

# Factores explicativos del endeudamiento en pymes argentinas.

Belfanti María Pía y Sader Gustavo.

Cita:

Belfanti María Pía y Sader Gustavo (2021). *Factores explicativos del endeudamiento en pymes argentinas*. X Congreso de Administración del Centro de la República. VI Congreso de Ciencias Económicas del Centro de la República. VII Encuentro Internacional de Administración del Centro de la República. Instituto Académico Pedagógico de Ciencias Sociales | Escuela de Ciencias Económicas | Secretaría de Internacionalización UNVM, Villa María.

Dirección estable:

<https://www.aacademica.org/xcongresodeadministraciondelcentrodelarepublica/46>

ARK: <https://n2t.net/ark:/13683/enkY/4Ho>



Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons.

Para ver una copia de esta licencia, visite

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.es>.

Acta Académica es un proyecto académico sin fines de lucro enmarcado en la iniciativa de acceso abierto. Acta Académica fue creado para facilitar a investigadores de todo el mundo el compartir su producción académica. Para crear un perfil gratuitamente o acceder a otros trabajos visite: <https://www.aacademica.org>.

Título: Factores explicativos del endeudamiento en pymes argentinas.

Actividad: Eje 16. Otras propuestas e investigaciones de las disciplinas económicas.

Tipo: Mesas de ponencias.

Autores: Belfanti, María Pía (IAPCS UNVM) – [yopia2686@hotmail.com](mailto:yopia2686@hotmail.com)

Sader, Gustavo (IAPCS UNVM / Facultad de Ciencias Económicas UNRC) [gusader@hotmail.com](mailto:gusader@hotmail.com)

## **Introducción**

El estudio de la combinación entre recursos propios y de terceros que conforman la estructura financiera de las empresas ha generado controversias a lo largo del tiempo, desde el aporte de Modigliani y Miller (1958), se han generado numerosos estudios sobre el tema, tendientes a demostrar la interdependencia existente entre las decisiones de inversión y de financiación de las empresas y cómo estas últimas afectan a sus resultados.

Conocer qué factores determinan la estructura financiera de las empresas y analizar cómo inciden en la misma, resulta importante para comprender mejor las reacciones ante modificaciones de las condiciones en los mercados y de esta manera proponer medidas de política que fomenten el desarrollo eficiente de las empresas.

Cabe considerar que, si bien existen factores que favorecen la utilización de deuda en una empresa, existen otros que la limitan, en esta línea se puede decir que las teorías de la agencia, del óptimo financiero, de las señales y del orden de preferencia, son de una importante ayuda para entender el porqué de la utilización de deuda por parte de las empresas.

En la presente ponencia nos centraremos en las empresas Pymes, ya que constituyen un factor importante para el crecimiento socio - económico de un país, generan riqueza y empleo, dinamizan la economía y mejoran la gobernabilidad, requieren menores costos de inversión, a demás son el sector que utiliza mayor cantidad de insumos y materias primas.

La globalización y los rápidos cambios tecnológicos, imponen retos a las empresas para crecer y afrontar con éxito nuevos desafíos y asegurar su permanencia en los mercados. Las Pymes, buscan constantemente ser productivas, cumplir con su misión y objetivos, desarrollar su potencial humano, en definitiva, lograr su efectividad,

competitividad y mantener su consistencia para sobrevivir en el futuro. Las Pymes se han revalorizado en el mundo por su rol en la economía, y para la sociedad en particular, por su potencial de generar empleo, por ampliar la base del sector privado, por contribuir a reducir la concentración de poder económico y por su aporte al producto nacional.

La vida de las pequeñas y medianas empresas, está sujeta a superar problemas internos para luego enfrentar los externos y lograr los resultados financieros proyectados, por ello es importante que las Pymes se desarrollen en un ambiente de mejora continuo, que les permita un crecimiento sostenible en el tiempo, con el objetivo de posicionarse y mantenerse en el mercado, con adecuadas fuentes de financiamiento.

Las Pymes cumplen un papel importante tanto en los países industrializados, como en los que se encuentran en vías de desarrollo. Contribuyen al progreso económico porque son generadoras de empleo y promotoras de avances en el entorno local, tienen el potencial de convertirse en un importante complemento del trabajo de la gran empresa. Las Pymes poseen ventajas competitivas importantes referidas a su tamaño y flexibilidad que les permite una respuesta rápida a los cambios del entorno y facilita su integración como eslabón en cadenas productivas; como proveedores eficientes de bienes intermedios o finales y de servicios en esquemas de subcontratación nacionales o internacionales que alimentan el surgimiento de empresas nacionales más grandes. Por otra parte, presentan desventajas aparentes respecto a la vulnerabilidad a los ciclos recesivos y la desaceleración de la economía, presentan baja inserción externa y las que lo hacen, compiten principalmente en precios con escasa diferenciación.

El estudio de la estructura financiera de las empresas Pymes es un área de investigación prolífica en las finanzas y si bien existen numerosos trabajos en el ámbito europeo y anglosajón, no hay trabajos en nuestro país que pretendan aportar nueva evidencia empírica sobre la influencia que ejercen los factores económicos financieros sobre la estructura financiera de la pequeña y mediana empresa, por esta razón la presente investigación aspira a determinar la incidencia que ejercen los factores, tamaño de la empresa, recursos generados, garantías, gastos de la deuda, oportunidad de crecimiento, edad de la empresa, rentabilidad y riesgo operativo, en el nivel de endeudamiento de las empresas Pymes no financieras que cotizan en el mercado de capitales argentino en el período comprendido entre 2010 – 2019. Argentina posee particularidades económicas,

políticas, sociales y culturales que la diferencian del mundo europeo y anglosajón y considerando las características propias del mercado de capitales argentino, es fundamental avanzar sobre el análisis de los factores explicativos del nivel de endeudamiento, pretendiendo demostrar si existen diferencias por sector al que pertenecen las empresas y en caso afirmativo establecer relaciones sobre las mismas.

En estos términos, se pretende no es solo contribuir con la literatura existente en materia de endeudamiento, sino también mostrar los factores que influyen en el mismo.

### **Problemática**

Las pequeñas y medianas empresas (Pymes), representan una fuerza económica para los países latinoamericanos, dado que constituyen al menos el 85 % del tejido empresarial y generan alrededor del 50 % de los empleos (Raufflet, Lozano, Barrera, García, 2012). No obstante, se debe considerar que cada país cuenta con metodologías diferentes para definir el concepto de Pymes, en Argentina se define conforme el volumen de ventas (Chiatchoua y Castañeda, 2015; Raufflet, 2012; Zevallos, 2003 y Ministerio de Producción Argentina, 2021).

Existe evidencia que este tipo de empresas no logra permanecer en el mercado por mucho tiempo, el 80 % de las Pymes no logra superar los dos años de subsistencia en el mercado (Raufflet, 2012); ya que en el desarrollo de sus actividades enfrentan diferentes retos, para los cuales no muchas empresas están preparadas y, por lo tanto, se ocasiona el cierre de las mismas, aparejando baja de empleos y caída de la economía.

Una de las razones más importantes que deriva en el cierre de estas empresas, se relaciona con la imposibilidad de acceder a los recursos, tanto financieros como intelectuales, que requieren las Pymes para su funcionamiento, y a la incapacidad de sus directivos para gestionarlas exitosamente (Vera, Melgarejo y Mora, 2014). Es por esto que el problema de financiamiento toma gran relevancia para las Pymes, pues sin el acceso a fuentes de financiación y sin flujos suficientes, la empresa no puede operar y tiene menos posibilidades para sobrevivir (Saavedra y Leticia, 2014).

Según los datos expuestos por la Secretaría de la Pequeña y Media Empresa y

los Emprendedores (Sepyme), Argentina cuenta con más de 650.000 Pymes las cuales representan el 70% del empleo privado y el 40% del PBI, estos valores evidencian que sin ellas no existirían la mayoría de los puestos de trabajo y que el ritmo de la innovación sería más lento y tedioso, pero así mismo estas empresas han estado atravesando tiempo difíciles que dificultan su crecimiento o la creación de nuevas empresas Pymes. La fuerte presión tributaria, las altas tasas de inflación y de interés, y la volatilidad en el tipo de cambio son los problemas a los que se deben enfrentar.

Al ingresar al mercado de capitales las pymes argentinas acceden a una extensa variedad de instrumentos que se ajustan a cada necesidad. Por la transparencia que otorga el sistema bursátil, la empresa conoce detalladamente la tasa de interés de la operación y los costos asociados, para poder realizar una mejor evaluación previa. Es por ello que cada vez más empresas recurren a él, no sólo por el menor costo financiero total obtenido sino por los servicios y beneficios que se brindan en la Bolsa.

El mercado de capitales ofrece múltiples instrumentos de financiación que las empresas pueden utilizar en función de sus diversas necesidades, ya sea la financiación de capital de trabajo, de bienes de capital o proyectos de inversión.

En nuestro país, las Pymes que cotizan en el mercado de capitales (Panel Pymes) pueden acceder al crédito a través de los avales que otorgan las Sociedades de Garantías Recíprocas, son sociedades que no otorgan dinero, pero si les permiten a las pymes acceder a mejores oportunidades de financiamiento, en relación con los plazos, tasas de interés, condiciones financieras y comerciales.

### **Bases teóricas**

Una de las áreas de investigación más complejas en las finanzas es la que tiene por objeto el estudio de la estructura financiera, es decir, la combinación de recursos propios y ajenos utilizados por las empresas para financiar sus inversiones.

Las empresas realizan actividades de inversión para mantener y aumentar la capacidad productiva de sus activos. Por su parte, la actividad del ente le permite generar ingresos, que en parte puede destinar a remunerar a los propietarios en concepto de dividendos y el resto puede permanecer como utilidades retenidas.

Las utilidades retenidas, junto a otros ingresos de tipo esporádico que pueda obtener

la empresa como, por ejemplo, la venta de un activo en desuso, ayudan a cubrir solo una parte de las necesidades de inversión de la misma. De esta manera surge la necesidad de que el ente obtenga financiamiento externo, que le ayude a lograr sus actividades de inversión.

Estos recursos pueden clasificarse como recursos de capital, que se obtienen mediante la emisión de acciones, o como recursos de deuda. Los mismos se distinguen, entre los recursos obtenidos a través de la emisión de títulos a corto o largo plazo, el que se denomina financiamiento directo en el mercado de valores y los recursos que se obtienen a través de un intermediario financiero, que en la mayoría de los casos es una entidad bancaria quien lo otorga, denominado financiamiento indirecto. Las empresas al decidir utilizar financiamiento de entidades de crédito, analizan el efecto palanca (leverage) que es un índice que le permite saber si luego de pagar intereses por la utilización de capital ajeno le resta un margen de utilidad.

Las Pymes tienen acceso a diferentes fuentes de financiación, pero según Canton (2013), estas empresas no diversifican sus fuentes de financiación externas que se concentran en el crédito comercial y los préstamos bancarios tanto para financiar el fondo de maniobra como las inversiones no corrientes. Aunque, su principal fuente de financiación son los propios beneficios o autofinanciación (Beck 2008).

Se debe considerar en estas empresas las restricciones que presentan con respecto al acceso al crédito, Griffith-Jones (2011) concluyen que entre los factores críticos que limitan el crecimiento de las Pymes se encuentran: un entorno institucional y macroeconómico inestable, y el acceso a la financiación. De hecho, la Enterprise Survey (ES) del Banco Mundial muestra de manera consistente en el tiempo que el acceso a financiación es uno de los ítems que más se mencionan cuando se definen los obstáculos al crecimiento y desarrollo del sector (Beck 2008; Ayyagari 2003).

El acceso a financiación de las Pymes ha sido abordado desde diferentes perspectivas: estudiando la disponibilidad y uso de los diferentes instrumentos financieros o centrándose en los obstáculos a la financiación, basándose en las propias percepciones de los gestores de las Pymes, y en datos objetivos (Kuntchev 2013). Beck (2005) establece que las restricciones de acceso al crédito se deben a que las empresas pequeñas generalmente se perciben como arriesgadas al carecer de capital y no disponer las entidades financieras de

información suficiente para valorar el riesgo correctamente. El acceso a la financiación externa se basa en gran medida en la confianza sobre la capacidad de la empresa de atender sus pagos futuros y esta confianza depende de la información disponible para evaluar el riesgo de prestar. De hecho, el principal argumento para explicar la restricción de crédito en las Pymes por parte de las instituciones financieras es la falta de información para analizar su solvencia. Por lo general, los bancos no tienen suficiente información para valorar el riesgo (Zambaldi 2009) aun cuando exista una relación entre la empresa y el banco desde hace tiempo (Baas and Schrooten, 2006).

Por consecuencia las Pymes no presentan garantías suficientes y se consideran prestatarios de alto riesgo (Orlandi 2006). Estas dificultades son tan evidentes que incluso las empresas se autolimitan y no piden financiación porque creen que serán rechazadas. Desde la perspectiva de las entidades financieras, es muy costoso obtener información fiable de las Pymes (Zambaldi 2009). Como consecuencia de todo esto, se observa un alto grado de rechazo en las solicitudes de financiación y un alto costo cuando son aprobadas (Baas y Schrooten 2006).

La selección adversa se relaciona con la dificultad que afrontan los prestamistas para distinguir entre proyectos con niveles de riesgo normales y proyectos extremadamente arriesgados. En general, la información pública disponible sobre Pymes es escasa, de baja calidad y además las empresas recién creadas no tienen suficiente reputación (Ferraro y Goldstein, 2011; Hernández-Cánovas y Martínez-Solano, 2007). La selección adversa y el riesgo moral parecen estar inversamente relacionados con la edad y el tamaño de las empresas (Zambaldi 2009; Hartarska y González-Vega, 2006; Hyytinen y Väänänen, 2006). Además, las instituciones financieras argumentan que evaluar las solicitudes de crédito de las Pymes les genera deseconomías de escala, debido a que comprenden muchas operaciones de poca cuantía. En definitiva, los mercados de crédito para las Pymes se caracterizan por presentar costos de transacción elevados, una alta percepción de riesgo, un conocimiento limitado de los bancos de los prestatarios y falta de capital por parte de estos últimos (Griffith-Jones 2011). Así mismo esta forma de financiación es la más trascendente para este tipo de empresas.

Velázquez (2004), establece que, las razones por las cuales las empresas privilegian el endeudamiento al financiamiento directo, mediante recursos de capital, están ligadas al

principio de maximización del beneficio.

Son muchos los estudios teóricos y empíricos que se han realizado para intentar explicar tal decisión financiera, según Myers (2001), podemos afirmar que no existe una teoría universal sobre la estructura financiera y, es más, no hay razones para esperarla. Sin embargo, existen distintas teorías que son de utilidad para explicar los factores que inciden en la financiación.

En el trabajo de Modigliani y Miller (1958), se demostró que, bajo mercados de capitales perfectos, la financiación de la empresa no afectaba al valor de mercado de la misma, porque lo que en verdad determinaba dicho valor eran las inversiones, es decir, el tamaño y el riesgo de los flujos de caja que generaban los activos de la empresa. Su enunciado resultó insuficiente para explicar la elección de la estructura financiera y las decisiones de endeudamiento de las empresas actuales, en los modernos, pero imperfectos mercados financieros. Aunque estos autores fueron muy criticados por los “supuestos ideales e irreales” sobre los que asientan sus proposiciones, sentaron las bases para el desarrollo de posteriores teorías que, teniendo en cuenta las imperfecciones de los mercados, tratan de demostrar la importancia que tienen las decisiones financieras.

La mayoría de estos avances teóricos, han utilizado a las grandes empresas como base para su contraste empírico. Sólo recientemente han empezado a preocuparse, por las pymes, cada vez más importantes para la economía.

A continuación, se esgrimen los principales marcos teóricos bajo los cuales se sustenta esta investigación: la teoría de la agencia, la teoría del óptimo financiero, la teoría de las señales y la teoría del orden de preferencia.

La Teoría de la Agencia (Ross, 1973), describe a la empresa como una ficción legal que sirve de nexo en las relaciones contractuales entre agentes económicos individuales. Estos contratos que se denominan de agencia, comportan que una persona llamada principal, inversor o accionista, atribuya a otra llamada agente o directivo, la realización de las decisiones empresariales quedando obligado en su nombre y por cuenta del principal a la realización de las mismas y a rendir cuentas. Toda relación de agencia está fundamentada en la existencia de divergencias o conflictos de intereses entre principal y agente, y asimetría informativa entre principal y agente. A partir del trabajo realizado por Fama y Miller (1972) y Ross (1977), Kim y Sorensen (1986) inician la construcción de la teoría de



la agencia aplicada a la empresa, considerando los conflictos de intereses entre: los accionistas, los directivos y los proveedores de deuda.

Las fuentes principales de problemas de agencia que se plantean en el contexto empresarial son, siguiendo a Jensen y Meckling (1976) de dos tipos:

- Los conflictos existentes por la diferencia de intereses entre los accionistas no dirigentes y los dirigentes de la empresa problema de agencia originado por la financiación en forma de capital propio.
- Los conflictos existentes entre los accionistas y los proveedores de deuda de la empresa, problema de agencia originado por el uso de la financiación ajena a la deuda.

En los conflictos de intereses entre los accionistas y los dirigentes el aumento del nivel del capital propio aumenta los costos de agencia. Por este motivo, la emisión de deuda puede disminuir los conflictos de intereses entre los diferentes grupos intervinientes (porque disminuye los costos de agencia) y además conseguir un aumento del valor de la empresa, (Jensen y Meckling, 1976). En forma contraria, en los conflictos de intereses entre los accionistas y los acreedores financieros los costos de agencia serán mayores cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento, generando con la emisión de deuda, una disminución del valor de la empresa.

En definitiva, el aumento o disminución del nivel de endeudamiento de una empresa puede disminuir o aumentar los conflictos de intereses entre los diferentes grupos, provocando una disminución o un aumento de los costos de la financiación. Un cambio en el costo de financiación, en un sentido u otro, acabará incidiendo en la combinación entre deuda y capital y en el valor de la empresa.

Una de las corrientes que más fuerza ha tenido para explicar la estructura financiera, es la llamada Teoría del Óptimo Financiero (*Trade-off Theory*) de Kraus y Litzenbergen de 1973. La misma sugiere la existencia de una estructura de capital óptima para cada empresa, es decir, existe una combinación de recursos propios y ajenos que maximiza el valor de mercado de la misma y minimiza el costo de los recursos. Ese óptimo de deuda se alcanza donde se equilibran los beneficios y costos asociados a una unidad adicional de deuda. Entre las ventajas vinculadas al endeudamiento se encuentran: la

desgravación fiscal relacionada con la deuda, debido a la consideración de los intereses como un gasto fiscalmente deducible (Modigliani y Miller, 1963; DeAngelo y Masulis, 1980) y una reducción de los problemas de agencia que surgen entre los accionistas y los directivos con relación al flujo de caja libre (Jensen, 1986). Y entre los inconvenientes ligados a la deuda se encuentran los costos de insolvencia (Myers, 1977) y los costos de agencia que surgen entre los propietarios y prestamistas (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977) conforme aumenta el nivel de endeudamiento. La teoría del óptimo financiero no explica por qué las empresas más rentables son las menos endeudadas y, además, alcanzan el éxito con poca deuda. Quizás el origen del problema se halle en la complejidad de la estructura de las empresas, en las que cada vez se encuentra un mayor número de grupos con intereses contrapuestos, obligando a la empresa a incurrir en “costos de agencia” para controlar a los diferentes grupos de interés. Como consecuencia, al igual que sucedía con los costos de insolvencia, los costos de agencia provocan una pérdida de valor en la empresa, siendo la estructura de capital óptima aquella que permite minimizar dichos costos de agencia y maximizar el valor de la empresa.

La Teoría de las Señales propuesta por Akerlof (1970) quien es el primer autor que introduce el problema de la selección adversa, menciona la posibilidad de solucionarlo a través de señales enviadas al mercado. Esta idea que Akerlof aplica al mercado de autos de segunda mano, posteriormente es replicada por Ross (1977) hacia los aportes de fondo y establece que la teoría de señales considera que las decisiones financieras tomadas por las empresas o sus dirigentes transmiten señales positivas o negativas a los mercados financieros. Los cambios en la estructura financiera permiten señalar al mercado información sobre los flujos de fondos futuros y la solidez financiera de la empresa. Sin embargo, las diferencias de información entre agente y principal incentivan comportamientos oportunistas.

Los mecanismos de señalización tienen como inconveniente que la señal emitida puede ser falsa o que no se corresponda con la verdadera naturaleza del proyecto. Por ello, la condición indispensable para que la transmisión de información a través de señales sea un mecanismo fiable para el inversor, es que la emisión de una señal falsa, y suponga al emisor un coste lo suficientemente alto como para hacerle desistir de su intención. En este sentido el costo de emitir una señal falsa debe superar los beneficios obtenidos de su

utilización. De lo contrario, cualquier empresa podría emitir la información que considerara oportuna sin tener que ser cierta con la finalidad de emitir aquella señal que favorezca el valor de la empresa.

Ross (1977) en cuanto a los mecanismos concretos de transmisión de información afirma que la emisión de deuda se constituye como una señal financiera positiva que aporta credibilidad a la empresa respecto a su riesgo financiero porque si el crecimiento esperado de los flujos de fondos no se produce, tanto la empresa como sus directivos tendrán una penalización por la mayor probabilidad de quiebra. La emisión de deuda se toma como una señal positiva dado que se interpretará que se trata de empresas que tienen capacidad para generar flujos de fondos suficientes para cubrir las obligaciones de pago de la deuda contraída.

Otra de las corrientes, que es más reciente, para explicar la estructura financiera es la llamada Teoría del Orden de Preferencia o de la Jerarquía entre las fuentes financieras (*Pecking order theory*), cuyo desarrollo fue debido a las aportaciones de Myers (1984) y Myers y Majul (1984). En esta Teoría se asume que los mercados financieros son perfectos, a excepción de la existencia de información asimétrica, de manera que el hecho de que los directivos sepan más sobre las expectativas y valores de su empresa, que los inversores externos, puede condicionar las decisiones de financiación empresarial. La teoría del orden de preferencia no reconoce la existencia de un ratio de endeudamiento óptimo, sino que debido a los problemas de información asimétrica relacionados a la financiación externa, las empresas ajustan sus decisiones de financiación a una jerarquía. En primer lugar, las empresas prefieren financiación interna a externa. En segundo lugar, y sólo si los fondos internos son insuficientes, se recurrirá a los fondos externos. Entre los recursos externos prefieren la financiación ajena (primero sin costo, luego a largo plazo, y finalmente emisiones de obligaciones convertibles), dejando la emisión de acciones como última alternativa para la obtención de recursos. Otro factor relevante a la hora de establecer la jerarquía entre las fuentes financieras, anteponiendo los recursos internos a los externos, es el deseo de mantener el control, ya que los propietarios son reacios a la entrada de nuevos accionistas. Estos argumentos explican con éxito porque las empresas más rentables se endeudan menos, no necesitan dinero del exterior y consideran el ahorro impositivo por los intereses de la deuda, un factor secundario en la política de

endeudamiento.

Durante las últimas décadas reconocidos autores han llevado a cabo un debate acerca de la existencia de una estructura de capital que optimice el valor de la empresa. Como se ha comprobado, los distintos postulados teóricos sobre la estructura de capital óptima se han basado en ir considerando diferentes imperfecciones existentes en los mercados actuales y eliminando los supuestos tan restrictivos y alejados de la realidad planteados inicialmente por Modigliani y Miller en 1958.

Entre ellos encontramos a Harris y Raviv (1991), en la revisión que hacían de los estudios teóricos y empíricos sobre la estructura financiera señalaban que el sector y el tamaño eran algunas de las características específicas de las empresas que se habían considerado como posibles determinantes del nivel de endeudamiento empresarial.

Por un lado, y con relación al sector, podemos encontrar argumentos que justifiquen su conexión con el endeudamiento de la empresa, especialmente, dentro de la teoría del óptimo financiero. En este sentido, la importancia del sector radica en que las empresas que pertenecen a un mismo campo de actividad deberían presentar una estructura financiera similar, debido a que de sector a sector varía el riesgo económico, la composición de los activos y las necesidades de recursos. Todavía hoy, y siguiendo a Brealey y Myers (2003), en la realidad se observan diferencias en la estructura de capital entre sectores, de manera que sectores donde los activos sean mayoritariamente intangibles y con mucho riesgo se suelen endeudar poco, frente a sectores donde los activos son tangibles y relativamente seguros. En la teoría del orden de preferencia (Myers, 1984), el sector no es demasiado relevante, sino que son las necesidades de fondos acumuladas por cada empresa a lo largo del tiempo las que definen la composición de su pasivo.

Las teorías antes descriptas sustentan este trabajo, con ellas se justifican los factores explicativos de endeudamiento de las empresas que conforman la presente investigación y ayudan a comprender las decisiones de endeudamiento de las mismas, ya que la información contenida en los estados financieros y otra información de importancia influye en el endeudamiento como consecuencia directa del manejo del agente y del interés del principal (Sader, 2019). A su vez, no existen preferencias u orden en las fuentes de financiación, sino en la manera de gestionarlas. La información que las empresas manejan da señales al mercado y eso puede influir en el endeudamiento.

La base empírica de esta investigación se sustenta en la revisión de estudios como los de Verona, Jordán, Maroto, Cáceres y García (2003); Velázquez Vadillo (2004) y Palacín Sánchez, Ramírez Herrera (2011) que implican la importancia de ciertas variables relacionadas con el manejo financiero de un ente, obtenidas a través de los estados financieros, reflejando la influencia en el endeudamiento. En consecuencia, se propone un modelo que integra todas las variables significativas que influyen en el endeudamiento de una empresa, para luego ser aplicado al análisis específico de las Pymes.

### Modelo de análisis

Al modelo de Verona, Jordán, Maroto, Cáceres y García (2003) expuesto a continuación, se le anexarán dos variables que son la “Rentabilidad” y el “Riesgo Operativo” propuestos en el modelo de Palacín Sánchez y Ramírez Herrera (2011).

$$END_{it} = \alpha_i + \beta_1 TAM + \beta_2 RGE_{it} + \beta_3 GAR_{it} + \beta_4 CDEUD_{it} + \beta_5 OCREC_{it} + \beta_6 EDAD_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 ROP_{it} + \epsilon_{it}$$

Donde:

*END<sub>it</sub>*: Endeudamiento de la Empresa en el período t.

*TAM*: Tamaño de la Empresa.

*RGE*: Recursos Generados por la Empresa.

*GAR*: Garantías.

*CDEUD*: Gastos de la Deuda.

*OCREC*: Oportunidad de Crecimiento.

*EDAD*: Edad de la Empresa.

*ROA*: Rentabilidad.

*ROP*: Riesgo operativo.

En Cuadros 1 y 2, se muestra la manera en que las variables se operativizan.

**Cuadro 1.** Variables explicativas según Verona, Jordán, Maroto, Cáceres y García (2003).

| Variable                                   | Definición                                                                        |
|--------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| Tamaño<br>(TAM)                            | (Activo Total)                                                                    |
| Recursos Generados por la Empresa<br>(RGE) | $\frac{\text{Gan. Sobre act ord.} + \text{cargos por dep.}}{\text{Pasivo total}}$ |
| Garantías                                  | $\frac{\text{Activo fijo neto tangible}}{\text{Activo total.}}$                   |

|                                       |                                                |
|---------------------------------------|------------------------------------------------|
| (GAR)                                 |                                                |
| Gastos de la Deuda<br>(CDEUD)         | <u>Gastos financieros</u><br>Recursos ajenos.  |
| Oportunidad de Crecimiento<br>(OCREC) | <u>Capitalización bursátil</u><br>Pasivo total |
| Edad de la Empresa<br>(EDAD)          | (Núm. Años de antigüedad)                      |

**Cuadro 2.** Variables explicativas anexas- Palacín Sánchez y Ramírez Herrera (2011)

| Variable                  | Definición                                            |
|---------------------------|-------------------------------------------------------|
| Rentabilidad<br>(ROA)     | <u>BAIT</u><br>Activo total                           |
| Riesgo Operativo<br>(ROP) | $\frac{\text{BAIT}^1 - \text{BAIT}^0}{\text{BAIT}^0}$ |

### **Consideraciones Finales: apertura hacia una investigación en las pymes cotizadas argentinas**

El tratamiento de la problemática y del modelo propuesto para su análisis, será aplicado a una investigación en las pymes que cotizan en el mercado de capitales argentinos. Para ello, se iniciará la investigación, partiendo de las siguientes preguntas relacionadas con el problema específico planteado:

1. ¿Cómo inciden distintos factores como el tamaño, los recursos generados, las garantías, los gastos de la deuda, la oportunidad de crecimiento, la edad, la rentabilidad y el riesgo operativo en el endeudamiento de las pymes?
2. ¿Cómo inciden distintos factores en el endeudamiento de las pymes según el sector?

El modelo propuesto será aplicado a las pymes cotizantes del mercado de capitales argentino, que hayan presentado información contable en al menos tres ejercicios económicos en el período comprendido entre 2010 a 2019. Este análisis, consistirá en determinar la incidencia de los factores explicativos (el tamaño de la empresa, los recursos generados, las garantías, los gastos de la deuda, la oportunidad de crecimiento, la edad, la rentabilidad y el riesgo operativo) sobre el endeudamiento en esas empresas. A su vez se analizará el efecto de los factores por sectores de actividades de las empresas y se realizará

un análisis para observar la incidencia en los años anteriores y posteriores a la implementación del ajuste por inflación.

En síntesis, se espera que esta propuesta conceptual y metodológica, brinde resultados relacionados con la importancia del sector Pyme y con las particularidades del contexto argentino.

## **Bibliografía**

- ACEDO, M.; AYALA, J.; RODRÍGUEZ, J. (2005): “Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las pymes. Análisis empírico de las empresas por tamaños”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 14, 4, pp. 185-200.
- ALLEN, M.T. (1995): “Capital structure determinants in real state limited partnerships”, *The financial review*, vol. XXX, N° 3, pp. 399-426.
- ALVAREZ FARCÍA, B., BOEDO VILABELLA, L. y MOURELLE ESPASADINI, E. (2019): El proceso de endeudamiento de las empresas europeas: un análisis comparativo. *Revista Espacios*, vol. XL, N° 11, pp. 20.
- HOLMES, S.; KENT, P. (1991): “An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises”, *Journal of Small Business Finance*, 1, 2, pp. 141-154.
- JENSEN, M. (1986): “Agency Costs of Free Cash- Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, 76, 2, pp. 323-329.
- MAROTO, J. A. (1993): “La situación económica financiera de las empresas españolas y la competitividad. Aspectos generales y particulares de la financiación de las pymes”, *Economía industrial*, vol. CCXCIII, pp. 89-106.
- MAROTO, J. A. (1995): “Posibilidades y limitaciones del análisis económico-financiero de las empresas españolas”. *Papeles de economía española*, N° 62, pp. 113-136.
- MAROTO, J. A. (1996): “Estructura financiera y crecimiento de las pymes”, *Economía industrial*, vol. CCCX, N° 4, pp. 29-40.
- PALACIN SANCHEZ, M. J. y RAMIREZ HERRERA, L. M. (2011). Factores determinantes de la estructura financiera de la Pyme Andaluza. *Revista de Estudios Regionales*, N° 91, pp. 45-69.
- SADER, G. (2019): “La Revelación de la Información sobre Capital Intelectual y su Relevancia valorativa en el Mercado de Capitales Argentino”. Tesis Doctoral. Universidad nacional de Córdoba.