

CICLO DE CRECIMIENTO FINANCIERO EN LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES EN ECUADOR

Herenia GUTIÉRREZ PONCE

Universidad Autónoma de Madrid
(España)

Gloria Belén

ESPINOZA ROSERO

Universidad Autónoma de Madrid
(España)
Universidad Politécnica Salesiana
(Ecuador)

Oswaldo Vicente

NAVARRETE CARREÑO

Universidad Politécnica Salesiana
(Ecuador)

RESUMEN:

Una de las dificultades principales a las que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas (Pymes) es la liquidez y el acceso a los recursos financieros en cantidad, plazo de vencimiento y coste óptimos. Por tanto, constituye uno de los principales problemas estructurales que limitan sus posibilidades de supervivencia y crecimiento en el mercado. Las dificultades se derivan, por una parte, por factores relacionados con el funcionamiento de los mercados financieros; y por otra, por mecanismos relacionados con las características del ámbito interno de las empresas.

El objetivo de este estudio es determinar si el ciclo de crecimiento financiero incide en la estructura de financiamiento de todas las pequeñas y medianas empresas en Ecuador. Al mismo tiempo, se busca identificar si existe un patrón de financiamiento que pueda asociarse a alguna de las teorías de financiamiento. Para llevar a cabo esta investigación se ha empleado el modelo de efectos fijos y el modelo de efectos aleatorios, de un conjunto de datos panel no balanceado. Los resultados demuestran un patrón de endeudamiento alto, bajo, alto durante las etapas del ciclo de crecimiento financiero.

Palabras clave: Teorías de financiamiento, Pymes, ciclo de crecimiento financiero, estructura de financiamiento

1. INTRODUCCIÓN

Las Pequeñas y Medianas empresa (Pymes) constituyen una importante participación en la masa empresarial de los países latinoamericanos, por lo que desempeñan un rol determinante en la economía de estos países mediante el

impulso económico que promueven, al ser fuente de generación de empleo y una distribución de la riqueza. (Saavedra & Hernandez, 2008). La realidad de la región indica que las Pymes se financian principalmente con recursos propios y a través del crédito con Instituciones Financieras; sin embargo, según Ferraro et al. (2011) la mayoría de las Instituciones Financieras destinan los créditos a las grandes empresas y en menor proporción a las pequeñas empresas. Para el autor, entre los factores que inciden como barreras al financiamiento de las Pymes están la falta de información financiera disponible, incapacidad de garantías y los costos elevados de financiamiento que conllevan los préstamos bancarios a corto plazo. Este estudio considera a las Pymes de Ecuador, debido a que concentran la mayor parte del tejido empresarial y constituyen un grupo de gran relevancia en el escenario económico del país. (Superintendencia de Compañías, 2020).

Existen varios estudios empíricos que fundamentan las principales teorías de financiamiento, las mismas que parten de los postulados de Modigliani y Miller en 1958. Entre las principales teorías de financiamiento destacan la Teoría de la compensación que propone una estructura óptima de financiamiento; la Teoría de la Agencia que considera las relaciones entre accionistas, administradores y prestamistas; la Teoría de la Jerarquía que se basa en la asimetría de información; y la Teoría del Ciclo de Crecimiento Financiero en el ciclo de vida organizacional, siendo esta última la más reciente y que se deriva de los principios de la asimetría de información.

La clasificación de las etapas del ciclo de vida organizacional, varía según la perspectiva que posea el autor; Dickinson (2011) identifica cinco etapas, pero autores como Frielinghaus et al., (2005) describen un modelo de diez etapas: cortejo, infancia, Go-Go, adolescencia, prime, estable, aristocracia, recriminación, burocracia y muerte. Las etapas de crecimiento, madurez y declive predominan en las diferentes clasificaciones propuestas por los autores. (Canto-Cuevas et al., 2019; La Rocca et al., 2011; Walid, 2019; Yazdanfar, 2012)

2. TEORÍAS DE ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Las pequeñas y medianas empresas de Ecuador tienen un acceso limitado al crédito bancario, en este sentido algunos estudios señalan la dependencia que tienen las Pymes a los fondos propios y en menor grado al uso del financiamiento bancario. (Espinoza Rosero, 2020). Las decisiones de financiamiento desempeñan un rol fundamental en el crecimiento de las empresas, pues según (Gutierrez Ponce & Palacios Duarte, 2015), la competitividad e incremento de ventas de las Pymes dependen entre otras cosas de la adquisición de bienes de capital.

En referencia a teorías de estructura de financiamiento, entre los pioneros están Modigliani y Miller (1958), quienes afirman que la estructura de capital de una empresa no es importante, suponiendo mercados de capital perfectos; por ende, según estos autores, la decisión sobre qué tipo de estructura de financiamiento adoptarán las entidades, es irrelevante, y, por lo tanto, esto no afecta al valor o a la riqueza que obtiene el accionista.

El estudio de teorías de estructura de financiamiento se ha enriquecido con los años; en ese sentido, Modigliani y Miller plantean años más tarde una discusión a su propia teoría de la irrelevancia de 1958, y sostienen que, debido al efecto

impositivo de los costos de la deuda, existe un nivel de endeudamiento que incrementa el valor de la empresa.

Estos resultados fueron el punto de arranque para la teoría de la compensación, la misma que afirma que existe un nivel óptimo de endeudamiento que logra incrementar el valor de la empresa una vez que equilibre la ventaja fiscal de los costos de la deuda con los costos de quiebra y de agencia que se derivan de las variaciones en el nivel de deuda.

La teoría de la Jerarquía que fue inicialmente propuesta por Myers y Majluf (1984), afirma que las empresas se financian siguiendo un patrón de necesidades financieras, en donde el nivel de endeudamiento depende de la capacidad de la empresa para cubrir con los fondos propios las necesidades financieras, es decir, las empresas prefieren financiarse con fondos propios en lugar de recurrir al endeudamiento, y cuando no dispongan de suficientes fondos, entonces recurrirán a la deuda.

En esta línea aparece luego la teoría del ciclo de crecimiento financiero, que señala al ciclo de crecimiento financiero en el ciclo de vida organizacional como determinante al momento de escoger su estructura de financiamiento. (Berger & Udell, 1998). Esta teoría afirma que las diferentes estructuras de financiamiento que las entidades tienden a escoger suelen ser óptimas en las diferentes etapas del ciclo de vida organizacional, esto es debido a que durante las diferentes etapas del ciclo de crecimiento financiero cambian las necesidades y capacidad financiera, y la asimetría de información se presenta de forma distinta en cada etapa; gran parte de estudios empírico clasifican a las etapas del ciclo de vida en etapa de crecimiento, madurez y declive. Según Castro et al. (2016) las empresas evolucionan durante su ciclo de vida; debido a esto, los costos y ventajas de la deuda, los costos de bancarrota aducidos por la Teoría de la Compensación dependen de factores asociados a la evolución a lo largo del ciclo de vida, lo mismo ocurre con la Teoría de la Jerarquía, en donde la asimetría de información, flujos de efectivo, capacidad de endeudamiento, evolucionan durante el ciclo de vida.

TEORÍAS DE ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y EL CICLO DE CRECIMIENTO FINANCIERO

En lo concerniente a la teoría de la compensación, esta es propuesta por Modigliani y Miller (1963); esta teoría se basó en la importancia de los costos de las dificultades financieras y los costos de agencia que contrarrestan los beneficios fiscales de deuda, por lo tanto, las empresas buscarán un nivel óptimo de endeudamiento que equilibre los costos de dificultades financieras, y la ventaja fiscal de la deuda.

Según la teoría de la Compensación mientras una empresa tenga mayores niveles de liquidez, garantías y rentabilidad, mayor será el nivel de deuda, puesto que los costos de dificultades financieras se reducen, permitiéndoles aprovechar la ventaja fiscal que se deriva del uso de mayor deuda. (Adair y Adaskou, 2018; Castro et al., 2014; Pontoh y Budiarmo, 2018).

En ese mismo sentido, las empresas de mayor tamaño y edad recurren a mayores niveles de deuda, pues buscarán aprovechar las ventajas fiscales de la deuda, una

vez que han adquirido más experiencia y estabilidad financiera. (Castro et al., 2014; Lizardo et al., 2019; Rehman et al., 2016; Serrasqueiro y Caetano, 2015) Los escudos fiscales alternativos a la deuda provocan que las empresas no busquen aumentar su nivel de deuda. (Ahsan et al., 2016; Mirza et al., 2016; Ur Rehman et al., 2016).

El patrón de financiamiento que siguen las empresas de acuerdo a ésta teoría es bajo – alto – bajo, durante las etapas de crecimiento, madurez y declive, puesto que en la etapa inicial del ciclo de vida las empresas están expuestas al riesgo de quiebra, elevando el costo de dificultades financieras, evitando entonces la deuda; una vez que pasan a la etapa de madurez estos costos de quiebra se reducen, permitiendo que las empresa opten por el endeudamiento aprovechando las ventajas fiscales que se derivan de la deuda; mientras que en la etapa de declive, los niveles de deuda se reducen debido al riesgo de quiebra.

Finalmente la teoría de la jerarquía se basa en la asimetría de información, como elemento clave en la definición de la estructura de financiamiento de las empresas, esta teoría fue inicialmente propuesta por Myers y Majluf (1984), quienes afirman que las empresas se financian siguiendo un patrón de necesidades financieras; es decir, el nivel de endeudamiento depende de la liquidez de una empresa, la rentabilidad, las necesidad de crecimiento, por lo tanto, en presencia de niveles favorables de rentabilidad y liquidez, prefieren financiarse con fondos propios en lugar de recurrir al endeudamiento. En ese sentido esta teoría presenta un patrón de financiamiento en donde las empresas prefieren el uso de fondos propios en primer lugar, y cuando se agotan los fondos propios recurren al endeudamiento, finalmente como último recurso, optarán por la emisión de acciones por el temor a perder la propiedad y control de sus empresas. (Fuady et al., 2019).

Según la teoría de la Jerarquía mientras una empresa tenga mayores niveles de liquidez y de rentabilidad menor será el nivel de deuda puesto que recurrirán a los recursos disponibles para financiar sus inversiones. (Abd Al-Lateif y Al-Debi'e, 2019; Canto et al., 2019; Castro et al., 2014; ELbekpashy y ELgiziry, 2017; Fuady et al., 2019; Öhman y Yazdanfar, 2017; Rahman y Ponco, 2017; Vera et al., 2014). En esto coincide el estudio efectuado por Gutierrez Ponce et al., (2019) que evidencia que las Pymes en Ecuador disminuyen el uso de la deuda cuando sus niveles de rentabilidad y liquidez son mayores.

Respecto a la edad, la relación con el endeudamiento es negativa, ya que a mayor edad las empresas reducen las necesidades de financiamiento y tienen mejores niveles de liquidez para cubrir sus inversiones. (Adair y Adaskou, 2018; Barona y Rivera, 2013; Briozzo y Vigier, 2012; Canto et al., 2019). El tamaño de una empresa y las garantías tiene una relación positiva con la deuda, ya que, a mayor tamaño y más activos garantizados, la asimetría de información no es un problema, y esto les permite recurrir a la deuda. (Abd Al-Lateif y Al-Debi'e, 2019; Berger y Udell, 1998; Briozzo y Vigier, 2012; Canto et al., 2019; Castro et al., 2016; Chittenden et al., 1996; ELbekpashy y ELgiziry, 2017; La Rocca et al., 2011; mac an Bhaird y Lucey, 2010; Matias y Serrasqueiro, 2017; Serrasqueiro y Caetano, 2015; Tian et al., 2015; Vanacker y Manigart, 2010). El crecimiento de ventas y de ingresos ocasiona que la empresa recurra a más deuda para cubrir las necesidades de inversión. (Abd Al-Lateif y Al-Debi'e, 2019; Adair y Adaskou, 2018; Briozzo y Vigier, 2012; Canto et al., 2019; Castro et al., 2014; ELbekpashy y ELgiziry, 2017; La Rocca et al., 2011; Öhman y Yazdanfar, 2017; Rahman y Ponco, 2017).

El patrón de financiamiento que siguen las empresas de acuerdo con esta teoría es alto – bajo – alto, durante las etapas de crecimiento, madurez y declive, puesto que, en la etapa inicial del ciclo de vida de las empresas, los niveles de rentabilidad y liquidez son bajos, lo que les impide autofinanciarse y deben recurrir a la deuda para cubrir sus necesidades de inversión, que en esta etapa son altos. Una vez que pasan a la etapa de madurez, la rentabilidad y la holgura financiera aumenta, permitiéndoles financiarse con fondos propios y dejar a un lado la deuda; mientras que, en la etapa de declive, los niveles de deuda aumentan ante la incapacidad de las empresas para cubrir sus inversiones con fondos propios.

3. METODOLOGÍA

El objetivo es determinar la incidencia del ciclo de crecimiento financiero en la estructura de financiamiento de las Pymes de Ecuador e identificar si existe un patrón de financiamiento que este asociado a una de las teorías de financiamiento. Se plantea como variables dependientes al endeudamiento total que es la medida de estructura de financiamiento, con el objetivo de observar el nivel y el tipo de financiamiento que suelen elegir las pequeñas y medianas empresas a lo largo del ciclo de crecimiento financiero. Como variables independientes se han definido a las diferentes etapas del ciclo de crecimiento financiero, etapa de crecimiento, etapa de madurez y etapa de declive, clasificadas por la edad de las empresas; además constan como variables independientes el tamaño, la liquidez, el crecimiento de ventas, crecimiento de ingresos, ROA, ROE, garantías, escudo fiscal, edad, que son consideradas por los estudios empíricos como variables que inciden en la estructura de financiamiento según las diferentes teorías.

Los datos para calcular las variables se obtuvieron del portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador. En total se utilizaron datos de 10860 Pymes de Ecuador. Para efectuar este trabajo, se consideran a las Pymes que tengan más de cinco años en el mercado.

Se estimó un modelo de efectos fijos para el análisis multivariado de un conjunto de datos panel no balanceado. Es importante recalcar que se realizó la Prueba de Hausman para comparar los modelos de efectos fijos con los modelos de efectos aleatorios, y en todos los casos los resultados favorecen al modelo de efectos fijos.

Variable Dependiente

Tabla 1: Variable dependiente

Variable Dependiente	Medición
Endeudamiento total	$(\text{endeudamiento a corto plazo} + \text{endeudamiento a largo plazo}) / \text{Activo total}$.

Nota: Esta tabla presenta la fórmula utilizada para calcular la variable dependiente endeudamiento total

Variables Independientes

Se planteo como variables independientes a las etapas del ciclo de crecimiento financiero, siendo las etapas de crecimiento, madurez y declive. Además, se plantearon como variables independientes a aquellas que tienen relación con la

estructura de financiamiento, según las principales teorías financieras, con la finalidad de determinar la relación que existe entre estas variables y la variable dependiente deuda total, y determinar la teoría que explique mejor la estructura de financiamiento de las Pymes en Ecuador. Las variables independientes se muestran en la Tabla 2.

Tabla 2: Variables independientes

VARIABLE	MEDICIÓN
Tamaño	Logaritmo natural de los activos totales.
Edad	Fecha de objeto de estudio – Fecha de creación.
Liquidez	Activo corriente / Pasivo corriente.
ROA	UAII / Activo total.
Garantía	Activo Fijo Neto / Activo total.
ROE	Utilidad del ejercicio / patrimonio
Crecimiento de Ingresos	(Ingreso actual – Ingreso anterior) / Ingreso anterior.
Escudo fiscal sin deuda	Depreciación / Activo total.
Crecimiento de ventas	(Ventas año actual – ventas año anterior) / ventas año anterior.
Etapas de crecimiento	Edad de 5 - 10 años
Etapas de madurez	Edad de 11 - 20 años
Etapas de declive	Edad de > 21 años

Nota: En esta tabla se presentan las diversas variables independientes que permitirán realizar la respectiva correlación con la variable dependiente que se usa para este estudio

Hipótesis

Con el objetivo de identificar si el ciclo de crecimiento financiero incide en la estructura de financiamiento de las Pymes de Ecuador, se plantean las siguientes hipótesis

H1: El ciclo de crecimiento financiero tiene una relación estadísticamente significativa con la estructura de financiamiento de las Pymes

H2: La relación estadísticamente significativa del ciclo de crecimiento financiero indica la existencia de un desarrollo paulatino en las variables independientes a lo largo de las etapas del ciclo de crecimiento financiero.

Para el análisis de regresión, que incluye a las etapas del ciclo de vida como variables independientes, se plantea la siguiente ecuación:

$$\text{ENDEUDAMIENTO}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_2 \text{LIQUIDEZ}_{it} + \beta_3 \text{CRECVT}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{ROE}_{it} + \beta_6 \text{GARANTÍA}_{it} + \beta_7 \text{ESCFIS}_{it} + \beta_8 \text{CRECING}_{it} + \beta_9 \text{EDAD}_{it} + \beta_{10} \text{ETAPA_CRECIMIENTO}_{it} + \beta_{11} \text{ETAPA_MADUREZ}_{it} + \beta_{12} \text{ETAPA_DECLIVE}_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Para el análisis de regresión, que explora el comportamiento de las demás variables independientes en cada una de las etapas del ciclo de vida, se plantea la siguiente ecuación para cada etapa:

$$\text{ENDEUDAMIENTO_ETAPA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_2 \text{LIQUIDEZ}_{it} + \beta_3 \text{CRECVT}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{ROE}_{it} + \beta_6 \text{GARANTÍA}_{it} + \beta_7 \text{ESCFIS}_{it} + \beta_8 \text{CRECING}_{it} + \beta_9 \text{EDAD}_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

4. RESULTADOS EMPÍRICOS Y CONCLUSIONES

4.1. Estadísticas descriptivas

ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LAS VARIABLES DE ESTUDIO (TODAS LAS EMPRESAS)

En la Tabla 3 se muestran la media y la desviación del endeudamiento total, endeudamiento a corto plazo y endeudamiento a largo plazo de todas las Pymes analizadas, evidenciándose que en la estructura de financiamiento es mayor el nivel de deuda (0,5641) comparado con el financiamiento con fondos propios que sería la diferencia (0,4359), sin embargo, el endeudamiento es ligeramente mayor a los fondos propios, esto puede ser debido a las dificultades que tienen las Pymes para recurrir al financiamiento con terceros, lo cual se refleja en los niveles de deuda a corto plazo (0,3838) que son mayores a la deuda a largo plazo (0,1803) debido a que el financiamiento a corto plazo corresponde al que otorgan los proveedores y de instituciones financieras con altos costos de intereses por el riesgo asociado al financiamiento.

Tabla 3: Estadísticas descriptivas de las medidas de estructura de financiamiento

Variable	Media	Desviación
DEUDA TOTAL	0,5641	0,2700
DEUDA CORTO PLAZO	0,3838	0,2613
DEUDA LARGO PLAZO	0,1803	0,2261

Nota: En esta tabla se presentan las estadísticas descriptivas de las medidas utilizadas en la estructura de financiamiento

En la tabla 4 se observan las estadísticas descriptivas de las variables independientes, evidenciándose que una desviación alta para la variable liquidez, crecimiento de ventas y crecimiento de ingresos, respecto a las variables de rentabilidad, encontramos niveles medios del 5% y 7% para el roe y roa de las Pymes de Ecuador, respectivamente. Los niveles de garantías presentan una media del 34%, lo que se condiera un nivel bajo de garantías, además se observa que la media de escudos fiscales es de solo el 2%.

Tabla 4: Estadísticas descriptivas de las variables independientes

VARIABLES	Media	Desviación
TAMAÑO	13,22	0,97
LIQUIDEZ	29,65	2921,51
CRECIMIENTO DE VENTAS	3,69	706,48
ROA	0,07	0,09
ROE	0,05	0,07
GARANTÍA	0,34	0,30
ESCUDO FISCAL SIN DEUDA	0,02	0,04
CRECIMIENTO DE INGRESOS	3,66	706,48
EDAD	17,45	10,24

Nota: En esta tabla se presentan las estadísticas descriptivas de las variables independientes de este estudio

ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LAS VARIABLES A TRAVÉS DE LAS ETAPAS DEL CICLO DE CRECIMIENTO FINANCIERO

Las estadísticas descriptivas de la variable dependiente deuda total durante la clasificación de las etapas del ciclo de crecimiento financiero se presentan en la tabla 5. En esta tabla se muestran la media y la desviación del endeudamiento total, en la etapa de crecimiento, madurez y declive, se observa que la media del endeudamiento total disminuye a medida que la empresa cambia de etapa en el ciclo de vida de crecimiento financiero; cuando las Pymes de Ecuador se encuentran en la etapa de crecimiento, la media del endeudamiento total es (0,61), una vez que pasan a la etapa de madurez, la media del endeudamiento disminuye ligeramente alcanzando un nivel de (0,58) y esta tendencia decreciente se mantiene en la etapa de madurez, en donde el nivel de endeudamiento se reduce más, alcanzando un nivel de (0,49).

Tabla 5: Estadísticas descriptivas de la variable dependiente a través del ciclo de crecimiento financiero

Variable Dependiente	CRECIMIENTO	MADUREZ	DECLIVE
DEUDA TOTAL	0,61 (0,26)	0,58 (0,26)	0,49 (0,28)

Nota: En esta tabla se muestra la media y la desviación estándar de la variable dependiente a través de las etapas del ciclo de crecimiento financiero. La desviación estándar es el valor que esta entre paréntesis

En la tabla 6 se pueden observar las estadísticas descriptivas de las variables independientes durante las etapas del ciclo de crecimiento financiero. El valor medio del ROA, ROE, tuvo una tendencia decreciente, lo que indica que a medida que las Pymes de Ecuador pasan de una etapa a otra, los niveles de rentabilidad disminuyen, cabe señalar que el ROA o rentabilidad sobre los activos presenta niveles bajos durante las tres etapas del ciclo de crecimiento financiero con una media de (0,09 en la etapa de crecimiento; 0,07 en la etapa de madurez y 0,06 en la etapa de declive), lo mismo ocurre con el ROE o rentabilidad sobre el patrimonio, que presente una media de (0,06 en la etapa de crecimiento; 0,05 en la etapa de madurez y 0,04 en la etapa de declive),

Respecto al valor medio de las variables independientes edad y tamaño, se observa una tendencia creciente debido a que la empresa va evolucionando en su ciclo de crecimiento financiero, es decir, a medida que las Pymes de Ecuador pasan de una etapa a otra, crecen en su tamaño, ya que han acumulado más activos en el tiempo. En la variable liquidez se observa que en la etapa de madurez incrementa significativamente su nivel siendo la media (40,22), que es mayor a la media de la etapa de crecimiento (16,37) y de la etapa de declive (26,29) esto puede ser porque en la etapa de crecimiento las empresas requieren más recursos líquidos para cubrir sus inversiones iniciales, y en cambio en la etapa de madurez estas inversiones ya fueron cubiertas dejando fondos líquidos libres.

Las variables crecimiento de ingresos y crecimiento de ventas, reflejan valores más altos en la etapa de madurez debido a la dispersión en los datos.

La variable independiente garantía, presenta una media de (0,33) en la etapa de crecimiento, y luego se observa una ligera disminución de la media en la etapa de madurez (0,32) y finalmente en la etapa de declive la media incrementa (0,37) alcanzo el nivel más alto de las tres etapas. El escudo fiscal en las Pymes de Ecuador, es similar en las tres etapas, (0,03 en la etapa de crecimiento y madurez) aunque en la etapa de declive la media disminuye ligeramente (0,02), es importante señalar que los niveles de escudo fiscal son bajos.

Tabla 6: Estadísticas descriptivas de las variables independientes a través del ciclo de crecimiento financiero

VARIABLES	CRECIMIENTO	MADUREZ	DECLIVE
TAMA	13,09 (0,95)	13,18 (0,97)	13,42 (0,97)
LIQUIDEZ	16,37 (1194,4)	40,22 (4198,77)	26,29 (1152,92)
CRECIMIENTO DE VENTAS	0,54 (12,17)	0,39 (11,53)	12,04 (1335,39)
ROA	0,09 (0,11)	0,07 (0,09)	0,06 (0,08)
ROE	0,06 (0,08)	0,05 (0,07)	0,04 (0,07)
GARANTÍA	0,33 (0,3)	0,32 (0,29)	0,37 (0,31)
ESCUDO FISCAL SIN DEUDA	0,03 (0,04)	0,03 (0,04)	0,02 (0,03)
CRECIMIENTO DE INGRESOS	0,52 (12,19)	0,33 (10,73)	12,02 (1335,38)
EDAD	8,18 (1,49)	14,82 (2,78)	30,86 (9,16)

Nota: En esta tabla se muestra la media y la desviación estándar de las variables independientes a través de las etapas del ciclo de crecimiento financiero. La desviación estándar es el valor que esta entre paréntesis

4.2. Resultados de los modelos de regresión

RESULTADOS PARA LAS OBSERVACIONES GENERALES

En la tabla 7, se muestran los estimadores del modelo de efectos fijos para todas las observaciones, en el mismo se incluye las etapas como variables explicativas. Se evidencia que no son significativos al nivel del 5% los coeficientes de la liquidez, del crecimiento de ventas, del crecimiento de los ingresos y de la etapa de declive.

Tabla 7: Modelo de Efectos Fijos para todas las observaciones

Variable	Estimador	Error	Estadístico	Valor p
TAMA	0,1154	0,0020	56,9931	0,0000
LIQUIDEZ	0,0000	0,0000	-1,0972	0,2726
CRECIMIENTO DE VENTAS	0,0000	0,0001	-0,2011	0,8406
ROA	0,2831	0,0344	8,2213	0,0000
ROE	-0,7620	0,0423	-18,0185	0,0000
GARANTÍA	-0,0577	0,0047	-12,2244	0,0000
ESCUDO FISCAL SIN DEUDA	-0,0632	0,0210	-3,0146	0,0026
CRECIMIENTO DE INGRESOS	0,0000	0,0001	0,1939	0,8462
EDAD	-0,0127	0,0004	-31,6170	0,0000
ETAPACRECIMIENTO				
ETAPAMADUREZ	-0,0068	0,0024	-2,8459	0,0044
ETAPADECLIVE	0,0022	0,0044	0,4889	0,6249

Nota: En esta tabla se muestran los resultados obtenidos en el modelo de efectos fijos para todas las observaciones, aquí se incluyen como variables independientes a las etapas del ciclo de crecimiento financiero.

Los resultados muestran que existe un efecto estadísticamente significativo de las etapas del ciclo de crecimiento financiero de las empresas en la estructura de financiamiento de las Pymes en Ecuador, por lo tanto, se acepta la hipótesis que establece que existe una relación estadísticamente significativa entre las etapas del ciclo del ciclo de crecimiento financiero y la estructura de financiamiento.

En el modelo de efectos fijos que toma como base la etapa de crecimiento, de acuerdo con los coeficientes estimados, se puede observar que, en la etapa de madurez el nivel de endeudamiento es menor a la etapa de crecimiento, y que en la etapa de declive el nivel de endeudamiento es menor a la etapa de crecimiento, pero mayor a la etapa de madurez, por lo tanto, se observa un patrón de estructura de financiamiento alto, bajo y alto en las etapas de crecimiento, madurez y declive respectivamente, lo cual es consistente con la teoría de la Jerarquía.

Este resultado sugiere que en los primeros años de vida las empresas recurren a mayor endeudamiento para cubrir sus necesidades de inversión iniciales, cuando ya no disponen de suficientes recursos, ya que se puede observar una relación negativa significativa entre el ROE y la estructura de financiamiento. Este resultado es consistente con la teoría de la Jerarquía, que señala que las empresas con menor rentabilidad recurren al endeudamiento debido a la falta de recursos

propios, lo cual se presente en los primeros años de vida. Se observa una relación positiva y significativa entre el tamaño y la estructura de financiamiento y una relación negativa y significativa entre la garantía y la estructura de financiamiento, estos resultados son consistentes con la teoría de la Jerarquía.

La comprobación de la primera hipótesis sugiere entonces un desarrollo progresivo de las otras variables independientes en las diferentes etapas del ciclo de crecimiento financiero, por lo que a continuación se presentan las variables independientes en cada una de las etapas del ciclo de crecimiento financiero, es decir, etapa de crecimiento, madurez y declive, utilizando estimadores del modelo de efectos fijos.

RESULTADOS PARA CADA ETAPA DEL CICLO DE CRECIMIENTO FINANCIERO

ETAPA DE CRECIMIENTO

En la tabla 8 se observa que, en etapa de crecimiento, para el modelo de efectos fijos no son significativos al nivel del 5% los coeficientes de la liquidez, del crecimiento de ventas, escudo fiscal y crecimiento de los ingresos.

Tabla 8: Modelo de Efectos Fijos en la Etapa de Crecimiento

Variable	Estimador	Error	Estadístico	Valor p
TAMA	0,1195	0,0041	29,2913	0,0000
LIQUIDEZ	0,0000	0,0000	0,0473	0,9623
CRECIMIENTO DE VENTAS	0,0011	0,0006	1,8233	0,0683
ROA	0,2378	0,0682	3,4853	0,0005
ROE	-0,7163	0,0839	-8,5332	0,0000
GARANTÍA	-0,0525	0,0099	-5,2935	0,0000
ESCUDO FISCAL SIN DEUDA	0,0360	0,0427	0,8428	0,3994
CRECIMIENTO DE INGRESOS	-0,0009	0,0006	-1,4321	0,1522
EDAD	-0,0210	0,0008	-24,7304	0,0000

Nota: En esta tabla se muestran los resultados obtenidos en el modelo de efectos fijos para las observaciones en la etapa de crecimiento

En el modelo de efectos fijos se observa una relación inversa con la significación estadística entre las variables roe, edad, garantía y la estructura de financiamiento en un nivel de significación del 5%, por otra parte, las variables tamaño, roa presentan una relación positiva y significativa con la estructura de financiamiento en un nivel de significación del 5%.

Esto sugiere que la empresas tienen mayores niveles de endeudamiento en sus primeros años del ciclo de vida, que es cuando sus niveles de rentabilidad y garantías son menores; respecto al tamaño de las empresas y el roe que se mide considerando el monto de activos, se observa que las empresas de mayor tamaño, es decir, con más activos, presentan niveles de endeudamiento más elevados que las empresas con menor volumen de activos, esto ocurre debido a que la asimetría de información se reduce cuando la empresa es grande; los resultados son consistentes con la teoría de la Jerarquía.

ETAPA DE MADUREZ

En la tabla 9 se observa que, en la etapa de Madurez, para el modelo de efectos fijos no son significativos al nivel del 5% los coeficientes de la liquidez, del crecimiento de ventas, escudo fiscal.

Tabla 9: Modelo de Efectos Fijos en la Etapa de Madurez

Variable	Estimador	Error	Estadístico	Valor p
TAMA	0,1284	0,0032	39,7407	0,0000
LIQUIDEZ	0,0000	0,0000	-0,5617	0,5743
CRECIMIENTO DE VENTAS	-0,0003	0,0002	-1,5946	0,1108
ROA	0,3285	0,0517	6,3581	0,0000
ROE	-0,8619	0,0647	-13,3306	0,0000
GARANTÍA	-0,0677	0,0076	-8,9025	0,0000
ESCUDO FISCAL SIN DEUDA	-0,0404	0,0300	-1,3477	0,1778
CRECIMIENTO DE INGRESOS	0,0006	0,0002	2,3492	0,0188
EDAD	-0,0122	0,0006	-20,7460	0,0000

Nota: En esta tabla se muestran los resultados obtenidos en el modelo de efectos fijos para las observaciones en la etapa de madurez

En el modelo de efectos fijos, se observa una relación inversa con la significación estadística entre las variables roe, edad, garantía, y la estructura de financiamiento en un nivel de significación del 5%, por otra parte, las variables tamaño, roa, crecimiento de ingresos presentan una relación positiva y significativa con la estructura de financiamiento en un nivel de significación del 5%.

Esto sugiere que las empresas tienen mayores niveles de endeudamiento en sus primeros años del ciclo de vida, que es cuando sus niveles de rentabilidad y garantías son menores. Respecto al tamaño de las empresas y el roe que se mide considerando el monto de activos, se observa que las empresas de mayor tamaño, es decir, con más activos, presentan niveles de endeudamiento más elevados que las empresas con menor volumen de activos, esto ocurre debido a que la asimetría de información se reduce cuando la empresa es grande; el crecimiento de ingresos tiene una relación positiva y significativa con la estructura de financiamiento, esto se fundamenta con la Teoría de la Jerarquía que señala que las empresas con mayores niveles de crecimiento incrementarán en endeudamiento cuando se agoten los recursos propios, para poder cubrir sus necesidades de inversión requeridas para crecer. Los resultados son consistentes con la teoría de la Jerarquía.

ETAPA DE DECLIVE

En la tabla 10 se observa que, en la etapa de Declive, para el modelo de efectos fijos no son significativos al nivel del 5% los coeficientes de la liquidez, del crecimiento de ventas, crecimiento de ingresos.

Tabla 10: Modelo de Efectos Fijos en la Etapa de Declive

Variable	Estimador	Error	Estadístico	Valor p
TAMA	0,1031	0,0041	25,3830	0,0000
LIQUIDEZ	0,0000	0,0000	-3,7223	0,0002
CRECIMIENTO DE VENTAS	0,0001	0,0001	0,4222	0,6729
ROA	0,2732	0,0743	3,6776	0,0002
ROE	-0,7301	0,0880	-8,2989	0,0000
GARANTÍA	-0,0674	0,0084	-8,0244	0,0000
ESCUDO FISCAL SIN DEUDA	-0,1121	0,0450	-2,4932	0,0127
CRECIMIENTO DE INGRESOS	-0,0001	0,0001	-0,4296	0,6675
EDAD	-0,0078	0,0006	-12,0482	0,0000

Nota: En esta tabla se muestran los resultados obtenidos en el modelo de efectos fijos para las observaciones en la etapa de declive

En el modelo de efectos fijos, se observa una relación inversa con la significación estadística entre las variables roe, escudo fiscal, edad, garantía, y la estructura de financiamiento en un nivel de significación del 5%, por otra parte, las variables tamaño, roa, liquidez, presentan una relación positiva y significativa con la estructura de financiamiento en un nivel de significación del 5%.

Esto sugiere que las empresas tienen mayores niveles de endeudamiento en sus primeros años del ciclo de vida, que es cuando sus niveles de rentabilidad, y garantías son menores. Respecto al tamaño de las empresas y el roe que se mide considerando el monto de activos, se observa que las empresas de mayor tamaño, es decir, con más activos, presentan niveles de endeudamiento más elevados que las empresas con menor volumen de activos, esto ocurre debido a que la asimetría de información se reduce cuando la empresa es grande. Los resultados son consistentes con la teoría de la Jerarquía.

En el modelo de efectos fijos la variable escudo fiscal, tiene una relación negativa y significativa con la estructura de financiamiento, esto se fundamenta con la Teoría de la Compensación, que señala que las empresas recurrirán al uso de la deuda para aprovechar las ventajas impositivas de la misma cuando no cuenten con escudos fiscales alternativos a la deuda; por otra parte, la variable liquidez presente una relación positiva y significativa, lo que indica que las empresas con mayores niveles de liquidez recurrirán a incrementar el nivel de endeudamiento aprovechando la capacidad de pago ya que según la teoría de la compensación buscaran usar la deuda como ventaja fiscal.

4.3. Conclusiones y discusión

Las Pymes de Ecuador se financian en mayor medida de fondos ajenos, específicamente en promedio el nivel de endeudamiento total es de 54%. Al analizar la media de las variables independientes; se evidencia que, la liquidez de las Pymes es más alta en la etapa de madurez. Por otra parte, los niveles del groa, roe, crecimiento de ingresos y crecimiento de ventas, son mayores en la etapa de crecimiento y van disminuyendo a medida que avanzan a las etapas de madurez y declive. En cambio, el nivel de garantía de las Pymes es mayor en la etapa de declive probablemente debido a que en esa etapa requieren aumentar sus garantías

para obtener financiamiento, se observa también que en la etapa de madurez el nivel de garantía es más bajo.

Al analizar la incidencia de las etapas de crecimiento, madurez y declive, que fueron definidas como variables independientes en el modelo de efectos fijos, se observa un patrón de endeudamiento alto, bajo y alto en las etapas de crecimiento, madurez y declive respectivamente, lo cual es consistente con la teoría de la Jerarquía.

Los resultados de regresión muestran que existe un efecto estadísticamente significativo de las etapas del ciclo de crecimiento financiero de las empresas en la estructura de financiamiento de las Pymes en Ecuador, por lo tanto, se acepta la hipótesis que establece que existe una relación estadísticamente significativa entre las etapas del ciclo del ciclo de crecimiento financiero y la estructura de financiamiento, lo cual es consistente con otros estudios empíricos como el de (Abd Al-Lateif & Al-Debi'e, 2019)

El análisis de las demás variables independientes en cada una de las etapas de crecimiento, madurez y declive, utilizando estimadores del modelo de efectos fijos, muestra una relación inversa con la significación estadística entre las variables roe, escudo fiscal, edad, garantía, y el endeudamiento, en un nivel de significación del 5%, esto sugiere que las empresas tienen mayores niveles de endeudamiento en sus primeros años del ciclo de vida, que es cuando sus niveles de rentabilidad, y garantías son menores. (Ahsan et al., 2016; Canto et al., 2019; ELbekpashy y ELgiziry, 2017; Hirsch y Walz, 2019; La Rocca et al., 2011; Matias y Serrasqueiro, 2017; Naidu et al., 2019). La variable escudo fiscal, tiene una relación negativa y significativa con el endeudamiento únicamente en la etapa de declive, esta relación es consistente con la Teoría de la Compensación, que señala que las empresas recurrirán al uso de la deuda para aprovechar las ventajas impositivas de la misma cuando no cuenten con escudos fiscales alternativos a la deuda. (Ahsan et al., 2016; Mirza et al., 2016; Rehman et al., 2016).

Por otra parte, las variables tamaño y roa, presentan una relación positiva y significativa en un nivel de significación del 5%, durante las etapas de crecimiento, madurez y declive, lo que sugiere que las empresas de mayor tamaño, es decir, con más activos, presentan niveles de endeudamiento más elevados que las empresas con menor volumen de activos; esto ocurre debido a que la asimetría de información se reduce cuando la empresa es grande, los resultados son consistentes con la teoría de la Jerarquía. (Berger y Udell, 1998; Briozzo y Vigier, 2012; Castro et al., 2016; Chittenden et al., 1996; ELbekpashy y ELgiziry, 2017; La Rocca et al., 2011; mac an Bhaird y Lucey, 2010). La relación positiva y significativa entre el roa y el endeudamiento en todas las etapas, sugiere que las empresas con mejores niveles de rentabilidad aprovecharán esa capacidad financiera para incrementar su endeudamiento ya que según la teoría de la compensaciones existen ventajas fiscales derivadas de la deuda.

Respecto al crecimiento de ingresos, se observa una relación positiva y significativa únicamente en la etapa de madurez, este resultado sugiere que las empresas con mayores niveles de crecimiento incrementarán en endeudamiento en la etapa de madurez cuando se agoten los recursos propios, para poder cubrir sus necesidades de inversión requeridas para crecer, lo que se fundamenta en la teoría de la jerarquía. (Abd Al-Lateif y Al-Debi'e, 2019; Adair y Adaskou, 2018; Canto et al., 2019; Castro et al., 2014; ELbekpashy y ELgiziry, 2017; Naidu et al., 2019; Öhman y Yazdanfar, 2017; Nidar y Ponco, 2017). La relación positiva y

significativa entre la liquidez y el endeudamiento, se presenta únicamente en la etapa de declive, esto indica que en la etapa de declive las empresas con mayores niveles de liquidez recurrirán a incrementar el nivel de endeudamiento, aprovechando la capacidad de pago, ya que según la teoría de la compensación buscarán usar la deuda como ventaja fiscal.

Los resultados evidencian un comportamiento similar de las variables independientes, a lo largo de las etapas del ciclo de crecimiento financiero, tanto a nivel de significancia, como en la relación que existe entre cada una de las variables independientes respecto al endeudamiento. La teoría de la Jerarquía es la que mejor explica el comportamiento de las variables independientes de las Pymes de Ecuador.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abd Al-Lateif, Y., & Al-Debi'e, M. (2019). Life Cycle Effect on Firm Capital Structure: Evidence from Jordan. *Business Administration of Jordan*, 15, 445–465.
- Adair, P., & Adaskou, M. (2018). The capital structure of mature French SMEs and impact of the great recession: A dynamic panel data analysis (2002–2010). *Economics, Management and Sustainability*, 3(2), 60–75. <https://doi.org/https://doi.org/10.14254/jems.2018.3-2.5>
- Ahsan, T., Wang, M., & Qureshi, M. A. (2016). How do they adjust their capital structure along their life cycle? An empirical study about capital structure over life cycle of Pakistani firms. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 276–302. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/JABS-06-2015-0080>
- Berger, A., & Udell, G. (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(6–8), 613–673. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Briozzo, A., & Vigier, H. (2012). The effect of life cycles on diversification of financing sources for SMEs: Evidence from Argentina. *African Journal of Business Management*, 6(3), 811–826. <https://doi.org/https://doi.org/10.5897/AJBM11.830>
- Canto-Cuevas, F. J., Palacín-Sánchez, M. J., & Di Pietro, F. D. (2019). Trade credit as a sustainable resource during an SME's Life Cycle. *Sustainability*, 11(3), 670. <https://doi.org/https://doi.org/10.3390/su11030670>
- Canto, F., Palacín, M. J., & Di Pietro, F. (2019). Trade credit as a sustainable resource during an SME's Life Cycle. *Sustainability (Switzerland)*, 11(3). <https://doi.org/https://doi.org/10.3390/su11030670>
- Castro, P., Tascón Fernández, M. T., Amor-Tapia, B., & de Miguel, A. (2016). Target leverage and speed of adjustment along the life cycle of European listed firms. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(3), 188–205. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/j.brq.2016.01.003>
- Castro, P., Tascón, M. T., & Amor-Tapia, B. (2014). The role of life cycle on the firm's capital structure. *Pecunia: Revista de La Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León*, 19, 131–155. <https://doi.org/https://doi.org/10.18002/pec.v0i19.3585>

- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8, 59–67. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/BF00391976>
- ELbekpashy, M., & ELgiziry, K. (2017). Investigating the Impact of Firm Characteristics on Capital Structure of Quoted and Unquoted SMEs. *Accounting and Finance Research*, 7(1), 144. <https://doi.org/https://doi.org/10.5430/afr.v7n1p144>
- Espinoza Rosero, G. B. (2020). El Crédito Bancario y las Pymes en Ecuador. *YACHANA, Revista Científica*, 9(2), 77–90. <http://revistas.ulvr.edu.ec/index.php/yachana/article/view/649>
- Frielinghaus, A., Mostert, B., & Firer, C. (2005). Capital structure and the firm's life stage. *South African Journal of Business Management*, 36(4), 9–18. <https://doi.org/https://doi.org/10.4102/sajbm.v36i4.640>
- Fuady, M., Safitri, J., Rita, M. R., Pagestuti, I. R. D., & Wahyudi, S. (2019). How companies at mature stages choose their capital structure? Evidence from Indonesian data panel. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 8(9), 491–499. <http://www.ijstr.org/final-print/sep2019/How-Companies-At-Mature-Stages-Choose-Their-Capital-Structure-Evidence-From-Indonesian-Data-Panel.pdf>
- Gutierrez Ponce, H., Morán Montalvo, C., & Posas Murillo, R. (2019). Determinantes de la estructura de capital : un estudio empírico del sector manufacturero en Ecuador. *Contaduría y Administración*, 64(2), 1–19. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1848>
- Gutierrez Ponce, H., & Palacios Duarte, P. D. (2015). Factores de la innovación y su influencia en las ventas y el empleo. El caso de las Mipymes manufactureras mexicanas. *Cuadernos de Economía*, 34(65), 401–422. <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v34n65.41871>
- Hirsch, J., & Walz, U. (2019). The financing dynamics of newly founded firms. *Journal of Banking and Finance*, 100, 261–272. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.009>
- La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A. (2011). Capital Structure Decisions During a Firm's Life Cycle. *Small Business Economics*, 37(1), 107–130. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s11187-009-9229-z>
- Lizardo, W., Nacimiento, M., Saber, A., & Hadad, E. (2019). Influence of collateral and age on corporate capital structure. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(4), 123–132. [https://doi.org/https://doi.org/10.21511/imfi.16\(4\).2019.11](https://doi.org/https://doi.org/10.21511/imfi.16(4).2019.11)
- mac an Bhaire, C., & Lucey, B. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, 35(3), 357–375. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s11187-008-9162-6>
- Mandala, G. N., Sirisetti, S., Srinivasa Rao, K., Gandreti, V. R. R., & Gupta, N. (2019). The influence of firm age on the relationship between the capital structure determinants and firm value. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 8(11), 2958–2962. <http://www.ijstr.org/final-print/nov2019/The-Influence-Of-Firm-Age-On-The-Relationship-Between-The-Capital-Structure-Determinants-And-Firm-Value.pdf>

- Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 40, 19–33. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014>
- Mirza, S., Rehman, A., & Xianzhi, Z. (2016). Adjustment Behaviour of Leverage in Chinese Firms: An Empirical Analysis of Overall Firms, State-owned and Non State-owned Enterprises. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 12(2), 95–126. <https://doi.org/https://doi.org/10.21315/AAMJAF2016.12.2.5>
- Öhman, P., & Yazdanfar, D. (2017). Short- and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 16(1), 106–124. <https://doi.org/http://doi.org/10.1108/RAF-08-2015-0118>
- Pontoh, W., & Budiarmo, N. (2018). Firm characteristics and capital structure adjustment. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(2), 129–144. [https://doi.org/https://doi.org/10.21511/imfi.15\(2\).2018.12](https://doi.org/https://doi.org/10.21511/imfi.15(2).2018.12)
- Rahman, S., & Ponco, R. (2017). Company Life Cycle and Capital Structure of Manufacturing Sector In the Consumer Goods Industry. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 18(1), 46–54. <https://doi.org/https://doi.org/10.24198/jbm.v18i1.43>
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445–466. <https://doi.org/https://doi.org/10.19053/22565779.3543>
- Superintendencia de Compañías, V. y S. (2020). *Ranking Empresarial 2020*. <https://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/#pt>
- Tian, L., Han, L., & Zhang, S. (2015). Business Life Cycle and Capital Structure: Evidence from Chinese Manufacturing Firms. *China and World Economy*, 23(2), 22–39. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/cwe.12105>
- Ur Rehman, A., Wang, M., & Yu, H. (2016). Dynamics of financial leverage across firm life cycle in Chinese firms: an empirical investigation using dynamic panel data model. *China Finance and Economic Review*, 4(19), 1–22. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1186/s40589-016-0041-z>
- Vanacker, T., & Manigart, S. (2010). Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics*, 35(1), 53–69. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s11187-008-9150-x>
- Vera, M., Melgarejo, Z., & Mora, E. (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. <https://doi.org/https://doi.org/10.15446/innovar.v24n53.43922>
- Walid, Y. (2019). Life cycle theory of the capital structure: Evidence from tunisian SMEs. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 432–449. <https://doi.org/http://doi.org/10.18488/journal.aefr.2019.94.432.449>
- Yazdanfar, D. (2012). Agency costs theory and the financing life cycle empirical evidence from Swedish firm-level data. *International Journal of Business and Globalisation*, 8(2), 226–238. <https://doi.org/https://doi.org/10.1504/IJBG.2012.045397>

