, la disponibilidad de fondos para financiar inversiones que expandan la capacidad productiva o modernicen las instalaciones, es sumamente importante en este sector. Por último, seleccionar empresas industriales permite eliminar el efecto que pueda tener el sector de actividad en el acceso al financiamiento.

Por último, se considera que la forma legal adoptada por la empresa puede ser considerada como una medida (imperfecta) del grado de informalidad [11], ya que las formas legales que no implican responsabilidad patrimonial no están obligadas a llevar registros contables, lo que incentiva a que las actividades que realiza la empresa, o parte de las mismas, se enmarquen dentro de la economía informal. Es necesario remarcar que en el 2008 la dimensión de la economía informal en Argentina como porcentaje del PIB fue del 32,9% ([19]).

<sup>3</sup> [http://www.infoleg.gov.ar/basehome/actos\\_gobierno/actosdegobierno20-7-2009-3.htm](http://www.infoleg.gov.ar/basehome/actos_gobierno/actosdegobierno20-7-2009-3.htm)

<sup>4</sup> Informe Especial: Definiciones de PyME en Argentina y el resto del mundo. Fundación Observatorio Pyme.

### 3.- MATERIALES Y METODOS

En este trabajo se utiliza la base de datos del *World Bank Enterprise Survey* (WBES) que contiene 1054 empresas argentinas para el año 2010. Como el objetivo es analizar las PyMEs industriales, la muestra se reduce a 658 empresas.

En primer lugar se realiza un análisis univariado con el objetivo de analizar si existen diferencias significativas entre las empresas con diferentes formas legales. En segundo lugar, se analiza los determinantes de la obtención de un préstamo bancario, utilizando un modelo Probit binario, que estima la probabilidad de que la empresa tenga un préstamo bancario en función de las variables definidas en la Tabla 1. Un mayor detalle del modelo Probit se encuentra en [20].

Las principales variables estudiadas, resultantes del objetivo de este trabajo y de la disponibilidad de datos de la encuesta utilizada, se dividen en tres grupos: características de la empresa, características del gerente y variables financieras. La descripción de las mismas se presenta en la tabla 1, en la cual además de la definición, se exponen las relaciones esperadas con la variable dependiente.

Variable	Definición	Efecto esperado con la variable dependiente:
<i>Variable dependiente</i>		
préstamo	Variable binaria que toma valor 1 si la empresa tiene préstamos bancarios y 0 si la empresa no tiene préstamos	
<i>Variables de control: características de la empresa</i>		
limita	Variable binaria que toma valor 1 para ECRL y 0 para las ESRL	+
antigüedad	Variable cuantitativa que mide la edad de la empresa hasta el año 2010	+
empl_fliar	Variáble binaria que toma valor 1 si la empresa tiene más del 20% de los empleados que son familia del fundador y 0 si tiene menos del 20%. Esta variable se puede considerar como una proxy de una empresa familiar.	-
exporta	Variable binaria que toma valor 1 si la empresa exporta su producción y 0 si no exporta	+
<i>Variables de control: características del gerente</i>		
manager_mujer	Variable binaria que toma valor 1 si la gerente de la empresa es mujer y 0 si el gerente es hombre	-
experiencia	Variable cuantitativa que indica los años de experiencia del gerente en el sector.	-
<i>Variables de control: variables financieras</i>		
prov	Variable cuantitativa que mide el porcentaje de compras que se financian con proveedores	+
giro	Variable binaria que toma valor 1 si la empresa tiene la posibilidad de realizar giro en descubierto y 0 si la empresa no tiene esta alternativa	+

Tabla 1. Descripción de las variables

El análisis univariado pretende determinar si existen diferencias significativas entre las ESRL y las ECRL. Para ello, se divide la muestra en dos grupos: ECRL y ESRL y se define la variable binaria *limita*, que toma valor 1 para ECRL y 0 para las ESRL. A partir de aquí, se realizan test de comparación de medias entre las empresas con y sin responsabilidad limitada, empleando el t de student y el test

Pearson Chi2. El t-student permite realizar contraste de medias cuando la población se divide en dos grupos. El test Pearson chi2 analiza la independencia de dos variables categóricas, en este sentido, se plantea la hipótesis nula de que la media del porcentaje de una de las variables cualitativas es igual para las categorías de la variable dependiente, es decir, para la variable *limita*.

### 3.- RESULTADOS

La Tabla 2 muestra, en primer lugar, la caracterización de la muestra, y luego, el análisis univariado con el objetivo de detectar si existen diferencias significativas en la media de las variables bajo estudio, en relación a la forma legal adoptada. Se observa que el 86% de las empresas que se encuentran en la muestra pertenecen al grupo de ECRL y el 14% al grupo de ESRL. En la muestra, las empresas tienen una antigüedad promedio de 27 años, el 17% de PyMEs industriales tiene más del 20% de empleados que son familia del fundador y el 8,1% de las empresas exporta parte o toda su producción. En relación al gerente, 6,1% de las PyMEs industriales están gestionadas por mujeres, y la experiencia promedio del gerente en el sector es de 25 años. En cuanto al financiamiento, el 52% de las PyMEs industriales tiene préstamos bancarios, y en promedio, el 76% tiene la posibilidad de girar en descubierto, y las empresas financian el 59% de sus compras con los proveedores.

Variables	Total empresas	de	ECRL 86%	ESRL 14%	p-value
Características de la empresa	<i>antigüedad</i>	<b>27 años</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>0.0161**</b>
	<i>empl_fliar</i>	17%	16%	22%	0.5019
	<i>exporta</i>	<b>8,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0.0000***</b>
Características del gerentes	<i>manager_mujer</i>	6.1%	5.7%	9%	0.5539
	<i>experiencia</i>	25 años	26	25	0.2866
Variables financieras	<i>prov</i>	<b>59%</b>	<b>60%</b>	<b>53%</b>	<b>0.000***</b>
	<i>giro</i>	<b>76%</b>	<b>81%</b>	<b>51%</b>	<b>0.0010***</b>
	<i>préstamo</i>	52%	55%	37%	0.1067

Fuente: Elaboración propia

Tabla 2. Diferencias de medias en relación a la forma legal

Al analizar las empresas separándolas por su forma legal, se observa que existen diferencias significativas entre el grupo de ECRL y ESRL en relación a la antigüedad, las exportaciones y el financiamiento con proveedores y giro bancario. Se observa que entre las variables que muestran las características de la empresa, al contrario de lo previsto, las ESRL son en promedio, más antiguas que las ECRL. Sin embargo, cuando observamos el desvío estándar, las ESRL tienen una mayor variabilidad que las ECRL, lo cual explica que el test de diferencia de medias resulte significativo con un 95% de confianza.

En relación a las exportaciones, se observan diferencias significativas ya que las ESRL que exportan parte o toda su producción representa solo el 1,1% de las mismas, siendo este porcentaje del 9.2% en el caso de las ECRL.

En las variables que consideran las características del gerente y si la empresa es familiar o no, no se encuentran diferencias significativas en relación a la forma legal. Sin embargo, se observa que en las ESRL hay mayor participación en la gerencia de mujeres que en las ECRL.

En relación a la capacidad de obtener créditos con proveedores, característica representada por la variable *prov*, el análisis univariado indica que las ECRL financian el 60% de sus compras con proveedores, siendo este porcentaje significativamente más pequeño, un 53% para el caso de las ESRL. En relación al financiamiento bancario a corto plazo, representado por la variable *giro*, el 81% de las ECRL realiza

operaciones de giro en descubierto con los bancos. En el caso de las ESRL, este porcentaje es más pequeño, representado solo el 51%. Dicha diferencia resulta significativa.

En cuanto a la obtención de préstamos bancarios, se observa que el 55% de las ECRL tienen financiamiento bancario, porcentaje muy superior al 37% de las ESRL. A pesar de que no resulta significativa la distinción entre ECRL y ESRL en cuanto al préstamo bancario, se observa una diferencia importante y el p-value se encuentra cercano al nivel de significatividad (10%).

Para analizar si la formal legal se puede considerar un determinante al acceso en el financiamiento, se estima un modelo Probit binario cuya variable dependiente, *préstamo*, indica si la empresa tiene préstamos bancarios o no. Los resultados de la estimación se presentan en la Tabla 3, en la cual se muestra los efectos marginales que representan el cambio en la probabilidad de la variable dependiente con el resto de las variables en sus valores medios, y el p-value para determinar la significatividad de los resultados. Un mayor detalle de este método estadístico se presenta en [21].

Variable dependiente: <i>préstamo</i>		
Variables independientes	Coeficiente	p-value
<b><i>limita</i></b>	<b>0.128</b>	<b>0.054*</b>
<i>antigüedad</i>	0.001	0.144
<b><i>empl_filiar</i></b>	<b>-0.136</b>	<b>0.011**</b>
<b><i>exporta</i></b>	<b>0.1321</b>	<b>0.002***</b>
<b><i>manager_mujer</i></b>	<b>-0.2027</b>	<b>0.01**</b>
<b><i>experiencia</i></b>	<b>-0.0045</b>	<b>0.006***</b>
<b><i>prov</i></b>	<b>0.0021</b>	<b>0.001***</b>

Observaciones: Para medir el grado de significatividad, se utiliza (\*) para un nivel de confianza del 90% (\*\*) para un nivel de confianza de 95% y (\*\*\*)) para un 99% de confianza

Fuente: Elaboración propia

Tabla 3. Efectos marginales de la estimación del modelo Probit

La estimación muestra que las variables: *limita*, *empl\_filiar*, *exporta*, *manager\_mujer*, *experiencia* y *prov*, resultan significativas para explicar la probabilidad de tener un préstamo<sup>5</sup>. Coinciendo con los resultados de [15-17] el coeficiente de la variable *limita* indica que las ECRL tienen una probabilidad mayor de tener un préstamo bancario, específicamente, un 12.8%. Si la empresa tiene más del 20% de empleados que son familia del fundador, la probabilidad de tener un préstamo disminuye en un 13.7%, lo cual coincide con los resultados de [22], entre otros, quien afirma que las empresas familiares están menos endeudadas porque son más adversas al riesgo que las empresas no familiares. El hecho de que la empresa exporte parte o toda su producción aumenta la probabilidad de obtener un préstamo un 13.2%. Al igual que [23-24], entre otros, el género del gerente es una variable significativa. En este caso que el gerente sea mujer disminuye un 20.3% la probabilidad de tener un préstamo.

La variable *experiencia* se puede considerar como una variable proxy de la edad del gerente, en este sentido, la edad del empresario, aumenta la aversión al riesgo, y disminuye la probabilidad de tener un préstamo. El efecto marginal indica que un aumento del 100% en la edad del gerente, disminuye en un 0,04% la probabilidad de tener un préstamo.

Por último, el financiamiento con proveedores, *prov*, resulta significativo y con el signo esperado. El efecto marginal indica que un aumento del 100% en el financiamiento con proveedores, aumenta en un 0,02% la probabilidad de tener un préstamo.

Por su parte, si bien la variables *antigüedad* tiene el signo esperado, no resultan significativas para explicar la probabilidad de tener un préstamo bancario.

Para determinar si el modelo está bien especificado, en la Tabla 4 se muestran los resultados de test de Wald, el pseudo R2, el ratio de verosimilitud (likelihood ratio index), el teste de Hosmer-Lemeshow, y el

<sup>5</sup> La variable giro no se incluye dentro del modelo dado su elevado correlación con la variable préstamo.

Factor de Inflación de Varianza (VIF). Los resultados permiten firmar que el modelo está bien especificado.

<i>Test estadístico</i>	<i>Hipótesis</i>	<i>Resultados</i>	<i>Conclusiones</i>
Tes de Wald	$H_0$ : Los coeficientes de las variables independientes son conjuntamente iguales a 0	chi2( 7) = 40.77 Prob > chi2 = 0.0000	Rechazo $H_0$
Pseudo R2		Adj Count R2: 0.159	
Likelihood ratio index	$H_0$ : Con el intercepto el modelo está mejor especificado que con la inclusión de las variables independientes.	Log-Lik Intercept Only:-438.798 Log-Lik Full Model: -418.469 Prob > LR: 0.000	Rechazo $H_0$
Hosmer-Lemeshow test	$H_0$ : el modelo está correctamente especificado	Hosmer-Lemeshow chi2(3) = 4.05 Prob > chi2 = 0.2564	No rechazo $H_0$
Factor de inflación de varianza (VIF)	VIF > 10: existe multicolinealidad entre las variables	Mean VIF= 3.1	No existe multicolinealidad

Tabla 4. Tests de especificación del modelo

#### 4.- CONCLUSIONES

Los principales resultados de este trabajo se centran en dos ejes. En primer lugar, se observa que las empresas con y sin responsabilidad limitada sobre su patrimonio son diferentes en relación a las características propias de la empresa y en relación a las variables financieras. En segundo lugar, las empresas con formas legales que implican responsabilidad limitada sobre su patrimonio tienen una mayor probabilidad de acceder al crédito bancario.

Estos resultados nos permiten obtener conclusiones desde varias perspectivas. Desde el punto de vista de las PyMEs industriales, los resultados aportan al empresario PyME una herramienta adicional para la toma de decisiones a la hora de adoptar una determinada forma legal, además de remarcar la utilidad de la publicación de información contable. En este sentido, la adopción de una forma legal que reduzca las asimetrías de información, mejorará el acceso al financiamiento de las PyMEs y permitirá resolver, en parte, los problemas relacionados con la falta de inversiones de los pequeños y medianos empresarios en este sector.

Desde el punto de vista del Estado, los resultados de este trabajo permiten sentar una base para el diseño de políticas que incentiven la adopción de formas legales que impliquen la publicación de los estados financieros, y con ello, la disminución de la economía informal. Además, el estudio de las características diferenciales de las PyMEs en relación a su forma legal, es de suma importancia para que el Estado diseñe políticas de promoción de inversiones y de capacitación empresarial, que tengan en cuenta las características diferenciales de las formas de organización legal de las empresas.

Desde el punto de vista de las instituciones financieras, la adopción de formas legales que impliquen mayor información permite que los analistas de las mismas tengan una imagen fiel del desempeño y la capacidad financiera de las empresas, lo cual les permite llevar a cabo un análisis de riesgo más acertado a la hora de tomar la decisión de financiar a una determinada empresa.

#### AGRADECIMIENTOS

Esta investigación forma parte del Proyecto Grupo de Investigación: “Análisis de los incentivos tributarios, económicos y financieros relacionados con la forma de organización jurídica que adoptan las PyMEs argentinas”, financiado por Secretaría de Ciencia y Tecnología de la República Argentina y del PICT-2012-0990 financiado por el FONCYT.

## BIBLIOGRAFÍA

- [1] Myers. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. 1984. Nro. 39, Vol. 3, p. 575-592.
- [2] Myers, S.; Majluf, N. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984. Nro. 13, p. 187-221, 1984.
- [3] Berger, A.N.; Udell, G.F. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*. 1998. Nro 22, p. 613-673.
- [4] Schiffer, M. ; Weder, B. Firm Size and the Business Environment: Worldwide Survey Results. 2001. International Finance Corporation Discussion Paper 43.
- [5] Beck, T. ; Demirguc-Kunt, A.; Maksimovic, V. Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?. *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60, p. 137-177
- [6] Beck, T. ; Demirguc-Kunt, A. Small and Medium-Size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint. *Journal of Banking and Finance*. 2006. Vol. 30, p. 2931-2943.
- [7] Revest, V.; Sapiro, S. (2011). An Essay on the Emergence, Organization and Performance of Financial Markets: the case of the Alternative Investment Market. LEM Papers Series 2011/15, Laboratory of Economics and Management (LEM), Sant'Anna School of Advanced Studies, Pisa, Italy
- [8] Terceño, A.; Guercio, M.B. El crecimiento económico y el desarrollo del sistema financiero. Un análisis comparativo. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*. 2011. Vol. 17, Nro. 2, pp. 33- 46. ISSN: 1135-2523. <http://www.aedem-virtual.com/archivos/iedee/indiceiedee.htm>.
- [9] Beck, T.; Demirguc-Kunt, A.; Martinez-Peria, M.S. Barriers to SME Lending around the World. *World Bank*. 2007.
- [10] Briozzo, A.; Vigier, H. Rethinking SME's Financing Decisions: A Demand-side Approach. 2007. XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP).
- [11] Briozzo, A.; Vigier, H. A Demand-side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina. *Journal of Business and Entrepreneurship*. 2009. Vol. 21, 30-56.
- [12] Bebczuk, R.; Haimovich, F. MDGs and Microcredit: An Empirical Evaluation for Latin American Countries. 2007. CEDLAS, Working Papers 0048, CEDLAS, Universidad Nacional de La Plata.
- [13] Bebczuk, R. Acceso al financiamiento de las PYMES en Argentina: Estado de situación y propuestas de política. 2010, CEDLAS, Working Papers 0104, CEDLAS, Universidad Nacional de La Plata.
- [14] Briozzo, A.; Vigier, H.; Pesce, G. y Speroni, C. Incidencia de la forma de organización legal en la diferenciación entre PyME. El caso de Bahía Blanca. 2010. XV Reunión Anual de la Red Pymes Del Mercosur
- [15] Storey, D. "The role of legal status in influencing bank financing and new firm growth". *Applied Economics*. 1994. Vol. 26, p.129-136. <http://dx.doi.org/10.1080/00036849400000068>
- [16] Harhoff, D.; Stahl, K.; Woywode, M. Legal form growth and exit of West German firms empirical results for manufacturing, construction, trade and service industries. *The Journal of Industrial Organization*. 1998. Vol 46, p. 453-488.
- [17] Borello, J.A. "PyMEs en la Argentina: Geografía y Políticas". *Estudios Socioterritoriales. Revista de Geografía*. Jul-dic 2012. Nro. 12, p.123-158
- [18] Fundación Observatorio Pyme. Informe estructural 2010-2011. Evolución reciente, situación actual y desafíos para 2012. 2011. Fundación Observatorio Pyme.
- [19] Vuletin, G- J. "Measuring the Informal Economy in Latin America and the Caribbean". Working Paper No. 08/102, 2008.
- [20] Cameron, A.C.; Trivedi, P.K. *Microeconometrics: methods and applications*. New York: Cambridge University Press, 2009. p. 445. ISBN: 1978-1-59718-048-1
- [21] Long J S. *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables*. SAGE Publications. 1997. ISBN-13: 978-0-8039-7374-9
- [22] Gallo, M.A.; Tàpies, J.; Cappuyns, K. "Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences". *Family Business Review*. 2004. Vol. 17-4. p. 303-318. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00020>.
- [23] Fay, M.; Williams, L. (1993). "Gender bias and the availability of business loans". *Journal of Business Venturing*. 1993. Vol. 8-4. p. 363-376. [http://dx.doi.org/10.1016/0883-9026\(93\)90005-P](http://dx.doi.org/10.1016/0883-9026(93)90005-P)
- [24] Muravyeva, A.; Talaverad, O.; Schäferf, D. "Entrepreneurs' gender and financial constraints: Evidence from international data". *Journal of Comparative Economics*. 2009. Vol. 37. p. 270-286. DOI <http://dx.doi.org/10.1016/j.jce.2008.12.001>