**ENDEUDAMIENTO Y FACTORES EXPLICATIVOS. UNA REVISIÓN DE LITERATURA**

**Eje 5.** Aportes de la investigación a las pymes. Empresas familiares. Su rol en el desarrollo organizacional sostenible

**Autores**

*BELFANTI, María Pía.* Universidad Nacional de Villa de María. yopia2686r@hotmail.com

*SADER, Gustavo.* Universidad Nacional de Villa de María. gusader@hotmail.com

*FLORES, Santiago Julián.* Universidad Nacional de Villa de María.  floresshhmm@gmail.com

**PALABRAS CLAVE: endeudamiento- factores explicativos- pymes cotizadas argentinas**

**Introducción**

Si bien las Pequeñas y medianas empresas (Pymes), contribuyen a generar un alto porcentaje del PBI en las economías de los países latinoamericanos, hay evidencia que demuestra que gran parte de estas empresas no logran superar un plazo mayor a dos años de permanencia en los mercados. Uno de los mayores conflictos a los que deben enfrentarse es la imposibilidad de acceso a recursos financieros. Por tal motivo, el problema de financiamiento es sumamente relevante, ya que sin el acceso a fuentes de financiación y sin disponibilidad de flujos suficientes, la pyme no puede operar y tiene menos posibilidad de subsistir.

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 su valor.

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.

El objetivo de la presente ponencia es exponer los resultados de una revisión de la literatura vigente, respecto del endeudamiento en pymes y sus factores explicativos, para este fin se analizará el distinto comportamiento que asumen las variables tamaño, edad, recursos generados, garantías, rentabilidad, oportunidad de crecimiento, gastos de la deuda y riesgo operativo en los distintos trabajos examinados para la presente ponencia.

**Bases teóricas relacionadas con el problema de investigación**

Una de las áreas de investigación más complejas en las finanzas, es la que tiene por objeto el estudio de la estructura financiera utilizada por las empresas para financiar sus inversiones. Las empresas suelen tener la necesidad de contar con financiamiento externo, que le ayude a lograr sus actividades de inversión, al decidir la utilización de financiamiento de entidades de crédito, deberán obtener un apalancamiento en términos de lograr mayor rentabililidad por poner los fondos en movimiento, en relación con el costo de capital.

Este trabajo puntualmente aborda los factores explicativos del endeudamiento de las Pymes. Estos factores surgen de información obtenida de los estados financieros, ya que son una fuente relevante para sus proveedores de fondos. Teniendo en cuenta esto, son varias las teorías que pueden solventar la problemática planteada. En primer lugar, la *Teoría de la Agencia* (Ross, 1973) que se apoya en la noción de la empresa como organizadora de la producción, proviene de la *Teoría de la Firma* (Coase, 1937). Luego, se desarrolla con mayor fuerza a través de los aportes de Fama y Miller (1972), del gran peso de la obra de Jensen y Meckling (1976) y de los trabajos de Ross (1977) y Kim y Sorensen (1986). Bajo esta Teoría, la empresa es una ficción legal que sirve de nexo entre las relaciones contractuales (contratos de agencia) entre distintos agentes económicos: directivos, accionistas y proveedores externos de fondos. En estos contratos intervienen dos partes: el agente el principal. Así, el principal (accionista o proveedor externo de fondos), le atribuye a otra parte denominada agente (directivo), la ejecución de decisiones empresariales, pudiendo generarse divergencias o conflictos de intereses, que dan lugar a asimetrías informativas (riesgo moral y selección adversa). Entonces, y para sustentar la problemática del endeudamiento, se puede visualizar en el nivel de endeudamiento del agente, la influencia de algunos factores explicativos en el principal. Todo esto, considerando que el principal es quien incide en ese nivel de endeudamiento, aportando fondos.

Por otro lado, la *Teoría de las Señales* (Spence, 1973) introduce una solución al problema de la selección adversa (decisiones equivocadas del principal por no poseer la información adecuada generada por el agente) planteada por Akerlof (1970). Según ésta, existe la posibilidad de solucionarlo a través de señales enviadas al mercado. La información que las Pymes revelan en sus estados financieros y otro tipo de información disponible, puede mitigar la selección adversa. En este sentido, la información sobre ciertos factores puede influir en la dotación de financiación y por lo tanto expilcar el endeudamiento.

Finalmente, la denominada *Teoría del Orden de Preferencia* (Myers, 1984 *y* Myers y Majulf, 1984) fijación de una jerarquía entre las fuentes de financiación (*Pecking order theory*). Al asumir que los mercados financieros son perfectos, salvo la existencia de información asimétrica, el hecho de que los directivos sepan más sobre las expectativas y valores de su empresa que los inversores o acreedores externos, puede condicionar las decisiones de financiación empresarial.

Por otro lado, la revisión de la literatura de base empírica, muestra la incidencia de determinados factores que influyen en el endeudamiento de la empresa. Estos factores se estiman a partir de la información contenida en los estados financieros. En la Tabla 1 se presenta un resumen de los principales estudios sobre los determinantes del endeudamiento de las empresas.

**Tabla 1:** *Resumen de los principales estudios relacionados al endeudamiento de las Pymes.*

|  |  |
| --- | --- |
| **Autoras(es)** | **Conclusiones relevantes del artículo** |
| **Europa**Mestre(2007) | En **España**, la autora analiza una muestra de 14.748 empresas, no financieras, durante el período 1997-2004. La muestra es de 117.984 observaciones empresa-año. El trabajo tiene como objetivo analizar los determinantes de la estructura de vencimiento de la deuda empresarial. El análisis se desarrolla a través de tres enfoques teóricos: el modelo de agencia, modelo de calidad y modelo fiscal.El estudio concluye que: el efecto de la oportunidad de crecimiento sobre el plazo de la deuda está condicionado por el nivel de endeudamiento de la empresa. Las empresas con mayor cantidad de activos inmovilizados tienden a una mayor proporción de deuda a largo plazo. El riesgo operativo está negativamente relacionado al plazo de la deuda. A mayor tamaño de la empresa mayor plazo de deuda. |
| Verona, Jordán, Maroto, Cáceres y García(2003) | En **España**, se analiza una muestra de 65 empresas no financieras que han cotizado en la bolsa española durante el período 1990 -1999. El estudio se lleva a cabo con 4550 observaciones empresa-año. El trabajo se centra en analizar los factores explicativos del nivel de endeudamiento de las empresas españolas analizadas.El estudio arriba a la conclusión que cuando mayor sea el tamaño de la empresa, como las garantías reales que la misma pueda ofrecer como respaldo a las deudas asumidas, mayor será su nivel de endeudamiento. En cambio se presenta una relación inversa entre el nivel de endeudamiento, la oportunidad de crecimiento, los recursos generados y el costo de la deuda. |
| Palacín y Ramirez(2011) | En **España**, los autores tienen por objetivo estudiar la estructura financiera de las Pymes andaluzas, para ello llevan adelante un análisis de 1204 empresas no financieras, donde la muestra se compone de 4816 observaciones empresa-año. El período analizado es el comprendido entre 2004-2007. Los resultados a los que arriba esta investigación son los siguientes: el tamaño, la oportunidad de crecimiento y los activos fijos presenta una relación positiva con el nivel de endeudamiento, mientras que los recursos internos presentan una relación negativa con el mismo. |
| Navarrete(2012) | En **España**, El autor lleva adelante el estudio con una muestra de 2.395 empresas familiares, durante el período 2000-2008. La muestra se compone de 15.170 observaciones empresas-año.El objetivo de análisis es conocer la estructura financiera de las empresas familiares y analizar la profundidad de los factores que determinan su comportamiento financiero.El estudio llega a la conclusión de que las empresas con mayor oportunidad de inversión y de crecimiento presentan menores niveles de endeudamiento, a mayores garantías, mayor nivel de endeudamiento, a mayor costo de la deuda menor nivel de endeudamiento, que las empresas más antiguas son las menos endeudadas. |
| Vendrell(2007) | En **España**, la autora analiza una muestra de 1.700 empresas industriales, durante el período 1994-2001, la muestra se compone de 15.289 observaciones empresa-año.El objetivo de la autora es obtener conocimiento sobre la estructura financiera de la empresa manufacturera española.En la investigación se arriba a las siguientes conclusiones: existe una relación inversa entre edad, tamaño, rentabilidad, activos fijos con respecto al endeudamiento, mientras que existe una relación directa entre oportunidad de crecimiento y endeudamiento. |
| Jimenez y Palacín(2007) | En **España**, los autores analizan una muestra de 6.234 empresas, durante el período 2001.El trabajo tiene por objetivo analizar la diferencia en el nivel de endeudamiento en las empresas y la composición de su deuda, en función a su tamaño y sector de actividad.El estudio arriba a la conclusión de que el nivel de deuda está afectado por el tamaño tanto en el corto como en el largo plazo y el sector afecta de manera significativa el volumen de endeudamiento como su composición.  |
| Otero, Fernández y Vivel(2007) | En **España**, los autores analizan una muestra compuesta de 3.516 empresas, durante el período 2005.El objetivo del estudio es analizar la estructura de endeudamiento de las empresas analizadas. El trabajo concluye que las empresas más pequeñas son las más endeudadas, el mismo también llega a la conclusión de que existe una relación inversa entre rentabilidad, garantías y edad con respecto al endeudamiento, mientras que a mayor oportunidad de crecimiento se presenta mayor endeudamiento en las empresas analizadas. |
| Álvarez, Boedo y Mourelle.(2019) | En **Europa** los autores estudian una muestra que comprende a empresas de 5 países los cuales son España, Francia, Portugal, Alemania e Italia durante el período 2000-2010.El objetivo de este estudio es profundizar el conocimiento del proceso de endeudamiento de las empresas para alertar en el futuro frente a situaciones desestabilizadoras y anticipar tendencias con mayor anticipación.Los resultados a los que arriba el estudio es que el tamaño influye negativamente en el endeudamiento. |
| García y Martinez(2004) | En **España**, los autores analizan una muestra compuesta por 11.533 empresas durante el período 1997-2001, la cual posee 31.525 observaciones empresa-año.El objetivo del estudio es analizar las variables que influyen en el endeudamiento de corto plazo de las empresas analizadas.El estudio arroja como resultado que existe una relación inversa entre el costo de la deuda y el tamaño de la empresa con relación a su nivel de endeudamiento. Mientras que existe una relación directa entre la oportunidad de crecimiento y el endeudamiento de las empresas bajo análisis. |
| Rodeiro, Fernández, Otero y Rodriguez(2010) | En **España**, los autores analizan una muestra compuesta por 72 spin-offs universitarias durante el período 2005-2006.El objetivo del análisis es determinar los factores influyentes en el endeudamiento de las spin-offs analizadas.Como resultados se obtuvo que existe una relación negativa entre la oportunidad de crecimiento y el endeudamiento, mientras que existe una relación positiva con el mismo y las variables tamaño, edad y garantías. |
| **Latinoamérica**Sánchez Valadez(2009) | En **Méjico**, el autor lleva adelante su estudio a través de una muestra compuesta de 91 empresas, durante el período 2001-2007 la cual posee 1.983 observaciones empresa-año.El objetivo del estudio es analizar la composición de la composición de la estructura de capital de las empresas Pymes analizadas.El trabajo arriba a la conclusión de que las empresas que poseen mayor rentabilidad son las que se hayan menos endeudadas. |
| Cruzado, Coz y Bailón(2017) | En **Perú** los autores analizan una muestra de 15 empresas correspondientes al sector minero que cotizan en la bolsa peruana, durante el período comprendido entre 2012-2015.El trabajo tiene por objetivo determinar los factores influyentes en el endeudamiento de las empresas analizadas.El estudio concluye en que hay una relación directa entre la edad y la estructura de activos de las empresas analizadas en relación al endeudamiento de las mismas. |
| Corro y Olaechea(2009) | En **Perú**, las autorasanalizan una muestra de 22 empresas mineras que cotizan en la bolsa de peruana, durante el período comprendido entre 2000-2006.El objetivo del estudio es determinar el nivel óptimo de endeudamiento de las empresas mineras del Perú y analizar sus factores determinantes.Las conclusiones a las que arriban las autoras es que existe una relación inversa entre tamaño, recursos generados, edad y oportunidad de crecimiento en relación al endeudamiento. |
| Pinos, Proaño, Tonón y Mejía | En **Ecuador**, los autores analizan una muestra compuesta por 218 empresas grandes del sector manufacturero durante el período comprendido entre 2008-2018.El objetivo del trabajo es analizar las variables que determinan el nivel de endeudamiento de las empresas sujetas a análisis. Los resultados obtenidos demuestran que las variables tamaño, rentabilidad, garantías y oportunidad de crecimiento influyen en el endeudamiento de las empresas bajo análisis. |
| Jara y Sanchez(2012) | En **Chile**, los autores analizan una muestra compuesta por 168 empresas no financieras cotizadas en la bolsa de valores chilena durante el período comprendido entre 1997-2008.El objetivo del estudio es analizar las variables que influyen en el endeudamiento de las empresas sujetas a análisis.Como resultado los autores concluyen que la oportunidad de crecimiento, las garantías y el riesgo operativo se relacionan positivamente con el endeudamiento, mientras que el tamaño se relaciona de forma negativa con el mismo. |
| Rivera(2007) | En **Colombia,** el autor analiza una muestra compuesta por 18 empresas Pymes del sector de confecciones domiciliadas en el Valle de cauca durante el período comprendido entre 2000-2004.El objetivo del estudio es conocer los factores determinantes de la estructura financiera de las empresas bajo estudio.Los resultados obtenidos demuestran que existe una relación directa entre el tamaño de la empresa, la oportunidad de crecimiento, la edad y el costo de la deuda con su endeudamiento, mientras que existe una relación inversa entre la rentabilidad y el endeudamiento. |
| Chávez y Vargas(2010) | En **Perú**, las autoras analizan una muestra de 710 empresas no financieras que cotizan en la bolsa de valores de Perú durante el período 2005-2007.El objetivo de las autoras es determinar las variables influyentes en el endeudamiento de las empresas bajo análisis.Como resultado se observa que las variables significativas en el endeudamiento de las empresas bajo estudio son el tamaño, la rentabilidad, el costo de la deuda, la edad y el riesgo operativo, todas ellas poseen una relación inversa con el endeudamiento. |

**Fuente:** *elaboración propia en base a la literatura revisada*

**Consideraciones Finales**

Luego de haber analizado los trabajos expuestos en el cuadro anterior se puede llegar a sintetizar que el “tamaño” de la empresa es un factor que determina el endeudamiento en la misma, observándose en la mayoría de la literatura, una relación directa entre el endeudamiento y el tamaño de la empresa demostrando que las empresas de mayor tamaño son las más endeudadas. Sin embargo, aunque en menor cantidad, se observa una relación inversa entre el tamaño y el endeudamiento demostrando que las empresas más pequeñas son las que se encuentran más endeudadas.

El factor “edad” también resulta ser significativo en el nivel de endeudamiento de las empresas en algunos estudios, o sea existe una relación es directa: a mayor edad de las empresas, mayor es el endeudamiento. Sin embargo esta relación no es concluyente, dado que en otros estudios las empresas de mayor edad son las menos endeudadas.

El factor “recursos Generados”, solo resulta significativo en dos producciones con mismos autores y en ambos trabajos se observa que las empresas con mayores recursos generados son las menos endeudadas.

Las “garantías” resultan ser un factor significativo del endeudamiento y para algunos autores se produce una relación es inversa entre garantías y endeudamiento, mientras que en otros, las empresas con mayores garantías son las más endeudadas.

La “rentabilidad” es otro factor significativo del endeudamiento, y en los trabajos revisados, las empresas más rentables son las menos endeudadas.

Por el lado de la “oportunidad de crecimiento”, la encontramos como un factor significativo, aunque en algunos trabajos las empresas con mayor oportunidad de crecimiento son las menos endeudadas, mientras que en otros la relación es directa (las empresas que poseen mayor oportunidad de crecimiento son las más endeudadas).

Con respecto al “gasto de la deuda”, que resulta otro factor significativo en el endeudamiento de las empresas, asume una relación inversa con el endeudamiento para algunos autores, mientras que para otro autor presenta una relación positiva.

Finalmente, el “riesgo operativo” resulta un factor significativo del endeudamiento, dándose una relación directa en un trabajo revisado (las empresas que poseen mayor riesgo operativo son las más endeudadas), mientras que en otros trabajos encontramos una relación inversa (las empresas con mayor riesgo operativo son las menos endeudadas).

Sintetizando, los resultados de las investigaciones revisadas y exteriorizadas a través de artículos publicados no brindan resultados concluyentes, inclusive en mercados similares.

**Referencias bibliográficas**

AKERLOF, G. A. (1970): “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, Quarterly Journal of Economics, vol. 84, nº 3, pp. 488-500.

AYYAGARI, M. (2003): “Small and médium enterprises across the glove”, American Journal of Industrial and Business Management, vol XI, N° 5.

BASS, T. Y SCHROOTEN, M. (2006): “Relationship Banking and SMEs: A Theoretical Analisys”. Small Bus Econ, N° 27, pp. 127-137.

BECK, U. (2008): “Generaciones globales en la sociedad de riesgo mundial”. Cidob, N° 82-83, pp. 19-34.

CHIATCHOUA, C. Y CASTAÑEDA, Y. (2015): “Influencia de las MiPymes en la generación de empleo en la región XI Texcoco, Estado de México (2000-2010)”. Quivera revista de estudios territoriales, vol. XVII, N° 2, pp. 55-71.

COASE, R. (1937): “The Nature of the firm”. N° 4 (16), pp. 386-405.

CORRO D. y OLAECHEA M. (2009): “Nivel óptimo de endeudamiento de las empresas mineras del Perú y factores determinantes del nivel de endeudamiento”. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales* (60/61).

GRIFFITH-JONNES, S. (2011): “Capital account regulations for stability and development”. Cepal, vol. LX.

JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-60.

JIMENEZ, F. y PALACIN, M. J. (2007). Determinantes de la estructura financiera de la empresa. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, XVI (4), pp. 9–24.

KIM, W. Y SORENSEN, E. (1986): “Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy”. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol XXI, pp 131-144.

KUNTCHEV, V.; RAMALHO, R.; RODRIGUEZ-MEZA, J. Y YANG, J. (2013): “What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by Smes?”. World Bank Policy Research Working Paper N° 6670.

MESTRE, M R. (2007): “Estructura de vencimiento de la deuda: evidencia empírica de la pequeña y mediana empresa”. *Tesis Doctoral*. Universidad de Valencia.

MINISTERIO DE PRODUCCIÓN ARGENTINA (2021) ¿Qué es una pyme? Disponible en: https:/[/www.a](http://www.argentina.gob.ar/produccion/registrar-una-pyme/que-es-)r[gentina.gob.ar/produccion/registrar-una-pyme/que-es-](http://www.argentina.gob.ar/produccion/registrar-una-pyme/que-es-) una-pyme#1

MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1958): "The cost of Capital Corporation finance and the of Investment". The American Economic Review, vol. XLVIII, Nº 3, pp. 261-97.

MYERS, S. (2001): “Capital Structure”, Journal of Economic Perspectives, 15, 2, pp. 81-102.

MYERS, S.C. (1984): “The Capital Structure Puzzle”, Journal of Finance July 39 (3), pp. 575-592.

MYERS, S.C.; MAJLUF, N. (1984): “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information investors do not have”, Journal of Financial Economics, p.p. 187-221.

NAVARRETE, E. (2012): “Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares”. Tesis Doctoral. Universidad de La Rioja.

OTERO, L. A., FERNÁNDEZ, S., VIVEL, M. y REYES, S. (2007). Aproximación empírica a los problemas financieros de la Pyme industrial gallega. Revista Galega en Economía,16(2).

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.

 RAUFFLET, E.; LOZANO, J.; BARRERA, E. Y GARCÍA, C. (2012): “Estado del arte sobre problemáticas financieras en Pymes: estudio para América Latina”. Escuela de Administración de Negocios, vol. LXXXV, pp. 163-179.

ROSS, S. (1973) The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem. American Economic Review, 63, 134-139.

ROSS, S. (1977).The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *Bell Journal of Economics*, 8, issue 1, p. 23-40, https://EconPapers.repec.org/RePEc:rje:bellje:v:8:y:1977:i:spring:p:23-40.

SAAVEDRA GARCÍA, M. L., & LEÓN VITE, E. L. (2014). Alternativas de financiamiento para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa Latinoamericana Financing alternatives for Micro, Small and Medium Enterprise Latin-American. *Revista Universitaria Ruta*, 16(2), 5–31. Recuperado a partir de https://revistas.userena.cl/index.php/ruta/article/view/Ruta1621

SÁNCHEZ VALADEZ, M. (2009): “Endeudamiento y competencia en el mercado: Evidencia de las empresas en México”. SCIELO N°31, pp 9-42.

SPENCE, M. (1973): “Job Market Signaling”, Quarterly Journal of Economics, vol. 87, nº 3, pp. 355-374.

VELAZQUEZ, F. (2004): Elementos explicativos del endeudamiento de las empresas. *Revista Análisis Económico*, XIX, N° 40, pp. 215-244.

VENDRELL VILANOVA, A. (2007): “La dinámica de la estructura de capital. Evidencia para la empresa industrial española”. Tesis Doctoral. Universidad de Lleida.

VERA, M.; MELVAREJO, Z. Y MORA, E. (2014): “Acceso al financiamiento de Pymes colombianas: una visión del punto de vista de sus indicadores financieros”. Innovar, vol. LIV, N° 53, pp. 149-160.

VERONA, M. C.; JORDÁN, L.; MAROTO, O.; CASERES, R.; GARCIA, Y.(2003). Factores explicativos del nivel de endeudamiento de las empresas españolas: un análisis con datos de panel. Economía Mexicana. Nueva Época, vol. XII, N° 1, pp. 39–63.

ZAMBALDI, F., ARANHA, F., LOPES, H. & POLITI, R. (2009). Credit granting to small firms: A Brazilian case. *Journal of Business Research*, 64(3): 309-315.

ZEBALLOS, E. (2003): “Micro, pequeñas y medianas empresas en América Latina”. Cepal, vol. VXXIX.