



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

40 Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Octubre 2020

Fuentes de financiamiento para capital de trabajo y activos fijos en mipymes argentinas

Influencias del tamaño y del sector de la economía al que pertenecen

Luciana B. Villar

Universidad Nacional del Sur

SUMARIO

1. Introducción y marco teórico
2. Metodología
3. Resultados y discusión
4. Conclusiones

Para comentarios:
lucianavillar@live.com.ar

Resumen

El objetivo del presente trabajo consiste en analizar la estructura de financiamiento de las mipymes (micro, pequeñas y medianas empresas) en la Argentina, tanto para capital de trabajo como para activos fijos, con el fin de constatar si las empresas toman sus decisiones de financiamiento siguiendo los lineamientos de la teoría del *pecking order*. Los datos empleados provienen de la base World Enterprise Surveys del Banco Mundial. Metodológicamente, se realizan test de comparación de medias utilizando el software R Studio. Los resultados generales muestran que la principal fuente de financiamiento para cualquier activo a financiar en empresas de cualquier tamaño y sector de la economía, son las utilidades retenidas, lo que confirma parcialmente la teoría del *pecking order*. Con respecto a la principal fuente de financiamiento externa para activos fijos, coincidente nuevamente con la teoría de la jerarquía financiera, son los préstamos bancarios, fuente que aumenta su relevancia conforme crece el tamaño de la firma, además de que dicha fuente es mayor para empresas que se desarrollan en los sectores industrial y comercial. En cuanto a la principal fuente financiera externa para capital de trabajo son los créditos de proveedores y/o adelantos de clientes, fuente que aumenta conforme lo hace el tamaño de la firma y, además, es mayor para las empresas de los sectores industrial y comercial.

1. Introducción y marco teórico

1.1 Importancia de las mipymes

El crecimiento económico de cualquier nación es función de la producción, la inversión y el ahorro. Los ahorros canalizan la inversión la cual aumenta la producción y, por lo tanto, ayuda a acelerar el crecimiento económico de un país. Las pymes son claves para el desarrollo económico y social de un país, por lo que es importante conocer su desempeño y sus problemáticas de forma de tener un diagnóstico para colaborar en su fortalecimiento.

La participación de las pymes argentinas en la producción de la riqueza nacional y en la generación de ocupación se asemeja, a pesar de las diferencias, a la participación de las mismas en los países más ricos del planeta. En este sentido, de acuerdo a la Fundación Observatorio Pyme (2016), las diferencias con los países de menores ingresos son verdaderamente grandes. En efecto, en la Argentina las pymes de todos los sectores, excluida la agricultura, generan el 44% de la riqueza, mientras que en los países más avanzados generan el 51% y en los países de más bajos ingresos el 16%.

Siguiendo a la Fundación Observatorio Pyme (2016), si se concentra la atención en la generación de empleo, puede observarse que en la Argentina el segmento de las pymes genera el 51% de los puestos de trabajo, similar a lo que sucede en los países de ingresos altos donde las pymes generan el 57% del empleo, mientras que en los países de ingresos bajos representa el 18% del empleo.

En el presente estudio me centraré en la problemática referente a la estructura de financiamiento de capital de trabajo, así como también de los activos fijos de las mipymes argenti-

nas, comprobando la influencia del tamaño de la firma y del sector de la economía al que pertenece.

1.2 Marco teórico y evidencia empírica

Existe una vasta literatura empírica acerca de los determinantes y factores de la estructura de capital de las empresas. Algunos estudios se centran en determinar si las decisiones de financiamiento de las mismas siguen una determinada teoría en particular, como las del *pecking order* o del *trade-off*, o bien cuáles son aquellos determinantes de la estructura de capital de las mismas.

Por un lado, la teoría del *trade-off* sostiene que los costos y los beneficios de la deuda conducen a un valor óptimo (Myers, 1977). Por otro lado, la teoría del *pecking order* sugiere que la estructura de capital es sólo el resultado de las elecciones de los propietarios y/o gerentes de acuerdo a su jerarquía de preferencias a la hora de realizar nuevas inversiones. Es decir, primero se recurre al financiamiento con fondos internos debido a que en éstos no existen asimetrías de la información, luego se recurre al endeudamiento y como última alternativa a la emisión de acciones (Myers & Majluf, 1984; Myers, 1984; Fama & French, 2002).

Kumar *et al.* (2017) afirman que la mayor parte de la evidencia empírica analizada sigue la teoría del *pecking order*. Siguiendo la cita de Briozzo y Vigier (2006, p. 17), el tamaño de las empresas y el nivel de endeudamiento evidencian una relación positiva en una gran cantidad de estudios internacionales de países desarrollados (Gibson, 2002; Cardone Riportella y Casasola Martínez, 2003; Sorgob Mira, 2005; Daskalakis y Psillaki, 2005; Gregory *et al.*, 2005; Klapper, Sullá y Sarria-Allende, 2002).

Siguiendo el estudio realizado por Rodrigues *et al.* (2017) se demuestra que la teoría del *pecking order* se da principalmente en empresas latinoamericanas (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). Por su parte, Chang y Maquieira (2001) señalan la existencia de una relación inversa entre oportunidades de crecimiento y nivel de endeudamiento en empresas latinoamericanas.

El Banco Mundial (2014) propone que, para financiar capital de trabajo, la mayoría de las pymes se apoya a partir de los recursos internos, de créditos con sus proveedores o de productos financieros como el factoring (citado por Ángel y Lozano, 2018, p. 168). Ángel y Lozano (2018) teniendo en cuenta los datos de la OCDE-ECLAC del año 2012, muestran que las pymes de la Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, utilizan, en primera instancia, los fondos internos como fuente de financiamiento de capital de trabajo, a través de las utilidades retenidas, seguido de las compras a crédito a proveedores y los préstamos bancarios, tanto públicos como privados.

Para el caso de la Argentina, Cristini, Acosta y Susmel (2003), encuentran que las principales fuentes de financiamiento para empresas de todo tamaño son la reinversión de utilidades, el crédito de proveedores y el crédito bancario.

Por su parte, Sallow y Vigier (1999) señalan la tendencia a una menor participación del endeudamiento financiero cuanto menor es el tamaño de la firma, para el caso argentino. Briozzo y Vigier (2006) encuentran una relación positiva entre la diversificación de fuentes de financiamiento en las empresas de la Argentina y el tamaño de las mismas.

Vigier *et al.* (2014) observan que, en la Argentina y España, tanto para el financiamiento de capital de trabajo como para activos fijos, los recursos internos representan la fuente más

importante. Respecto al financiamiento de activos fijos, encuentran la fuente recursos internos para ambos países como la más relevante, seguido por los bancos y por los recursos informales, estos últimos para el caso argentino.

En un estudio sectorial, para el caso de la Argentina, Guercio *et al.* (2016) estudian el financiamiento de las pymes de Base Tecnológica (PyMEBT) encontrando que la estructura de capital como un todo se apoya en las predicciones de la teoría de la jerarquía financiera y el ciclo financiero de crecimiento. Dichos autores demuestran que la principal fuente de financiamiento son los recursos internos, seguido por los adelantos de clientes y créditos de proveedores, luego el financiamiento con instituciones financieras y, por último, la ampliación de capital. Por su parte, Guercio, Martínez y Vigier (2017) encuentran que la intensidad tecnológica para un conjunto de empresas argentinas impacta negativamente en la probabilidad de obtener financiamiento proveniente del sector bancario.

Un estudio realizado por Guercio *et al.* (2020) demuestra que cuanto más pequeña es la empresa, mayor es la probabilidad de financiarse sólo con fondos propios, y menor la probabilidad de utilizar una estructura financiera más diversificada, para el caso de mipymes de Base Tecnológica de la Argentina. Thornhill, Gellatly & Riding (2004) hallan que las empresas del sector servicios emplean menos deuda y más reinversión de utilidades que las del sector manufacturero.

2. Metodología

2.1 Objetivo y planteamiento de hipótesis

El objetivo del presente trabajo consiste en analizar la estructura financiera de los activos en mipymes de la Argentina, diferenciando entre fuentes de financiamiento para capital de trabajo y para activos fijos. Las hipótesis planteadas para la investigación son:

H₁ = La principal fuente financiera para mipymes de la Argentina son los fondos internos, cuyo porcentaje de participación aumenta conforme lo hace el tamaño de la firma.

H₂ = La principal fuente de financiamiento externa para capital de trabajo son los créditos provenientes de los proveedores y/o los adelantos de clientes.

H₃ = La principal fuente de financiamiento externa para activos fijos son los préstamos provenientes de instituciones financieras bancarias, y su participación comienza a crecer conforme aumenta el tamaño de la empresa.

H₄ = La principal fuente de financiamiento para las firmas que se desarrollan en sectores de la economía de mayor riesgo operativo y con mayor varianza en los rendimientos, y donde, para funcionar, no se requiere gran cantidad de activos tangibles y, además, no son caracterizadas como tradicionales, son las utilidades retenidas.

H₅ = La principal fuente de financiamiento externo para activos fijos utilizada por empresas industriales es el crédito bancario, en comparación con las de servicios.

2.2 Fuente de información

En el análisis empírico se emplean datos de corte transversal a nivel de empresas de la Argentina de la Word Bank Enterprise Survey (WBES) para el período marzo 2017 a marzo 2018. El muestreo realizado por la WBES se encuentra estratificado siguiendo tres criterios: ubicación geográfica, tamaño de la empresa según el número de empleados y sector de actividad (excluye al sector agropecuario).

Para los fines de este trabajo no se considera la clasificación tomada por la WBES. La variable cualitativa creada denominada Tamaño es categorizada en cuatro clases: microempresas (hasta 9 empleados), pequeñas (entre 10 y 49 empleados) y medianas empresas (entre 50 y 200 empleados), conforme a una adaptación de la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/EC.

Además, los sectores de la economía considerados por la WBES, para el presente estudio, se clasifican en cinco clases: industria, comercio, servicios, construcción y transporte. El primero está compuesto por las industrias de comida; tabaco; textiles; vestimenta; cuero; madera; papel; medios de publicación, impresión y grabados; productos de petróleo refinados; químicos; plásticos y caucho; productos minerales no metálicos; metales básicos; productos metálicos fabricados; maquinaria y equipo; electrónica; instrumentos de precisión; maquinarias de transporte; muebles; y reciclaje. El sector comercio está formado por las empresas dedicadas a las ventas minoristas y mayoristas. El sector servicios está compuesto por firmas especializadas en tecnología de la información (IT), además de restaurantes y hoteles, y servicios de vehículos de motor. Por último, los sectores transporte y construcción no poseen una subcategorización en la WBES.

La información disponible en la base de datos separa la estructura de financiamiento para capital de trabajo y para activos fijos. Esto permite llevar a cabo una evaluación independiente de la estructura del financiamiento, para cada tipo de activo a financiar. Las fuentes de financiamiento para capital de trabajo utilizadas categorizadas por la WBES son las ganancias retenidas, los préstamos provenientes de instituciones financieras bancarias, los préstamos provenientes de instituciones financieras no bancarias, las compras a crédito a proveedores y/o los adelantos de clientes, y las fuentes informales (prestamistas, amigos, familiares, entre otros). Para el caso del financiamiento utilizado para los activos fijos, las fuentes son similares a las ya enumeradas para el capital de trabajo, a excepción de la adición de una fuente denominada aportes de los propietarios y/o emisión de nuevas acciones.

2.3 Descripción de las muestras

Cabe destacar que, para la elección del tamaño de la muestra, se han considerado aquellas observaciones que presentan datos completos, por un lado, para fuentes de financiamiento para activos fijos y, por el otro lado, para fuentes de financiamiento para capital de trabajo. Para esta última fuente, se utiliza un tamaño de muestra mayor en comparación a los activos fijos, dado que hay un mayor número de empresas que completaron todas las variables relacionadas a las fuentes de financiamiento de capital de trabajo.

Siguiendo a Al-Dohaiman (2008), un estudio con gran número de observaciones es más preciso y exacto, motivo por el cual se decidió trabajar con dos tamaños de muestra (tabla 1).

Tabla 1. Descripción de las muestras

	Capital de trabajo	Activos fijos
Total de empresas de la WBES		991
Muestras empleadas	869	385
% de la muestra empleada en relación al total	87,69%	38,85%

Nota: son las observaciones que tienen datos completos para las variables analizadas

Fuente: Elaboración propia con los datos de la WBES.

A partir de la tabla 2 se puede deducir que, en la muestra utilizada para las fuentes de financiamiento de capital de trabajo, el 66,51% de las empresas pertenecen al sector industrial, el 19,91% al sector comercial, el 8,29% al sector servicios, el 3,34% al sector construcción, y el 1,95% restante al sector de transporte. En cuanto al tamaño de las empresas, medido en función del número de empleados en planta permanente, el 21,86% están categorizadas como microempresas, el 49,48% como empresas pequeñas y el 28,66% restante como medianas empresas. Adicionalmente, en las tablas 2 y 3 se puede apreciar la descripción de las dos muestras utilizadas para el presente estudio.

Tabla 2. Descripción de la muestra para fuentes de financiamiento de capital de trabajo

Clasificación	Micro	Pequeña	Mediana	Totales
Industria	115	296	167	578
Construcción	6	13	10	29
Servicios	9	42	21	72
Comercio	60	72	41	173
Transporte	0	7	10	17
Totales	190	430	249	869

Fuente: Elaboración propia con los datos de la WBES.

Tabla 3. Descripción de la muestra para fuentes de financiamiento de activos fijos

Clasificación	Micro	Pequeña	Mediana	Totales
Industria	31	114	88	233
Construcción	5	9	9	23
Servicios	5	22	11	38
Comercio	13	35	29	77
Transporte	0	4	10	14
Totales	54	184	147	385

Fuente: Elaboración propia con los datos de la WBES.

2.4 Métodos de procesamiento y análisis de datos

La metodología de análisis de los datos consta de la realización de test de comparación de medias. El software utilizado para la investigación es R Studio.

Se llevan a cabo varios test a partir de los cuales se busca constatar si existen diferencias estadísticamente significativas entre las empresas en función del tamaño (medido a partir del número de empleados) y el sector de la economía al que pertenecen, y las diversas fuentes de financiamiento que utilizan, tanto para el capital de trabajo como para los activos fijos. Para ello se utiliza el análisis ANOVA cuando se trata de hallar diferencias en una variable continua (testando previamente el cumplimiento de las condiciones de homocedasticidad y normalidad). Para testear normalidad se utiliza el test de Shapiro-Wilk, mientras que para testear homocedasticidad se utiliza el test de Levene. En el caso de que se cumpla la condición de homocedasticidad pero no la de normalidad en los diferentes grupos de la variable, se utiliza la prueba de Kruskal-Wallis. Además, se utiliza la prueba U de Mann-Whitney para el caso de las variables cuantitativas que no cumplen la condición de homocedasticidad ni la de normalidad.

Para evaluar la significatividad de los resultados se determina un nivel de confianza del 90% como aceptable.

3. Resultados y discusión

3.1 Variable Tamaño

La variable cualitativa Tamaño, a los fines de este trabajo, ha sido clasificada a partir de tres categorías: micro, pequeña y mediana empresa.

En la tabla 4 puede observarse que las variables fuentes de financiamiento para capital de trabajo, tanto internas como externas, son estadísticamente significativas, siendo la media para las microempresas mayor en comparación al resto (68,09%). Seguidamente, se encuentran las pequeñas empresas, con una media de 65,43% y, por último, las medianas empresas con una media de 57,63%. Estos resultados confirman la primera hipótesis planteada, la cual afirma que conforme la empresa decrece en relación al tamaño, utiliza como principal fuente de fondos las utilidades retenidas para financiar capital de trabajo, lo que coincide con la teoría del *pecking order* y con los estudios realizado por Kumar *et al.* (2017) y Rodrigues *et al.* (2017), Vigier *et al.* (2014), entre otros.

Con respecto a la principal fuente de financiamiento externa de capital de trabajo, para cualquier tamaño de empresa, es la proveniente de créditos de proveedores y/o adelantos de clientes, coincidente con la segunda hipótesis planteada en la presente investigación. Por ello, que los clientes y proveedores sean la principal fuente de financiamiento es un resultado esperable y no sorprendente, dado que se supone que el capital de trabajo requiere financiamiento a corto plazo y que una de las principales fuentes para financiar recursos a corto plazo son proveedores y clientes. Adicionalmente, puede notarse que a medida que el tamaño de la empresa comienza a crecer, esta fuente toma mayor importancia. Esto coincide con lo descripto por el Banco Mundial (2014), Ángel y Lozano (2018), Cristini *et al.* (2003), Briozzo *et al.* (2010).

Tabla 4. Diferencias de medias de las fuentes de financiamiento para capital de trabajo por tamaño de empresa

Fuentes de financiamiento	Tamaño			P-value
	Micro	Pequeña	Mediana	
Fondos internos	68,09%	65,43%	57,63%	0,00***
Fondos externos	31,91%	34,57%	42,37%	
Préstamos bancarios	5,84%	8,40%	9,95%	0,0018***
Préstamos de instituciones financieras no bancarias	0,82%	0,93%	1,00%	0,4223
Proveedores y/o clientes	24,32%	24,54%	30,94%	0,0013***
Informales	0,94%	0,71%	0,48%	0,4201

Nota: se indica la media de la variable de acuerdo al tamaño de la empresa. Para medir el grado de significatividad, se utiliza *** para un nivel de confianza de 99%, ** para un 95% de confianza y * para un 90% de confianza.

Fuente: Elaboración propia con los datos de la WBES.

Otra variable cuya relación con el tamaño de la empresa arroja una relación significativa desde el punto de vista estadístico son los préstamos brindados por instituciones financieras bancarias. Al visualizar la Tabla 4, se concluye que a medida que crece el tamaño de la firma, el porcentaje de utilización de esta fuente financiera comienza a aumentar. Dicho resultado es coincidente con los de Gibson (2002), Cardone Riportella y Casasola Martínez (2003), Sor-gob Mira (2005), Daskalakis y Psillaki (2005), Gregory *et al.* (2005), Klapper *et al.* (2002), Chang y Maquieira (2001), Sallow y Vigier (1999), y Guercio *et al.* (2016).

Siguiendo la tabla 5, si bien la variable no es significativa desde el punto de vista estadístico, a través de la visualización de las medias se observa que la fuente de financiamiento más utilizada para activos fijos son los fondos internos, coincidente con la primera hipótesis postulada en esta investigación y de acuerdo a la teoría de la jerarquía financiera. Por lo tanto, se puede afirmar que, para cualquier tamaño de empresa, la fuente de financiamiento interna de activos fijos siempre es mayor que la externa, resultado coincidente con Cristini *et al.* (2003) y Vigier *et al.* (2014).

Además, se puede visualizar en la tabla 5 que la fuente de financiamiento externa de activos fijos más importante, cuyo resultado es significativo desde el punto de vista estadístico, son los préstamos provenientes de instituciones financieras bancarias, y conforme crece el tamaño de la empresa, el porcentaje de participación de esta fuente también aumenta, lo que es coincidente con la tercera hipótesis planteada en la presente investigación y con los resultados encontrados por Vigier *et al.* (2014).

Con respecto a la fuente de financiamiento créditos de proveedores y/o adelantos de clientes, significativa desde el punto de vista estadístico, se puede visualizar que la media más elevada se encuentra en las microempresas (12,04%), seguidas por las medianas empresas (10,31%) y, por último, las pequeñas empresas (4,61%). Ésta, es la segunda fuente externa de financiación más utilizada.

Tabla 5. Diferencias de medias de las fuentes de financiamiento para activos fijos por tamaño de empresa

Fuentes de financiamiento	Tamaño			P-value
	Micro	Pequeña	Mediana	
Fondos internos	66,93%	62,23%	55,99%	0,1254
Fondos externos	33,07%	37,77%	44,01%	
Capital	2,96%	2,83%	2,11%	0,3956
Préstamos bancarios	14,00%	25,96%	30,92%	0,0121**
Préstamos de instituciones financieras no bancarias	2,41%	3,53%	0,14%	0,0374**
Proveedores y/o clientes	12,04%	4,61%	10,31%	0,0084***
Informales	1,67%	0,84%	0,54%	0,2145

Nota: se indica la media de la variable de acuerdo al tamaño de la empresa. Para medir el grado de significatividad, se utiliza *** para un nivel de confianza de 99%, ** para un 95% de confianza y * para un 90% de confianza.

Fuente: Elaboración propia con los datos de la WBES.

Adicionalmente, la fuente préstamos de instituciones financieras no bancarias es estadísticamente significativa. Las medias más elevadas se observan para las pequeñas empresas (3,53%) y las microempresas (2,41%). Respecto a la última fuente externa de financiamiento utilizada para activos fijos, si sólo se observan las medias, los resultados indican que, para las micro y pequeñas, son las fuentes informales, coincidente con Guercio *et al.* (2016). La excepción se da para las medianas empresas, donde se observan como última fuente de financiamiento, los préstamos provenientes de instituciones financieras no bancarias. Teniendo en cuenta estos resultados, la teoría del *pecking order* se cumple de manera parcial, ya que, si bien la principal fuente de financiamiento para cualquier tamaño de firma son las utilidades retenidas, la última fuente a la que recurren no es la ampliación de capital.

3.2 Variable Sector

La visualización de la tabla 6 denota que tanto las fuentes internas como externas de financiamiento de capital de trabajo son estadísticamente significativas y en todos los casos las medias superan el 50% de las fuentes de financiación. Esto confirma que las decisiones de financiamiento respecto a capital de trabajo de las empresas de todos los sectores de la economía siguen el enfoque de la teoría de la jerarquía financiera y, a su vez, confirma la cuarta hipótesis planteada en el presente trabajo. Esto último es coincidente con los resultados encontrados por Guercio *et al.* (2016) y por Thornhill *et al.* (2004).

En cuanto al crédito de proveedores y/o adelanto de clientes para financiar capital de trabajo, resulta ser una variable significativa desde el punto de vista estadístico. Los porcentajes promedios de utilización de esta fuente, ordenados por sector y de manera decreciente, son: industria (28,15%), comercio (26,02%), construcción (21,03%), servicios (16,94%) y transporte (16,18%). Si bien todos los sectores tienen como segunda fuente de financiamiento de capital de trabajo los créditos de proveedores y/o adelantos de clientes, nuevamente, los secto-

res que menor utilización hacen de esta fuente son los relacionados con los servicios y el transporte, sectores que son los que más utilizan los fondos internos como fuente de financiamiento de capital de trabajo, coincidente con Guercio *et al.* (2016). Este orden de preferencias de las fuentes de financiamiento se da de acuerdo a lo esperado, ya que esta última fuente se espera que financie activos de corto plazo. Si se observa únicamente el valor de las medias de las distintas fuentes, se concluye que la tercera fuente de financiamiento son los préstamos provenientes de instituciones financieras bancarias.

Tabla 6. Diferencias de medias de las fuentes de financiamiento para capital de trabajo por sector de la economía

Fuentes de financiamiento	Sector					P-value
	Industria	Construcción	Servicios	Comercio	Transporte	
Fondos internos	61,20%	68,62%	75,07%	65,40%	78,53%	0,0044***
Fondos externos	38,80%	31,38%	24,93%	34,60%	21,47%	
Préstamos bancarios	8,84%	9,31%	5,76%	7,77%	3,53%	0,2979
Préstamos de instituciones financieras no bancarias	1,06%	1,03%	0,83%	0,55%	0,29%	0,8758
Proveedores y/o clientes	28,15%	21,03%	16,94%	26,02%	16,18%	0,0307**
Informales	0,75%	0,00%	1,39%	0,26%	1,47%	0,6028

Nota: para medir el grado de significatividad, se utiliza *** para un nivel de confianza de 99%, ** para un 95% de confianza y * para un 90% de confianza.

Fuente: Elaboración propia con los datos de la WBES.

Respecto a las fuentes de financiamiento de activos fijos, tanto internas como externas, no resultan estadísticamente significativas en relación al sector de la economía al que pertenece la empresa (tabla 7), resultado no coincidente con Thornhill *et al.* (2004). Pero si se analiza la media de la fuente de financiamiento interna es mayor al 50% en todos los sectores. Las empresas del sector transporte son las que utilizan en mayor medida fuentes de financiamiento internas para activos fijos (72,86%). Seguidamente, se encuentran las empresas del sector servicios (70%). Una vez más, se confirma que aquellas empresas pertenecientes a este último sector son unas de las que más emplean las utilidades retenidas para financiar activos fijos, resultado coincidente con la cuarta hipótesis planteada en el presente estudio y con Guercio *et al.* (2016).

Si sólo se visualizan las medias de las fuentes de financiamiento de los activos fijos de cada sector, se afirma que se cumple con la teoría del *pecking order*, dado que para todos los sectores la primera fuente de financiamiento más relevante son los fondos internos y la segunda los préstamos de instituciones financieras bancarias. Para este último caso, la industria posee la media más elevada, coincidente con la quinta hipótesis planteada. Respecto a la tercera fuente más importante para todos los sectores excepto el transporte, son los créditos de proveedores y/o adelantos de clientes, si bien desde el punto de vista estadístico no son significativos.

Para los sectores industrial, de servicios y de transporte la teoría del *pecking order* no se cumple de manera completa, dado que la última fuente de financiamiento de activos fijos a utilizar no resulta ser el capital.

Tabla 7. Diferencias de medias de las fuentes de financiamiento para activos fijos por sector de la economía

Fuentes de financiamiento	Sector					P-value
	Industria	Construcción	Servicios	Comercio	Transporte	
Fondos internos	57,08%	63,70%	70,00%	62,99%	72,86%	0,3074
Fondos externos	42,92%	36,40%	30,00%	37,01%	27,14%	
Capital	3,58%	0,00%	2,76%	0,39%	1,43%	0,1103
Préstamos bancarios	28,31%	17,39%	21,71%	25,16%	22,86%	0,7762
Préstamos de instituciones financieras no bancarias	2,88%	2,17%	0,00%	1,04%	0,00%	0,5513
Proveedores y/o clientes	7,10%	16,74%	5,53%	9,39%	2,86%	0,1455
Informales	1,05%	0,00%	0,00%	1,04%	0,00%	0,6870

Nota: para medir el grado de significatividad, se utiliza *** para un nivel de confianza de 99%, ** para un 95% de confianza y * para un 90% de confianza.

Fuente: Elaboración propia con los datos de la WBES.

4. Conclusiones

El objetivo de este trabajo es estudiar la estructura de financiamiento, tanto de capital de trabajo como de activos fijos, de las mipymes en la Argentina, considerando la influencia del tamaño y del sector de la economía al que pertenecen, con el fin de constatar si las firmas toman sus decisiones de financiamiento siguiendo los lineamientos de la teoría del *pecking order*.

Si se consideran los resultados de la investigación en términos generales, se encuentra evidencia a favor de la teoría de la jerarquía financiera, para todos los tamaños de empresas y todos los sectores de la economía. Los fondos internos son la principal fuente de financiamiento de la mipymes, tanto para capital de trabajo como para activos fijos, y su participación aumenta conforme lo hace el tamaño de la empresa.

A partir de los test de comparación de medias, se encuentra que la principal fuente de financiamiento externa para activos fijos son los préstamos bancarios, fuente que aumenta su relevancia conforme crece el tamaño de la firma, además de que dicha fuente es mayor para empresas que se desarrollan en los sectores industrial y comercial. En cuanto a la principal fuente financiera externa para capital de trabajo son los créditos de proveedores y/o adelantos de clientes, fuente que aumenta conforme lo hace el tamaño de la firma y, además, es mayor para las empresas de los sectores industrial y comercial. Estos resultados son los esperados, dado que dicho pasivo de corto plazo debería financiar activos del mismo plazo.

El estudio presentado resulta un aporte para el entendimiento de las decisiones de financiamiento de las mipymes en función del activo a financiaren un contexto de mercados emergentes, como lo es la Argentina. El aporte a la literatura radica en analizar, para la estructura financiera de los activos de las firmas, las influencias de su tamaño y del sector de la economía al que pertenece la misma, aspectos relevantes y hasta el momento muy poco profundizados para el caso de países en vías de desarrollo.

Agradecimientos

El presente trabajo fue realizado a partir de la beca de estudio financiada por la Comisión de Investigaciones Científicas de la provincia de Buenos Aires, institución a la cual quiero expresar mi más profundo agradecimiento dado que hizo y hará posible la concreción de esta línea de investigación. Adicionalmente, agradezco al Departamento de Ciencias de la Administración de la Universidad Nacional del Sur por su ayuda económica para ser partícipe de estas jornadas.

REFERENCIAS

- Al-Dohaiman, M. S. (2008). *Capital structure in Saudi Arabian listed and unlisted companies*.
- Ángel, S. Y. L. y Lozano, J. L. (2018). Estado del arte sobre problemáticas financieras en pymes: estudio para América Latina. *Revista Escuela de Administración de Negocios* (85), 163-179.
- Briozzo, A., Vigier, H., Pesce, G. y Speroni, C. (2010). Incidencia de la Forma de Organización Legal en la Diferenciación entre PyMEs. El Caso de Bahía Blanca. *XV Reunión Anual de la RedPyMES de MERCOSUR*
- Briozzo, A. y Vigier, H. (2006). *La estructura de financiamiento PYME una revisión del pasado y presente*.
- Chang, J., y Maquieira, C. (2001). Determinantes de la estructura de endeudamiento de empresas latinoamericanas emisoras de ADRS. *Estudios de Administración*, 8(1).
- Cristini, M., Acosta, P. y Susmel, N. (2003). *Productividad y Crecimiento de las PYMES: La Evidencia Argentina en los 90* (No. 76).
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Fundación Observatorio PyME, (2016). *Informe 2015-2016. Evolución reciente, situación actual y desafíos para 2017. Tema especial: Indicadores de producción*. Fundación Observatorio PyME, Buenos Aires, Argentina.
- Guercio, M. B., Briozzo, A. E., Vigier, H. P. y Martínez, L. B. (2020). La estructura financiera de las Empresas de Base Tecnológica. *Revista Contabilidad y Finanzas (AHEAD)*.
- Guercio, M. B., Vigier, H. P., Briozzo, A. y Martínez, L. B. (2016). El financiamiento de las pymes del sector de software y servicios informáticos en Argentina. *Cuadernos de Economía*, 35(69), 615-635.
- Klapper, L. F., Sarria-Allende, V. & Sulla, V. (2002). *Small-and medium-size enterprise financing in Eastern Europe*. The World Bank.
- Kumar, S., Colombage, S. & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3).
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* (No. w1396). National Bureau of Economic Research.
- Rodrigues, S. V., de Moura, H. J., Santos, D. F. L. & Sobreiro, V. A. (2017). Capital structure management differences in Latin American and US firms after 2008 crisis. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*.
- Salloum, D. y Vigier, H. (1999). Sobre la determinación de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa. *XXXIV Reunión Anual de la AAEP*, 1-25.

-
- Thornhill, S., Gellatly, G. & Riding, A. (2004). Growth history, knowledge intensity and capital structure in small firms. *Venture Capital*, 6(1), 73-89.
- Vigier, H., Martínez, L. B., Terceño, A., y Barberá, M. G. (2014). *Estructura de financiamiento para Capital de Trabajo y Activos Fijos en Argentina y España: Influencia de la forma jurídica para empresas Pymes*.