



RESUMEN AMPLIADO

Título: Las restricciones al financiamiento bancario de las PyMEs y su impacto sobre la utilización de financiamiento alternativo

Autores y e-mail de todos ellos:

M. Belén Guercio: mbguercio@iess-conicet.gob.ar

Lisana B. Martinez: lbmartinez@iess-conicet.gob.ar

Antonio Terceño Gómez: antonio.terceno@urv.cat

Aurelio Fernández Bariviera: aurelio.fernandez@urv.cat

Departamento:

Instituto de Investigaciones Económicas y Científicas del Sur (IESS) – CONICET

Universidad:

Universidad Nacional del Sur

Área Temática: *Empresas, emprendimiento y dinámica empresarial en el territorio*

Resumen ampliado

Es ampliamente conocido que las PyMEs experimentan mayores restricciones para acceder al financiamiento externo que las grandes empresas. Dichas restricciones surgen principalmente por la información asimétrica existente entre prestamistas y prestatarios, y provoca el racionamiento al crédito de estas empresas, limitando sus posibilidades de inversión y su consecuente crecimiento.

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.

Estas teorías explican cómo evolucionan las fuentes de financiamiento a las que accede la empresa en función de su ciclo de vida y a la disminución de las asimetrías de



información entre prestatarios y prestamistas. Los primeros en general, tienen mayor información que los prestamistas, lo cual influye directamente sobre los costos del endeudamiento, incentivando a las empresas a financiarse con fondos internos en primer lugar. A su vez, las asimetrías de información dan lugar a lo que en la literatura económica se conoce como problemas de riesgo moral y selección adversa. El trabajo seminal de Stiglitz y Weiss (1981) permitió modelizar las asimetrías de información entre los distintos agentes. En este sentido, los bancos (prestamistas) conocen que existen prestatarios con diferentes niveles de riesgo. Sin embargo, las asimetrías de información provocan que los bancos no tengan toda la información disponible para asignar diferentes tasas de interés en función del nivel de riesgo de cada prestatario y el análisis individual es más costoso cuanto menor es el volumen del préstamo. Por ello, fijan una tasa de interés que elevada, de forma tal que cubra los riesgos de todos los prestatarios. A medida que la tasa de interés aumenta, las empresas con proyectos menos riesgosos dejan de solicitar préstamos y permanecen aquellas empresas cuyos proyectos de inversión son más riesgosos, provocando el efecto de selección adversa, es decir, financiando a altas tasas de interés proyectos más riesgosos y racionando aquellas empresas con proyectos menos riesgosos.

Las asimetrías de información dan origen a la Teoría de Orden Jerárquico en la elección de las fuentes de financiamiento que conforman 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 las empresas van transitando su ciclo de negocio, la reducción de las asimetrías de información mejora el acceso a fuentes financieras con mejores condiciones de plazo y costos. Los autores de la Teoría de la Jerarquía Financiera explican que este orden jerárquico es el resultado de la mayor flexibilidad y los menores costos de transacción de los recursos internos en relación a los externos.

Por otro lado, 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 manera, 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 *business angels*. Cuando la empresa entra en la etapa de crecimiento puede acceder a diferentes fuentes externas, en primer lugar, a las provenientes de las instituciones de capital de riesgo y luego, del mercado de deuda y/o de la ampliación de capital.

La mayoría de los estudios empíricos que dan cuenta del cumplimiento de dichas teorías se realizan en países desarrollados, con fuertes entornos institucionales, mercados financieros desarrollados y condiciones macroeconómicas estables. Estas características, además de crear entornos más estables para el desarrollo de la actividad económica de las PyMEs, brindan mayores alternativas de financiamiento externo. Sin embargo, en las economías emergentes en general, el contexto tanto institucional como económico, difiere notablemente del de las economías desarrolladas. En primer lugar, presentan un sistema financiero subdesarrollado, lo cual disminuye las posibilidades que encuentran PyMEs para financiarse a través fuentes formales alternativas al financiamiento bancario.

En segundo lugar, en los países emergentes el financiamiento externo se centra en la capacidad del sector bancario para cubrir la demanda de fondos, y varios autores han demostrado que este tipo de financiamiento es insuficiente (Beck et al., 2005; 2006; Briozzo y Vigier, 2009; Bebczuk, 2010), y/o que en la mayoría de los casos, no se adapta a las necesidades de las PyMEs (Botero Botero et al., 2007). Por su parte, 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 (Ketterer y Villacorta; 2017).

Estudios específicos en economías emergentes como el trabajo de Briozzo y Vigier (2009) proponen un enfoque denominado Ciclo de Vida del Propietario-Gerente. Estos autores encuentran que las características demográficas del empresario PyME, como la edad, la educación y los objetivos que el empresario defina en relación a la empresa, afectan las decisiones de financiamiento de la misma.

Siguiendo a Casey y O'Toole (2014), una empresa se encuentra limitada o restringida al financiamiento bancario si: a) la solicitud del préstamo fue rechazada, o b) si la empresa decidió no solicitar financiamiento bancario por los excesivos costos, garantías u otras características no acordes con sus necesidades financieras. Estos autores encuentran para una muestra de PyMEs europeas que las empresas restringidas al crédito bancario



sustituyen sus necesidades financieras con crédito comercial, y que dicha sustitución se produce en mayor medida cuanto más grande y antigua es la empresa.

En este contexto, el objetivo de este trabajo es indagar sobre la caracterización de las PyMEs que no acceden al financiamiento bancario y evaluar si dichas empresas, al estar restringidas al financiamiento bancario, recurren a otro tipo de financiamiento que denominamos alternativo. Dentro de las fuentes alternativas de financiamiento se encuentra: el financiamiento comercial, las fuentes informales de financiamiento, como amigos, conocidos o prestamistas privados, las instituciones financieras no bancarias, como instituciones microfinancieras, cooperativas de crédito, uniones de crédito u otras compañías financieras, e incorporamos a los préstamos personales que tienen como destino el financiamiento de actividades de la empresa.

Los datos utilizados surgen del relevamiento realizado por el Banco Mundial a empresas: *World Bank Enterprise Survey*, correspondientes al año 2017. Se reúnen en total 3,936 PyMEs de Argentina, Bolivia, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay. Dicho relevamiento permite obtener una fotografía de la estructura de capital de las empresas de distintos países, la cual muestra una gran dependencia de los recursos internos para financiar tanto capital de trabajo como activos fijos. Centrando el análisis en el financiamiento del activo fijo, se observa que en Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Uruguay más del 50% de la compra del activo fijo es financiado por recursos internos. En segundo lugar, se encuentra el financiamiento bancario, donde las PyMEs de Colombia y Perú financian en promedio, alrededor del 40% del activo fijo, mientras que los valores más bajos se encuentran en Bolivia (21%), Paraguay (22%) y Uruguay (22%). En tercer lugar, en orden de importancia se encuentra el financiamiento a través de crédito comercial. Dicho financiamiento llega al 13% en promedio en Ecuador, y al 8% en Argentina, Colombia, Paraguay y Perú.

En cuarto lugar, se encuentra la emisión de acciones y aportes de los socios para el caso de Bolivia, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay. Solo en el caso de Argentina, el cuarto lugar lo ocupa las fuentes informales e instituciones financieras no bancarias

Por último, incluimos como fuente alternativa a los préstamos bancarios los préstamos personales para financiar actividades de la empresa, lo cual demuestra la limitación que tienen las PyMEs como empresa para acceder al financiamiento bancario, pero no el propietario. En promedio para los países seleccionados, el 17% de las empresas



utilizaron préstamos personales para financiar actividades de la empresa, siendo Colombia (28%), Ecuador (19%), Perú (19%) y Bolivia (18%), los países que presentan mayor participación.

A partir de la definición del concepto de empresa restringida al préstamo bancario de Casey y O'Toole (2014), se observa que, en promedio, el 26% de las PyMEs de los países seleccionados se encuentran en esta situación, siendo Argentina (35%), Bolivia (30%), Colombia (28%) y Ecuador (27%), los países cuyas PyMEs padecen una mayor restricción para acceder al préstamos bancarios que en sus países vecinos.

Para testear si las empresas restringidas al financiamiento bancario acceden a otro tipo de financiamiento, se estima un modelo probit que incorpora como variable dependiente cada fuente de financiamiento alternativo y como variable independiente, si la empresa se encuentra dentro del grupo de empresas restringidas. Además, se incorporan al modelo variables control como: edad, tamaño, forma jurídica, y si la empresa ha realizado alguna innovación en los últimos 12 meses.

Los resultados indican, en primer lugar, que las empresas restringidas al préstamo bancario en relación a las empresas no restringidas son más jóvenes, más pequeñas, la mayoría no tienen formas jurídicas con responsabilidad patrimonial limitada, y en general no son empresas innovadoras. A partir de aquí, se evalúa si existen diferencias significativas en el uso de financiamiento alternativo entre las empresas restringidas y las no restringidas, encontrando significativa dicha relación. En este sentido, las empresas restringidas utilizan en mayor medida fondos provenientes de proveedores, emisión de acciones, financiamiento proveniente de fuentes informales y de instituciones financieras no bancarias, y préstamos personales para financiar la actividad de la empresa.

Por último, se estima un modelo probit binario cuya variable dependiente indica la probabilidad que tiene la empresa de utilizar fuentes alternativas de financiamiento. Para el caso del financiamiento comercial, la variable dependiente toma valor 1 si la empresa utiliza este tipo de financiamiento y 0 en caso contrario. Entre las variables independientes se encuentra la variable a estudiar, es decir, aquella variable que indica si la empresa se encuentra restringida al crédito bancario, y se incorporan las variables control como antigüedad, tamaño, forma jurídica y empresa innovadora.



Al calcular los efectos marginales se observa que el hecho de estar restringida tiene un impacto mayor en la utilización de préstamos personales que en la utilización de otras fuentes alternativas de financiamiento.

Además, se encuentra que la probabilidad de utilizar fuentes alternativas de financiamiento disminuye con la antigüedad y el tamaño de la empresa y aumenta si la empresa es innovadora para el caso del financiamiento a través de la emisión de acciones y contribuciones de los socios, y la probabilidad de utilizar préstamos personales. En cambio, la probabilidad de utilizar fuentes informales y financiamiento de instituciones financieras no bancarias, disminuye con la antigüedad de la empresa, y aumenta si es una empresa innovadora.

Las contribuciones de este trabajo brindan el puntapié inicial para continuar la investigación en varios ejes. En primer lugar, se observa, como predice la teoría, que las empresas que encuentran mayores restricciones para acceder al financiamiento bancario son las más pequeñas, jóvenes y con formas jurídicas que no limitan su responsabilidad patrimonial (Petersen and Rajan, 1994, Berger y Udell, 1998; Carpenter y Petersen, 2002). Sin embargo, a diferencia de lo que predicen diversos estudios empíricos, entre ellos, Ullah et al. 2007; Coleman y Robb, 2012; Guercio, et al; 2016, las empresas innovadoras se encuentran menos restringidas al financiamiento bancario que las no innovadoras.

En segundo lugar, se observa que las empresas restringidas al crédito bancario presentan una mayor probabilidad de utilizar financiamiento alternativo. En este sentido, las empresas restringidas utilizan en mayor medida financiamiento proveniente de fuentes informales, financiamiento de instituciones no bancarias, emisión de acciones y/o contribuciones de los socios, y préstamos personales. Además, se encuentra que el hecho de estar restringida al préstamo bancario impacta en mayor medida en el uso de préstamos personales que en otras fuentes de financiamiento alternativos. Este resultado es sumamente interesante para evaluar los obstáculos que encuentran las PyMEs a la hora de financiar el activo fijo, ya que el financiamiento bancario para empresas suele tener condiciones de plazos, montos e intereses que en general, presentan ventajas en relación a los préstamos personales. Por otro lado, 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. Sin embargo, las desventajas



provenientes del empleo de préstamos personales para fines empresariales derivan en problemas de subinversión, ya sea por los elevados costos o por escasez de fondos acordes al destino.

En términos de política económica, este hecho implica que los indicadores que representan el volumen crédito hacia el sector productivo son incompletos, ya que no permiten captar la demanda de créditos por parte del sector productivo que se canalizan a través de los préstamos personales.

Palabras Clave: *PyMes, fuentes alternativas de financiamiento, Latinoamérica.*

Clasificación JEL: G21, G32, D21

Bibliografía

Bebczuk, R. (2010). Acceso al financiamiento de las PYMES en Argentina: Estado de situación y propuestas de política. CEDLAS, Working Papers 0104, CEDLAS, Universidad Nacional de La Plata.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?. *Journal of Finance*, 60, 137-177.

Beck, T., & Demirgüç-Kunt, A. (2006). Small and Medium-Size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30, 2931–2943.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.

Botero Botero, S., López Martínez, D. F. & Martínez Moreno, W. A. (2007). Estudio del proceso de financiación de las PYMES en la incubadora de empresas de base Tecnológica de Antioquia. *DYNA: revista de la Facultad de Minas*, 74(152), 39-50

Briozzo, A., & Vigier, H. (2007). Rethinking SME' s financing decisions: a demand-side approach. *XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP)*. Bahía Blanca. 14 al 16 de Noviembre.

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

Carpenter, R. & Petersen, B. (2002). Capital market imperfections, high-tech investments, and new equity financing. *Economic Journal*, 112, F54–F72.



- Casey, Eddie & Conor M. O' Toolebc. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*. Volume 27, Pages 173-193
- Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19(2), 261–283.
- Ketterer, J.A. & Villacorta, O. (2017). Créditos a las pyme y políticas de gobierno La evidencia de los países desarrollados. Documento para Discusión nº IDB-DP-503. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Myers. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Revest, V. & Sapio A. (2012). Financing technology-based small firms in Europe: What do we know?. *Small Business Economics*, 39, (1), 179-205
- Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), 383-410.