

LOS EFECTOS DE LAS RESTRICCIONES BANCARIAS SOBRE EL USO DE  
FINANCIAMIENTO ALTERNATIVO

*THE EFFECTS OF BANK CONSTRAINTS ON ALTERNATIVE FINANCE*

*Guercio, M. Belén*

Universidad Nacional del Sur  
Universidad Provincial del Sudoeste<sup>1</sup>  
mbguercio@iieess-conicet.gov.ar

Recibido: marzo 2020; aceptado: septiembre 2020

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar si las PyMEs que enfrentan restricciones para acceder al crédito bancario, utilizan financiamiento alternativo. Para ello se utilizó la WBES (World Bank Enterprise Survey) para 2330 empresas de siete países latinoamericanos en el año 2017. Se estimó un modelo Logit Binario. Los resultados muestran que la utilización de financiamiento alternativo aumenta cuando las empresas tienen limitaciones de oferta para acceder al crédito bancario. En cambio, cuando las restricciones provienen del lado de la demanda, los resultados difieren. La principal contribución de este trabajo es evaluar la problemática del acceso al financiamiento de las PyMEs desde una perspectiva diferente, analizando las limitaciones en función de la utilización de financiamiento alternativo, e incorporando instrumentos novedosos, como los préstamos personales, cuyo tratamiento en la literatura es escaso.

*Palabras clave:* PyMEs, mercados emergentes, préstamos informales, intermediarios financieros, préstamos personales.

1 Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (IIESS) CONICET.

## ABSTRACT

The objective of this paper is to analyze bank lending constrained SMEs are more likely to use alternative financing. For this purpose, the WBES was used, which contains almost 2330 companies in seven Latin American countries for 2017. A Binary Logit model was estimated. The results show that the use of alternative financing increases when firms have supply constraints to access bank credit. In contrast, when the restrictions come from the demand side, the results differ. The main contribution of this work is to evaluate the problem of access to financing for SMEs from a different perspective, analysing the constraints on the use of alternative financing and incorporating innovative instruments, such as personal loans, which are rarely discussed in the literature.

*Keywords:* SMEs, emerging markets, informal loan, financial intermediation, personal loan.

*JEL Classification/ Clasificación JEL:* G14, G21, G32, O54.

## 1. INTRODUCCIÓN

Las restricciones al financiamiento de las PyMEs es un tema extensamente estudiado en la literatura. Dichas restricciones tienen un impacto directo sobre el normal funcionamiento de las empresas, la productividad y el crecimiento de toda la economía. Varios autores afirman que un mercado financiero con acceso al crédito a todos los actores de la economía impacta positivamente sobre el crecimiento económico (Beck, Buyukkarabacak, Rioja y Valev, 2012), y ayuda a reducir las desigualdades en la distribución del ingreso (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2007).

En este contexto, el objetivo de este trabajo es evaluar si las empresas restringidas al financiamiento bancario, tanto por cuestiones de oferta como de demanda, recurren a otro tipo de financiamiento que denominamos alternativo. Dentro de las fuentes alternativas de financiamiento se encuentran: las fuentes informales de financiamiento, como prestamistas privados, amigos, conocidos o, las instituciones financieras no bancarias (IFNB), como instituciones microfinancieras, cooperativas de crédito, uniones de crédito u otras compañías financieras, e incorporamos los préstamos personales que tienen como destino el financiamiento de actividades de la empresa.

Los resultados muestran que la probabilidad de utilizar financiamiento alternativo aumenta cuando las empresas tienen restricciones del lado de la oferta, es decir, para aquellas empresas que solicitaron financiamiento y no lo consiguieron o empresas rechazadas. Para aquellas empresas que no solicitaron créditos bancarios a pesar de explicitar su deseo de acceder a dicho financiamiento, que en este trabajo llamamos desalentadas, los resultados dependen del tipo de financiamiento alternativo utilizado. La probabilidad de financiarse a través de prestamistas privados aumenta si la empresa pertenece al grupo de las desalentadas. En cambio, la probabilidad de utilizar financiamiento de IFNB disminuye para este grupo de empresas. No se encuentra relación entre las empresas desalentadas y la utilización de préstamos personales.

Dichos resultados tienen diversas implicancias. En relación a las empresas rechazadas, parecería que las mismas no pierden las oportunidades de inversión, ya que sustituyen la falta de acceso al crédito bancario principalmente con préstamos personales y financiamiento de prestamistas privados. Sin embargo, dichos instrumentos presentan desventajas en cuanto a los préstamos bancarios con fines empresariales.

En el caso de los préstamos personales se incorporan a la empresa con la forma de aportes de capital, lo que no permite detectarlos en la estructura de capital de la empresa. La diferencia con los aportes de capital es que el riesgo lo asume el propietario con sus bienes personales. Además, el empleo de préstamos personales con fines empresariales puede presentar problemas de subinversión, ya sea por los elevados costos o por escasez de fondos acordes al destino de inversión.

En el caso de los prestamistas privados, la problemática cambia dependiendo del origen de dichos fondos. La encuesta define esta fuente como: fondos provenientes de prestamistas particulares, amigos y familiares. El inconveniente de financiarse con prestamistas privados es que, en general, son préstamos informales, que tienen elevados costos debido a la compensación del riesgo que afronta el prestatario, ya que en general, dichos fondos se ofrecen sin exigencias de información contable. Los prestamistas compensan el riesgo de crédito con las elevadas tasas de interés. En cambio, la desventaja del financiamiento de familiares y amigos, proviene de la falta de continuidad de dicha fuente, y de la escasez de fondos que la empresa pueda necesitar a medida que crece.

Las contribuciones de este trabajo son diversas. En primer lugar, se analiza el problema del acceso al financiamiento bancario desde una perspectiva poco estudiada, la posibilidad de sustitución del crédito bancario por fuentes alternativas de financiamiento. En segundo lugar, se estudian países latinoamericanos, donde los problemas de acceso al financiamiento son mucho más profundos que en otras economías emergentes. Ketterer, Calatayud, Prats Cabrera, Tamayo (2017), encuentran que América Latina es una de las regiones con un nivel promedio de acceso al financiamiento, por debajo de otras regiones como Asia, u otros países emergentes.

Por último, se presentan resultados sumamente interesantes para los policymakers, ya que, además de vislumbrar la problemática de la demanda insatisfecha de financiamiento bancario, se muestra cómo las empresas alcanzan a cubrir sus necesidades financieras o, por el contrario, quedan excluidas definitivamente del mercado, sin posibilidades de realizar inversiones para su empresa.

La estructura del trabajo es la siguiente. En la segunda sección se presenta el marco teórico y en la tercera sección se realiza una discusión del concepto de empresa restringida al crédito. En la cuarta sección se describen los datos, las hipótesis y la metodología. En la quinta, se presentan los resultados y, por último, las conclusiones y bibliografía.

## 2. LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS PYMES

Dentro de las teorías que explican las restricciones financieras de las PyMEs se encuentran la Teoría de Orden Jerárquico o Pecking Order (Myers,



1984; Myers y Majluf, 1984) y el enfoque del ciclo de crecimiento de Berger y Udell (1998), entre otras.

Las asimetrías de información entre prestamistas y prestatarios modelizadas por Stiglitz y Weiss (1981) dan origen a la Hipótesis de Jerarquía Financiera en la elección de las fuentes de financiamiento que conforma la estructura de capital. Myers (1984), argumenta que para evitar los problemas de selección adversa, las empresas prefieren financiarse con la reinversión de utilidades. Cuando estos fondos se agotan, las empresas se financian con deuda bancaria, y por último, con ampliación de capital en el mercado de valores. A medida que la empresa va transitando su ciclo de negocio, mejora el acceso a fuentes financieras con mejores condiciones de plazo y costos.

Berger y Udell (1998) afirman que las decisiones de financiamiento se explican a través de la Teoría del Ciclo Financiero de la Empresa. Dicha teoría predice que las fuentes de financiamiento evolucionan con el ciclo de vida de la empresa. De esta forma, cuando las empresas son jóvenes y/o pequeñas, son menos transparentes en cuanto a la información financiera, lo cual las lleva a financiarse con fuentes internas (propias, familia y amigos), con créditos comerciales o a través de ángeles de negocios. Cuando la empresa comienza a crecer, puede acceder a diferentes fuentes externas. En primer lugar, a las provenientes de las instituciones de capital de riesgo y luego, al mercado de capitales.

Diversos trabajos han aportado evidencia empírica acerca del cumplimiento de las teorías planteadas anteriormente, es decir, cómo las características tanto de la empresa, del entorno y del empresario, se encuentran relacionadas con las restricciones al financiamiento externo. Sin embargo, dichas teorías se centran en países desarrollados, con fuertes entornos institucionales, mercados financieros dinámicos y diversificados. En la mayoría de las economías emergentes, la estabilidad económica del entramado productivo y del sector financiero, es débil. No solo por las crisis propias de estos países, sino por el efecto contagio de las crisis exportadas de las economías desarrolladas (Machinea, 2009; De Gregorio, 2011; Bajo-Rubio, y Berke, 2018). Estas características, además de crear entornos menos estables para el desarrollo de la actividad económica de las PyMEs, brindan menores alternativas para que estas empresas accedan a fuentes externas de financiamiento. Por ello, a continuación, se presentan los resultados de trabajos empíricos para PyMEs de mercados emergentes.

Galindo y Schiantarelli (2002), para un conjunto de empresas latinoamericanas, encuentran que las empresas con capitales extranjeros o pertenecientes a un holding de empresas, tienen menos restricciones financieras que las aquellas de capital local. Presbitero y Rabbellotti (2016) encuentran que las PyMEs solicitan menos financiamiento que las empresas más grandes y productivas.

Makler, Ness y Tschögl (2013), muestran que las empresas pequeñas, jóvenes, atrasadas tecnológicamente y peor localizadas, tienen mayores problemas para acceder al financiamiento externo. Guercio, Martínez

y Bariviera (2019), encuentran que las empresas pequeñas e innovadoras solicitan más financiamiento, pero acceden en menor medida.

Vera-Colina, Melgarejo-Molina y Mora-Riapira, (2014) encuentran que las PyMEs se financian principalmente con recursos propios, en menor medida con pasivos a corto plazo y baja proporción con pasivos a largo plazo. Guercio, Briozzo y Vigier, (2014) Briozzo, Vigier y Martínez (2016), encuentran que la edad, tamaño, forma legal y las características de los empresarios están relacionadas con el comportamiento financiero de las PyMEs.

Por su parte, Briozzo y Vigier (2009) encuentran que la aversión al riesgo se relaciona positivamente con la edad del propietario-gerente y la experiencia acerca del propio endeudamiento, y dicha aversión provoca que se priorice las fuentes internas. Este enfoque es importante para las economías emergentes, principalmente las latinoamericanas, dados los diversos episodios de crisis e incertidumbre en el mercado que acompañan la historia de estas economías.

A partir de la evidencia empírica presentada en economías emergentes, se observa que la falta de financiamiento está relacionada con las características que mencionan las teorías tradicionales, a la vez que incorporan otro tipo de variables como la aversión al riesgo, la participación de capitales extranjeros, etc.

Este trabajo pretende ampliar los resultados de los trabajos empíricos anteriores ya que indaga sobre cómo la incapacidad de la empresa para obtener recursos financieros en el sector bancario, induce a la utilización de otro tipo de financiamiento, como fuentes informales o créditos personales con fines empresariales o financiamiento de instituciones no bancarias.

Casey y O'Toole (2014) abordan la problemática de acceso al financiamiento bancario y el uso de fuentes alternativas para PyMEs europeas, y encuentran que las empresas rechazadas por el sector bancario tienen una mayor probabilidad de usar préstamos informales, de otras empresas y créditos comerciales. Briozzo y Vigier (2014) encuentran una relación negativa entre el uso de préstamos personales y la antigüedad de la empresa, la edad del propietario y costos de quiebra, y una relación positiva con las expectativas de crecimiento.

### 3. EL CONCEPTO DE EMPRESA RESTRINGIDA AL CRÉDITO BANCARIO

Si bien en la literatura económica una empresa restringida al crédito bancario es aquella que tiene dificultades para acceder al crédito, la forma de operacionalizar dicho concepto no es estándar y depende en algunas oportunidades, del origen de los datos. Una primera distinción se puede realizar entre autores que analizan las restricciones a partir del rechazo de la solicitud, es decir, restricciones del lado de la oferta (Freel, 2007; Casey y O'Toole, 2014; Drakos y Giannakopoulos, 2017), y otros autores analizan ambos lados del mercado (Kon y Storey 2003; Krasniqi, 2010; Kuntchev, et al 2012, Mina, Lahr y Hughes, 2013; Cole y Sokolyk, 2016). Esta última vertiente

de trabajos surge a partir de la evidencia empírica en relación a dos cuestiones. En primer lugar, la proporción de PyMEs que solicita financiamiento externo es relativamente pequeña en relación al universo total, es decir, se observa una escasa demanda. En segundo lugar, la proporción de empresas que acceden al financiamiento en relación a las empresas que solicitaron el mismo, es relativamente elevada, lo que indica, sin dejar de lado el problema, que la empresa que cumple su solicitud, tiene altas probabilidades de acceder. Por ello, en este trabajo, se pretende analizar las limitaciones que encuentran las empresas tanto del lado de la oferta, como del lado de la demanda.

Desde el lado de la oferta, la medida clásica que muestra las restricciones al crédito es el rechazo de la solicitud realizada (Freel, 2007). Desde el lado de la demanda, los autores analizan aquellas empresas que deciden no solicitar financiamiento, considerando que la decisión de no solicitar, indica implícitamente las limitaciones para obtener recursos externos (Kon y Storey 2003; Krasniqi, 2010; Kuntchev, et al, 2012; Mina et al, 2013; Cole y Sokolyk, 2016).

Entre los autores que analizan la problemática desde ambos lados del mercado Bebczuk (2010) afirma que una empresa tiene una restricción crediticia si, además de tener una solicitud de crédito rechazada, cuenta con proyectos rentables, capacidad de pago y no cuenta con fondos propios para hacer frente a dichos proyectos. Este autor considera que no solo la restricción crediticia se puede analizar como un problema de oferta, sino que existen condicionantes del lado de la demanda.

Cole y Sokolyk (2016), incorporan la necesidad de financiamiento externo, distinguiendo entre las empresas que necesitan fondos externos de las que no. Dentro de las empresas que necesitan financiamiento externo, divide las empresas entre las que solicitaron y las que no lo hicieron. Dentro de las empresas que lo solicitaron, las restringidas son aquellas que no accedieron a dicho financiamiento. Entre las empresas que no solicitaron, se distinguen aquellas que no lo hicieron porque tienen suficientes recursos internos para llevar adelante su actividad, y aquellas empresas que no solicitaron porque consideran que las condiciones de oferta no se adaptan a sus necesidades de inversión (tasa de interés, monto del préstamo, garantía), complejidad en el proceso de solicitud, y las empresas que no solicitaron porque suponen que no serán declaradas sujeto de crédito, lo que algunos autores llaman desalentadas (Kon y Storey, 2003). En este trabajo, seguimos la conceptualización de Cole y Sokolyk (2016).

#### 4. DATOS, HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA

##### 4.1. DESCRIPCIÓN DE LOS DATOS

Los datos utilizados surgen del relevamiento realizado por el Banco Mundial, (World Bank Enterprise Survey, WBES). Para este trabajo se

seleccionan los datos de los países latinoamericanos publicados el año 2017. Dicho relevamiento contiene datos para 3.936 PyMEs de Argentina, Bolivia, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay, de las cuales se pudieron utilizar 2330, debido a los datos faltantes para todas las variables de la muestra. La elección de los países corresponde a la disponibilidad de información de los países de Latinoamérica más representativos (no hay datos para Chile y Brasil para este año).

En función a la información presentada por la encuesta, se seleccionan tres fuentes de financiamiento alternativo que serán las variables dependientes del modelo: préstamos personales utilizados con fines empresariales<sup>2</sup> (p\_personal), financiamiento de prestamistas privados (p\_priv), como prestamistas individuales, conocidos, familiares, etc., y préstamos de instituciones financieras no bancarias (p\_ifnb). La Tabla 1 muestra la descripción de las variables en función a la descripción metodológica de la base de datos.

TABLA 1. DEFINICIÓN LAS VARIABLES DEPENDIENTES

Etiqueta	Definición
p_personal	Variable categórica que toma valor 1 si usó préstamos personales con fines empresariales, 0 si no utiliza este tipo de financiamiento.
p_priv	Variable categórica que toma valor 1 si usa financiamiento de prestamistas privados, familiares, amigos, conocidos, 0 si no utiliza este tipo de financiamiento.
p_ifnb	Variable categórica que toma valor 1 si usa financiamiento de IFNB, 0 si no utiliza este tipo de financiamiento.

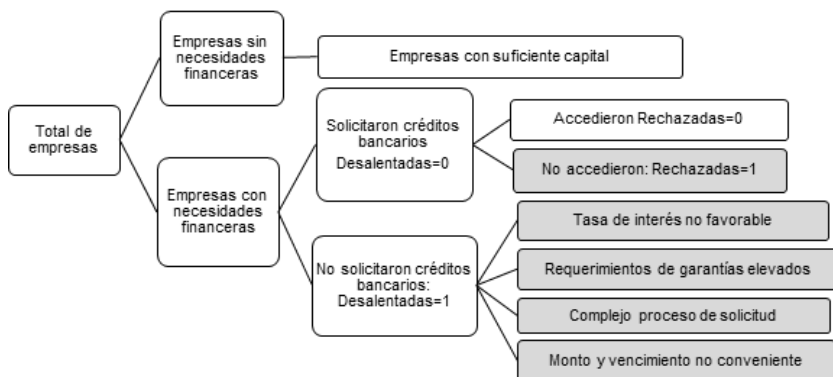
Fuente: elaboración propia.

Para definir las variables objetivo, en primer lugar, se presenta el Gráfico 1. Siguiendo a Cole y Sokolyk (2016), se dividen las empresas entre las que muestran necesidades financieras, de las que no. Las empresas que muestran necesidades financieras, se dividen en las que solicitaron créditos y las que no solicitaron. Definimos a una empresa rechazada si, habiendo solicitado créditos bancarios, no accedió a dicho financiamiento, tanto en parte, como en la totalidad del monto solicitado. Por otro lado, definimos a las empresas desalentadas como aquellas que no solicitaron una línea de crédito, pero que tienen necesidades financieras insatisfechas, ya que las razones de no solicitar son diferentes a tener financiamiento disponible. Entre las razones se encuentran: las elevadas tasas de interés, el bajo monto del préstamo y el corto plazo de devolución, los elevados requerimientos de garantía y la complejidad en el proceso de solicitud.

2 Un préstamo personal se define como aquel préstamo que el propietario de la empresa ha tomado en su nombre, pero que lo utiliza para financiar el negocio. Esto no incluye los préstamos otorgados al establecimiento donde el propietario es signatario en nombre del establecimiento.



GRÁFICO 1. CONSTRUCCIÓN DE LAS VARIABLES QUE DISTINGUEN LAS EMPRESAS RESTRINGIDAS AL CRÉDITO BANCARIO DE LAS NO RESTRINGIDAS



Fuente: elaboración propia en base a la definición de Cole y Sokolyk (2016).

A partir del gráfico anterior, en la Tabla 2 se operacionaliza el concepto de empresa restringida al crédito bancario.

TABLA 2. DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES OBJETIVO

Etiqueta	Definición
Rechazada	Variable categórica que toma valor 1 si la empresa tiene necesidades financieras, solicitó una préstamo o línea de crédito, y su solicitud fue rechazada, 0 si solicitó y accedió al financiamiento solicitado
Desalentada	Variable categórica que toma valor 1 si la empresa tiene necesidades financieras, pero no solicita porque las condiciones del préstamo no se adaptan a sus necesidades, 0 si solicitó un préstamo o una línea de crédito.

Fuente: elaboración propia.

En la Tabla 3 se presentan las variables control, tamaño de la empresa, antigüedad, si es exportadora, si creció en los últimos tres años, tipo de propiedad, si es auditada y el género del gerente. Como se mencionó en la sección 2, varios trabajos afirman que el tamaño, la antigüedad de la empresa, el hecho ser exportadora, el sector de actividad, entre otras variables, se encuentran relacionadas con el acceso al financiamiento externo. Además, se incluye el país de residencia de la empresa para controlar por las características propias de cada país.

TABLA 3. VARIABLES CONTROL

Etiqueta	Definición
tamaño	Variable cuantitativa que indica el n°. de trabajadores en planta permanente
antig	Variable cuantitativa que indica la cantidad de años desde que el establecimiento comenzó la actividad
exp	Variable categórica que toma valor 1 si la empresa exporta bienes o servicios, 0 si no exporta
crecimiento	Variable categórica que toma valor 1 si el número de empleados creció en los últimos 3 años, 0 si no creció.
sector	Variable categórica que toma valor 1 si la empresa es del sector industrial, 0 si pertenece al sector servicios
propiedad	Variable categórica que toma valor 1 si la empresa una SA o SRL, 0 si es autónomo
genero	Variable categórica que toma valor 1 si el gerente general de la empresa es mujer, 0 si es hombre
audit	Variable categórica que toma valor 1 si la empresa tiene los estados financieros auditados, 0 si no los tiene
País	Variable categórica que toma los siguientes valores Argentina = 1, Bolivia = 2, Colombia = 3, Ecuador = 4, Perú = 5, Paraguay = 6 y Uruguay = 7

Fuente: elaboración propia.

## 5.2. HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN Y MODELO EMPÍRICO

La hipótesis central de este trabajo es que la utilización de financiamiento alternativo al bancario se relaciona con las limitaciones que encuentran las empresas para financiarse con el principal proveedor de fondos para PyMEs en estas economías: el sector bancario.

La hipótesis de investigación se puede desagregar en las siguientes hipótesis estadísticas:

H1: Las empresas cuyas solicitudes de financiamiento bancario fueron rechazadas, utilizan en mayor medida financiamiento alternativo que aquellas cuyas solicitudes fueron aceptadas.

H2: Las empresas que muestran necesidades financieras pero no solicitaron financiamiento bancario por considerar que las características del préstamo no concuerdan con sus necesidades, utilizan en mayor medida financiamiento alternativo que las restantes empresas con necesidades financieras.

La naturaleza de los datos, así como el tipo de variables utilizadas, sugieren que la estimación se realice a partir de un modelo Logit. Las variables dependientes corresponden a cada fuente de financiamiento alternativo.

La regresión Logit estima el siguiente modelo (Cameron y Trivedi, 2009)

$$y_i^* = \beta x_i + \mu \quad [1]$$

En el modelo binario, la variable latente  $y_i^*$  puede tomar dos valores



$$y_i = \begin{cases} 1 & \text{si } y_1^* > 0 \\ 0 & \text{si } y_1^* \leq 0 \end{cases} \quad [2]$$

A partir de las ecuaciones (1) y (2), definimos;

$$\begin{aligned} P(y = 1) &= \Pr(\beta x_i + \mu > 0) \\ &= P(\beta x_i > \mu) \\ &= P(-\mu < \beta x_i) \\ &= F(\beta x_i) \end{aligned} \quad [3]$$

Donde F(.) es la función de distribución acumulada de  $-\mu$ .  
Para el modelo de este trabajo, se estima:

$$P(y = 1/x_i; h_i) = \alpha + \beta_1 x_i + \beta_2 h_i + \mu_i \quad [4]$$

Donde  $y$  toma valor 1 si la empresa utiliza los instrumentos de financiamiento alternativo al bancario (p\_personal, p\_priv o p\_ifnb),  $X_i$ , corresponde a cada una de las medias de restricción crediticia, (rechazada o desalentada), y  $h_i$  es el vector de variables control, incluida la variable País.

Los resultados de la estimación del modelo Logit nos brindan la posibilidad de evaluar la relación entre las variables independientes y las explicativas, pero no es posible medir el efecto entre dichas variables. Para profundizar el análisis, en este trabajo se calculan los efectos marginales, es decir, el efecto de las  $x_i$  y las  $h_i$ , sobre la probabilidad de que  $y = 1$ , es decir,  $P(y = 1/x_i; h_i)$ . Para ello, es necesario calcular los efectos marginales o efectos parciales.

Para una variable independiente continua,  $x_j$ , el efecto parcial,  $p(x_j) = P(y = 1/x_j)$  se obtiene de la derivada parcial:

$$\frac{\partial p(x)}{\partial x_j} = \frac{\partial F(\beta x)}{\partial x} = \frac{\partial F(\beta x)}{\partial x \beta} \frac{\partial x \beta}{\partial x} = f(\bar{x} \beta) \beta_j \quad [5]$$

Para calcular el efecto parcial de una variable de respuesta discreta:

$$\begin{aligned} \frac{\Delta P(1/x)}{\Delta x_j} &= P(y = 1/x_j = 1) - P(y = 1/x_j = 0) \\ &= F(\beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k / x_j = 1) - F(\beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k / x_j = 0) \end{aligned} \quad [6]$$

## 6. RESULTADOS

## 6.1. RESUMEN ESTADÍSTICO

En la Tabla 4 se presenta la información de las variables implicadas en el estudio. El país con el mayor nivel de utilización de préstamos personales ( $p_{\text{personal}}$ ) es Colombia, con un 28% de empresas que utilizan este tipo de financiamiento. Le siguen Perú, Ecuador y Bolivia. Las empresas de Ecuador son las que utilizan en mayor proporción el crédito de prestamistas privados ( $p_{\text{priv}}$ ), con un 17,1%, seguido por las empresas colombianas y bolivianas. En relación con las IFNB ( $p_{\text{ifnb}}$ ), el país con mayor proporción de empresas que utilizan estos fondos es Paraguay, seguido por Perú, Ecuador y Colombia.

En relación a las variables objetivo, se observa que en todos los países hay una mayor cantidad de empresas desalentadas que rechazadas. Las empresas de Bolivia y Ecuador tienen una mayor proporción de empresas tanto desalentadas como rechazadas, y como mencionamos anteriormente aparecen como los países con mayor uso de financiamiento alternativo. Argentina, por su parte, tiene el mayor porcentaje de empresas desalentadas, y se encuentra entre los países con mayor cantidad de empresas rechazadas, pero tiene los niveles más bajos de utilización de financiamiento alternativo.

TABLA 4. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA

Variable/país	ARG	BOL	COL	ECU	PAR	PE	URU	Total
Variables dependientes: Financiamiento alternativo								
$p_{\text{personal}}$	5,1%	17,9%	28,0%	18,6%	12,9%	18,6%	11,6%	16,6%
$p_{\text{priv}}$	4,1%	12,2%	14,6%	17,1%	3,5%	10,6%	10,4%	10,1%
$p_{\text{ifnb}}$	4,3%	4,8%	6,8%	7,5%	11,3%	8,1%	5,9%	6,7%
Variables objetivo: Empresas restringidas								
desalentada	48,2%	45,8%	27,5%	32,0%	23,5%	19,0%	29,7%	31,3%
rechazadas	14,7%	12,2%	13,0%	15,2%	6,6%	9,9%	7,7%	11,8%
Variables control								
tamaño	48	33	42	44	55	41	43	44
antig	29,5	22,3	22,9	22,1	26,4	23,2	30,7	25
exp	13,5%	6,7%	16,7%	7,2%	6,5%	17,3%	18,8%	13,9%

crecimiento	38,8%	62,2%	56,0%	41,4%	53,3%	48,6%	39,2%	48,1%
sector	69,3%	30,0%	57,3%	31,4%	33,2%	54,3%	35,2%	51,3%
propiedad	93,2%	55,4%	92,5%	97,3%	86,5%	86,8%	92,6%	88,4%
género	9,1%	26,5%	20,4%	19,5%	18,4%	19,8%	12,9%	17,4%
audit	50,5%	74,9%	56,4%	55,1%	57,3%	25,0%	40,3%	48,2%

Fuente: elaboración propia en base a datos de la WBES.

En cuanto a las variables control, se observan que el perfil de empresas es similar entre los diferentes países, principalmente entre las variables más implicadas con el acceso al financiamiento como el tamaño y la antigüedad de la empresa.

## 6.2. ESTIMACIÓN DEL MODELO LOGIT BINARIO

En la Tabla 5 se presentan los resultados de las estimaciones para cada tipo de instrumento de financiamiento alternativo al bancario. En primer lugar, se observa que la variable desalentada no es significativa para explicar el uso de préstamos personales, 1(a). En cambio, es significativa la variable que representa la solicitud de financiamiento, columna 1(b). La interpretación de este resultado es que la probabilidad de utilizar financiamiento a través de un préstamo personal aumenta si la solicitud de financiamiento fue rechazada.

En relación a las variables control, el tamaño, la antigüedad, el crecimiento y la certificación de los estados contables por un auditor externo, se encuentran negativamente relacionadas con el uso de préstamos personales. Estos resultados son esperables ya que la utilización de financiamiento externo, y en este caso, de un instrumento que no está pensado para empresas como lo es el préstamo personal, es otro signo de dificultades para obtener financiamiento. Los resultados vuelven a confirmar que son las empresas más pequeñas, más jóvenes, que crecen menos y que no están auditadas, las que utilizan este tipo de financiamiento. Además, la probabilidad de utilizar préstamos personales es mayor si la empresa es del sector industrial cuando se considera el grupo de empresas con necesidades financieras.

La columna 2(a) muestra que la probabilidad de utilizar financiamiento de *p\_priv* aumenta tanto si la empresa se encuentra desalentada, 2(a), como si su solicitud fue rechazada 2(b). En relación a las variables control, hay una relación negativa con la antigüedad, con las exportaciones y una relación positiva con el hecho de pertenecer al sector industrial. La propiedad, solo es significativa en la regresión 2(a), y el signo de la misma no es el esperado, ya que indica que la probabilidad que una empresa conformada como SA o SRL utilice este tipo de financiamiento es mayor que una empresa autónoma.

Los resultados de la columna 3(a) indican que la probabilidad de utilizar financiamiento de IFNB disminuye si la empresa está desalentada. En cambio, si la empresa fue rechazada por el banco, 3(b), la probabilidad que utilice este tipo de financiamiento es mayor. En cuanto a las variables control, se observa que la antigüedad de la empresa está negativamente relacionada con la utilización de este tipo de financiamiento, y pertenecer al sector industrial y que el CEO de la empresa sea una mujer, aumenta la probabilidad de utilizar este tipo de financiamiento.

En resumen, se observa que las empresas que son rechazadas por el sector bancario, utilizan otro tipo de financiamiento, ya sea préstamos personales, financiamiento de prestamistas privados o préstamos de IFNB, aceptando la H1. En cambio, la H2 es rechazada parcialmente, ya que las empresas desalentadas no siguen dicho patrón, a excepción de los prestamistas privados. Para el caso de la utilización de préstamos personales, esta variable no es significativa, y para el caso de las IFNB, la relación es negativa.

Estos resultados indicarían que las empresas rechazadas por el sistema, encuentran otro tipo de financiamiento, por lo que se podría suponer que no dejan de realizar la inversión prevista por falta de fondos. En cambio, las que no encuentran un préstamo a la medida de sus necesidades, se quedan sin poder efectuar el proyecto de inversión, cuyo desarrollo redundará en una mejor performance para la empresa.

### 6.3 EFECTOS MARGINALES POR PERFIL DE EMPRESA

Los coeficientes del modelo Logit no permite profundizar en el impacto de las variables objetivo sobre la probabilidad de utilizar financiamiento alternativo. Por ello, en este trabajo se calcularon los efectos marginales, para luego estimar las probabilidades de utilizar los distintos instrumentos de financiamiento alternativo.

Para calcular los efectos marginales, se crearon perfiles de empresas con las variables control: tamaño, propiedad, etc. Estas variables se fijaron en sus valores medios para las variables cuantitativas, y en el caso de las variables cualitativas, en función del objetivo de estudio y de la posibilidad de abarcar un número mayor de empresas. En este caso, se pretende calcular las probabilidades para un perfil de empresas que con 44 empleados, que no exporta, que creció en los últimos tres años, del sector industrial, que pertenece a una SRL o una SA, el gerente es hombre y no tiene los estados contables auditados. Se estimaron las probabilidades para diferentes años de antigüedad de la empresa, ya que es la única variable que es significativa en todas las estimaciones.

La Tabla 6 muestra la probabilidad que una empresa utilice financiamiento alternativo, dado el rechazo del último préstamo empresarial. En todos los casos, la probabilidad de utilizar financiamiento alternativo cuando la

Tabla 5. Resultados de la Regresión Logit

Variabl dep.	1(a)	1(b)	p_priv	2(a)	2(b)	p_fintb	3(a)	3(b)
Desalentada	-0,09746		0,38864 (***)			-0,55447 (***)		
Rechazadas		0,92113 (***)		1,10132 (***)			0,4807838 (**)	
Variables control								
tamaño	-0,00718 (***)	-0,007486 (***)	-0,00172	-0,0007425		-0,00069	-0,000135	
antig	-0,00746 (**)	-0,007430 (*)	-0,01936 (**)	-0,0197908 (***)		-0,01196	-0,0116633 (***)	
exp	-0,26168	-0,405421 (**)	-0,38574 (**)	-0,7556194 (***)		0,08261	0,1251781	
crecimiento	-0,56093 (**)	-0,238886 (**)	-0,22117	-0,067189		0,322309 (**)	0,283	
sector	0,24672 (**)	0,214034	0,33495 (**)	0,522911 (***)		0,307459 (*)	0,478385 (**)	
propiedad	-0,10234	-0,10019	0,49268 (**)	0,3344402		0,071376	-0,023347	
género	0,08618	0,148248	0,208743	0,3318129		0,342579 (*)	0,488036 (**)	
audit	-0,46332 (***)	-0,437752 (***)	-0,16274	-0,1454927		-0,23178	-0,311724	
País								
Bol	1,664843 (***)	1,506098 (***)	0,70564 (***)	0,3677011		-0,16528	-0,55373	
Col	2,17787 (***)	1,768174 (***)	1,15179 (***)	0,5746966 (***)		0,155423	-0,13824	

.../...

.../...

Ecu	1,724572 (***)	1,254328 (***)	1,380517 (***)	1,066766 (***)	0,593758 (*)	0,22706
Par	1,416503 (***)	1,168296 (***)	-0,132956 (***)	-0,6675172 (***)	0,891421 (**)	0,832495 (***)
Per	1,501302 (***)	1,209966 (***)	0,843098	0,2293747	0,3119908	-0,065288
Uru	1,247576 (***)	1,088419 (***)	1,270453 (***)	0,3756944	0,734153	0,5630811
N	2329	1598	2323	1595	2322	1595
Log.Lik Intercept Only	-1204,79	-833,617	-872,558	-558,003	-635,61	-483,494
Log.Lik Full Model	-1078,192	-743,458	-819,274	-512,38	-613,859	-464,381
Wald chi2(13)	168,2	128,17	84,44	80,75	40,27	45,14
Prob > chi2	0,000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001
Mcfadden's R2:	0,1051	0,1082	0,0611	0,0818	0,034	0,0395
Count R2	0,791	0,789	0,876	0,887	0,922	0,91
P-value HL	0,8133	0,7897	0,0164	0,2648	0,7334	0,3743
ROC	0,7262	0,7252	0,6875	0,7099	0,6451	0,6550

Fuente: elaboración propia en base a los datos de la WBES. Coeficientes. Significatividad: \*\*\* p < 0.01; \*\* p < 0.05; \* p < 0.1. Bondad de ajuste: se realizaron los test correspondientes, diferencia en los logaritmos de verosimilitudes, test de Wald, McFadden's R2, Count R2, test de Hosmer-Lemeshow chi2, y la curva ROC, indicando que el modelo presenta un buen grado de ajuste. Un mayor detalle de las medidas de bondad de ajuste se pueden encontrar en Cameron y Trivedi, (2009), y en Escobar Mercado, Fernández Macías, E. y Bernardi, F. (2014).





empresa es rechazada es mayor que para las empresas que acceden a dicho financiamiento. Una empresa con dos años de antigüedad y con la última solicitud de crédito bancario rechazada, tiene una probabilidad de 44,3% de utilizar préstamos personales con fines empresariales (1(a)), un 39,8% de utilizar prestamistas privados (2(a)) y un 22,8% de utilizar financiamiento de instituciones no bancarias (3(a)).

Analizando la probabilidad de usar préstamos personales, se observa que la diferencia en la probabilidad entre una empresa rechazada (1(a)), y una que accedió (1(b)) es de un 19% cuando la empresa es más joven, (2 años,), de un 18,1% en la media de la antigüedad (25 años), y cuando la empresa es adulta, dicha diferencia es de un 16%.

En cambio, al observar la variación en la utilización de prestamistas privados entre una empresa rechazada y una que accedió, la misma es del 22% para empresas de 2 años, del 17,3% para la media de la antigüedad y del 9,6% para las empresas más maduras (70 años). Este resultado da cuenta que las empresas más antiguas reducen más la utilización de préstamos privados, que préstamos personales.

Para el caso del financiamiento de IFNB, la probabilidad de que una empresa rechazada utilice este tipo de financiamiento (3(a)) es aproximadamente la mitad que para el resto de los instrumentos alternativos (23%). Las diferencias en las probabilidades estimadas (3(c)), por su parte, son más pequeñas que en el caso de los préstamos personales y prestamistas privados, 6,8% para una empresa de dos años de antigüedad y 2,9% para una empresa de 70 años de antigüedad.

TABLA 6. PROBABILIDAD ESTIMADA DE UTILIZAR FINANCIAMIENTO ALTERNATIVO: EMPRESAS RECHAZADAS

Antigüedad	p_personal			p_priv			p_ifnb		
	Rechazo 1(a)	Acceso 1(b)	Diff 1(c)	Rechazo 2(a)	Acceso 2(b)	Diff 2(c)	Rechazo 3(a)	Acceso 3(b)	Diff 3(c)
2	44,3%	25,3%	19,0%	39,8%	17,9%	21,9%	22,8%	16,0%	6,8%
25	40,4%	22,3%	18,1%	29,8%	12,2%	17,6%	16,8%	11,6%	5,3%
70	33,2%	17,2%	16,0%	15,1%	5,4%	9,6%	8,8%	5,9%	2,9%

Fuente: elaboración propia en base a los datos de la WBES.

En la Tabla 7 se presentan las probabilidades estimadas de usar prestamistas privados e IFNB<sup>3</sup>, entre empresas desalentadas y no desalentadas. Una empresa de dos años de antigüedad, que se encuentra desalentada, tiene

3 No se presentan las probabilidades de utilizar préstamos personales ya que la variable desalentada no es significativa para explicar la probabilidad de uso este tipo de financiamiento alternativo.

una probabilidad estimada del 22,5% de utilizar prestamistas privados (1(a)), cuando la probabilidad para una empresa que no está desalentada es del 18,4% (1(b)). En este sentido, una empresa desalentada tiene una probabilidad estimada del 4,1% (1(c)) mayor de utilizar financiamiento de prestamistas privados que una empresa que no desalentada. A medida que la empresa es más antigua, las probabilidades de utilizar prestamistas privados disminuyen, así como sus diferencias.

TABLA 7. PROBABILIDAD ESTIMADA DE UTILIZAR FINANCIAMIENTO ALTERNATIVO: EMPRESAS DESALENTADAS

Antigüedad	p_priv			p_ifnb		
	Desalentada	No Desalentada	Diff	Desalentada	No Desalentada	Diff
	1(a)	1(b)	1(c)	2(a)	2(b)	2(c)
2	22,5%	18,4%	4,1%	8,6%	15,0%	-6,4%
25	15,9%	12,7%	3,2%	6,7%	11,8%	-5,1%
70	7,5%	5,8%	1,7%	4,0%	7,3%	-3,3%

Fuente: elaboración propia en base a los datos de la WBES.

Por su parte, la probabilidad estimada de utilizar financiamiento de IFNB para una empresa de 2 años de antigüedad desalentada es del 8,6% (2(a)), y de una empresa no desalentada es del 15% (2(b)), siendo la diferencia del 6.4%. Este resultado muestra que la probabilidad de utilizar el financiamiento de IFNB, cuando una empresa está desalentada, es menor que para una empresa no desalentada, y que las diferencias entre ambos grupos de empresas, si bien caen con la antigüedad, dicha caída es menos pronunciada que para el caso de la utilización de prestamistas privados.

### 7. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo fue evaluar la relación entre las restricciones al financiamiento bancario y la utilización de financiamiento alternativo. Para ello, se clasificaron las empresas entre aquellas que tienen restricciones de oferta y aquellas con limitaciones del lado de la demanda.

Los resultados de las estimaciones muestran que aquellas empresas cuya solicitud fue rechazada, utilizan préstamos personales con fines empresariales, financiamiento de prestamistas privados y de IFNB.

Sin embargo, se encontró que las empresas desalentadas utilizan en mayor proporción financiamiento de prestamistas privados que las empresas no desalentadas, pero menos financiamiento de IFNB.

La estimación de las probabilidades permitió verificar que el impacto sobre el uso de financiamiento alternativo es mayor en el caso de las empresas



rechazadas que en el caso de las empresas desalentadas. Además, la probabilidad de utilizar préstamos personales cuando la empresa es rechazada es muy superior a las probabilidades estimadas de utilizar otro tipo de instrumentos. En segundo lugar, se observó que la diferencia entre empresas rechazadas y no rechazadas cae con la antigüedad de la empresa. En este sentido, la caída es más pronunciada para el caso de los prestamistas privados que en el caso de las IFNB y los préstamos personales. Este último financiamiento sigue siendo importante a pesar de la antigüedad de la empresa.

En el caso de las empresas desalentadas, la probabilidad de utilizar fondos de prestamistas privados e IFNB, es mucho menor que en el caso de las empresas rechazadas. Además, se pudo comprobar que la utilización de prestamistas privados presenta una caída más pronunciada que la utilización de fondos de IFNB, lo cual coincide con el comportamiento de las empresas rechazadas.

Dichos resultados dan cuenta de la necesidad de diseñar instrumentos alternativos al financiamiento bancario que cubran las necesidades de las empresas que buscan financiamiento y que incentiven la búsqueda de fondos a las empresas que se encuentran desalentadas. Para ello, es necesario profundizar en las razones que llevan a las empresas rechazadas a endeudarse con préstamos personales, con las consecuencias negativas que tiene la utilización de este tipo de financiamiento mencionadas anteriormente.

Las limitaciones de este trabajo parten de la falta de información acerca de otros tipos de financiamiento que la empresa puede haber utilizado y que no se ve reflejado en la encuesta, y de variables relacionadas con la situación financiera de la empresa, como ratios de endeudamiento, tasas de crecimiento, riesgo, etc., debido a la falta de información de la encuesta.

Si bien este trabajo realiza un aporte sobre la problemática a la que se enfrentan las empresas que necesitan financiamiento y no lo consiguen o no lo solicitan, es necesario seguir avanzando en este camino, profundizando en análisis de los problemas de acceso al financiamiento de las PyMes en entornos adversos, como lo son las economías emergentes.

Por ello, como futuras líneas de investigación se propone realizar un estudio de series de tiempo, que pueda incorporar las variables macroeconómicas de los distintos países analizados, así como realizar un análisis comparativo con otras regiones emergentes, lo que nos permitirá tener una visión más amplia de la problemática.

## REFERENCIAS

- Bajo-Rubio, O. y Berke, B. (2018). "International Trade and Finance: A Review", *Revista de Economía Mundial*, 49, 23-38.
- Bebczuk, R. (2010). "Acceso al financiamiento de las pymes en la Argentina: estado de situación y propuestas de política", *Serie Financiamiento del Desarrollo, CEPAL*, Nro 227.

- Beck, T., Büyükkarabacak, B., Rioja, F., y Valey. (2012). "Who Gets the Credit? And Does It Matter? Household vs. Firm Lending Across Countries", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 12(1), 1-46.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven L., y Maksimovic, V. (2006). "The Determinants of Financing Obstacles", *Journal of International Money and Finance*, 25, 932-52.
- 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.
- Briozzo, A. y Vigier, H. (2009). "A demand-side approach to SME's capital structure: Evidence from Argentina", *Journal of Business and Entrepreneurship*, 21(1), 30-56
- Briozzo, A., y Vigier, H. P. (2014). "The role of personal loans in the financing of SMEs", *Academia Revista Latinoamericana de Administración*. 27(2), 209-225.
- Briozzo, A., y Vigier, H. P., y Martínez, L. (2016). "Firm-level determinants of SME's financing decisions. Evidence from Argentina", *Latin American Business Review*, 17, 245 - 268.
- Casey, E. y O'Toole, C. (2014). "Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs", *Journal of Corporate Finance*, 27(C), 173-193.
- Cameron, A. C., y Trivedi, P. K. (2009). *Microeconometrics: methods and applications*. New York: Cambridge University Press.
- Cole, R., y Sokolyk, T. (2016). "Who needs credit and who gets credit? Evidence from the surveys of small business finances", *Journal of Financial Stability*, 24, 40-60.
- De Gregorio, J. (2011). "Acumulación de Reservas Internacionales en Economías Emergentes", *Cuadernos de Economía*, 30(55), 77-89.
- Demirgüç-Kunt, A., Love, I., y Maksimovic, V. (2006). "Business Environment and the Incorporation Decision", *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2967-2993.
- Drakos, K., y Giannakopoulos, N., (2017). "Self and Bank Credit Rationing: A Trivariate Probit with Double Selection", *Research in International Business and Finance*, 44, 124-134.
- Dong, Y., y Men, C. (2014). "SME Financing in Emerging Markets: Firm Characteristics, Banking Structure and Institutions", *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(1), p.p. 120 - 149.
- Escobar Mercado, M., Fernández Macías, E. y Bernardi, F. (2012). *Manual de datos con Stata*. Madrid: Colección Cuadernos Metodológicos 45. 2da Edición. ISBN 978-84-7476-588-5.
- Ferrando, A., y Mulier, K. (2013). "Firms' financing constraints: do perceptions match the actual situation?", *Working Paper Series 1577*, European Central Bank.
- Freel, M.S., (2007). "Are small innovators credit rationed?". *Small Business Economics*, 28(1), 23-35.

- Galindo, A. J. y Schiantarelli, F. (2002). Credit Constraints in Latin America: An Overview of the Micro Evidence”, *IDB Working Paper*, 395.
- Guercio, M. B., Vigier, H. P., y Briozzo, A. E. (2014). “La forma legal y el acceso al financiamiento de las Pymes industriales”, *DYNA Management*, 2(1).
- Guercio, M. B., Martínez, L. B., y Bariviera, A. F. (2019). “SME Steeplechase: When Obtaining Money Is Harder Than Innovating”, *International Journal of Financial Studies*, 7(2), 25.
- Guercio, M. B., Martínez, L. B., y Bariviera, A. F. (2019). SME Steeplechase: When Obtaining Money Is Harder Than Innovating. *International Journal of Financial Studies*, 7(2), 25.
- Ketterer, J. A.; Calatayud, A.; Prats Cabrera, J. O.; Tamayo, C. (2017). “Financiando el desarrollo productivo de América Latina y el Caribe: Desafíos, políticas y rol del Banco Interamericano de Desarrollo”, *Documento para discusión* N° IDB- DP- 5 55.
- Krasniqi, B.A. (2010). “Are small firms really credit constrained? Empirical evidence from Kosova”, *International Entrepreneurship and Management Journal*, 6(4), 459-479.
- Kumar, A., y Francisco, M. (2005). “Enterprise Size, Financing Patterns, and Credit Constrains in Brazil. Analysis of Data from the Investment Climate Assessment Survey”, *World Bank Working Paper*, No. 49. doi: 10.1596/978-0-8213-6129-0
- Kuntchev, V., Ramalho, R., Rodríguez-Meza, J., y Yang, J. S. (2012). “What have we learned from the Enterprise Surveys regarding access to finance by SMEs?”, *World Bank Policy Research Working Paper* No. 6670.
- Kon, Y y Storey, D J. (2003). “A Theory of Discouraged Borrowers”, *Small Business Economics*, 2 (1), 37-49.
- Machinea, J. L. (2009). “La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica”, *Revista CEPAL* Nro. 97. p.p. 33-56.
- Makler, H., Ness, W. L. y Tschogl, A. E. (2013). “Inequalities in Firms’ Access to Credit in Latin America”. *Global Economic Journal*, 13(3-4), 283-318.
- Mina, A., Lahr, H., y Hughes, A., (2013). “The demand and supply of external finance for innovative firms”, *Industrial and Corporate Change*, 22(4), 869-901.
- Myers. (1984). “The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*”, 39(3), 575-592. 10.2307/2327916.
- Myers, S., y Majluf, N. (1984). “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not”, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221. 10.3386/w1396
- Pasquini R.A., y De Giovanni M. (2010). “Access to financing of SMEs in Argentina”, *CAF documento de trabajo*, 2010/08.
- Presbitero, A. F. y Rabellotti, R. (2016). “The Determinants of Firm Access to Credit in Latin America: Micro Characteristics and Market Structure”, *Economic Notes*, 45(3), 445-472.
- Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981). “Credit rationing in markets with imperfect information”, *American Economic Review*, 71(3), 383-410.

Vera-Colina, M. A., Melgarejo-Molina, Z. A., y Mora-Riapira, E. H. (2014). "Acceso a la financiación en Pymes colombianas: una mirada desde sus indicadores financieros", *INNOVAR. Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*, 24(53), 149-160

