

Meta-análisis sobre la determinación de la estructura de financiamiento en organizaciones agropecuarias argentinas.

Meta-analysis on the determination of the financing structure in Argentine agricultural organizations.

Santiago Agustín Pérez ¹

ABSTRACT

The agricultural sector is extremely important for the Argentine economy. The activities of the agricultural sector have particular and intrinsic characteristics in their business models. Among these are climatic risks, seasonality in price and production or dependence on international prices, giving rise to the development of their own needs. The objective of the work is to analyze one of the problems they face: financing. Decisions on the financing structure define the composition between own resources and other external resources to carry out operating and investment activities. Relevance is treated in the empirical search for a theory of academic relevance: Pecking Order. The methodology is based on conducting a meta-analysis of empirical evidence on studies of the capital structure in organizations in the agricultural sector. Said theory defines an order of preference at the moment of financing, what it seeks to analyze is whether said preferences are carried out in reality. The main results indicate that producers have an order of preference in their financing decisions, following the proposed theory. In addition, the seasonality of agricultural production is of the utmost importance when it comes to financing. The impediment and difficulty in accessing bank credit is given by internal and external issues.

Keywords: Agricultural capital, decision theory

RESUMEN

El sector agropecuario es de suma importancia para la economía argentina. Las actividades del sector agropecuario tienen características particulares e intrínsecas en sus modelos de negocios. Dentro de estas se encuentran los riesgos climáticos, estacionalidad en precio y producción o dependencia de precios internacionales, dando lugar al desarrollo de necesidades propias. El objetivo del trabajo es analizar sobre una de las problemáticas que enfrentan: el financiamiento. Las decisiones sobre la estructura de financiamiento definen la composición entre recursos propios y otros externos para realizar las actividades de operación e inversión. La relevancia se trata en la búsqueda empírica de una teoría de relevancia académica: Pecking Order. La metodología se basa en realizar un meta-análisis sobre evidencias empíricas sobre estudios de la estructura de capital en las organizaciones del sector agropecuario. Dicha teoría define un orden de preferencia al momento de financiarse, lo que busca analizar es si dichas preferencias se llevan a cabo en la realidad. Los principales resultados indican que los productores tienen un orden en preferencia en sus decisiones de financiamiento, siguiendo con la teoría planteada. Además, es de suma importancia la estacionalidad de la producción agrícola a la hora de financiarse. El impedimento y dificultad al acceso a crédito bancario está dado por cuestiones internas como externas.

Palabras clave: Capital agropecuario, teoría de la decisión

Received: 25 de mayo del 2022

Accepted: 9 de julio del 2022

Introducción

A lo largo del tiempo, las organizaciones agropecuarias se consolidaron como uno de los motores de la economía argentina (Calzada y Treboux, 2019). Su impacto en la generación de mano de obra, proveedor de bienes intermedios a la agroindustria, generador de divisas, aportes tributarios, entre otros aspectos, lo consolidan como uno de los principales sectores a nivel nacional. La necesidad del financiamiento es un requisito básico para toda organización, ya sea para su desarrollo como para su sostenibilidad y competitividad a través del tiempo. El crecimiento y desarrollo de las organizaciones está relacionado con la capacidad para acceder y utilizar los recursos financieros (Montoya, 2016). En las actividades agropecuarias, como en otro tipo de actividades, el circuito

del dinero resulta para las operaciones básicas: empleo de insumos para producir; obtener productos, colocación en el mercado de los productos, cobro de las ventas, como medio de asegurar las disponibilidades para realizar los pagos, inversiones y otros aspectos (Sánchez, 2016).

La estructura de financiamiento es la combinación de

¹ Becario Doctoral CONICET, Facultad de Agronomía, Universidad Nacional de La Pampa. E-mail: s.perez@conicet.gov.ar

How to cite: Pérez, S. A. (2022). Meta-análisis sobre la determinación de la estructura de financiamiento en organizaciones agropecuarias argentinas. REVISTA DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO, 5(2), 6-15. <https://doi.org/10.24265/raef.2022.v5n2.52>



No Comercial-Compartir Igual 4.0 Internacional.

las maneras en que se obtienen los recursos financieros en una organización, sin importar el plazo del que se hable (Kumar et al., 2019). Existen diversos marcos teóricos y métodos que intentan explicar la determinación de una estructura de financiamiento especial dentro de una organización. Además, buscando plantear cuales son los factores incidentes, las estructuras óptimas, los criterios de decisión y estrategias que llevan a cabo las organizaciones para su crecimiento y competitividad. Cornejo (2015) indica que la manera en que las organizaciones determinan su estructura de financiamiento es una trama de investigación e intercambio en el ámbito de las finanzas.

Dentro de los análisis aplicados actuales, existen tendencias sobresalientes que se aplican en las características comunes de las organizaciones actuales y su contexto. En otro ámbito, estudios continúan indagando sobre la aplicación de los modelos tradicionales que se asocian a las principales teorías, entre ellas el Trade-Off, el Pecking Order y teorías posteriores como la teoría de los Stakeholders, el Market-Timing Behavior o sincronización de mercado, la Teoría de la Agencia y el Dynamic Trade-Off. En este marco se pretende realizar un análisis de las investigaciones sobre la estructura de financiamiento de las empresas del sector agropecuario en la Argentina. Para tal fin, la hipótesis que se plantea corresponde a que las organizaciones agropecuarias, prefieren financiarse como primera opción mediante la utilización recursos propios de las mismas. Luego, en segundo lugar, con deuda otorgada por entidades de financiación y en tercer lugar procediendo al mercado de capitales. Este orden se aplica al marco de la teoría del Pecking Order. Esta teoría se considera como una de las más influyentes y utilizadas a la hora de analizar una decisión de financiamiento, planteando que no hay una estructura óptima de capital definida en las organizaciones, sino que hay un orden de prioridades al instante de elegir las fuentes de capital.

El trabajo se estructura en primer lugar con un desarrollo conceptual enfocado en la estructura de financiamiento de las organizaciones agropecuarias locales. En un segundo apartado, se describen las principales teorías de la estructura de financiamiento y haciendo énfasis en la teoría del Pecking Order la cual servirá como base para analizar la investigación sobre las preferencias de endeudamiento por parte de las empresas del sector. Se selecciona dicha teoría para el análisis debido a que diversas demostraciones empíricas (no asociadas al sector agropecuario) logran describir la relación con el comportamiento empresarial (Delfino, 2006). Seguidamente, se evalúan los principales estudios empíricos sobre la estructura de financiamiento de las organizaciones en análisis. Se debe plantear que existe poca literatura sobre las preferencias de la estructura de financiamiento de las empresas agropecuarias; por lo tanto, se planteó como supuesto que las decisiones sobre financiamiento de los productores agropecuarios se basan en su preferencia que están disponibles en el mercado. Para finalizar se muestran los resultados del análisis de endeudamiento de los estudios seleccionados, junto con las principales conclusiones del trabajo.

Marco teórico

Las principales teorías que analizan la estructura de financiamiento de las organizaciones ha avanzado en un marco de grandes empresas, sectores con una estructura homogénea y mercados de capitales desarrollados (Pla, 2011). A partir de la aportación seminal de Modigliani y Miller (1958), con su Teoría de la Irrelevancia, se han producido un amplio número de estudios centrados en este tema. Estos no fueron los primeros autores en desarrollar un análisis teórico acerca de la estructura financiera de una organización con el fin de evaluar el efecto que tenía en el valor de estas, pero si los más famosos. Indican que a partir de supuestos simplificadores de mercados perfectos se establece la independencia del valor de la firma respecto a su estructura de capital. Concluyendo que, bajo condiciones de mercado perfecto, la decisión de financiamiento es irrelevante para la organización. Debido a la rigidez de sus supuestos (por ejemplo, inexistencia de impuestos a las utilidades), este marco es ventajoso para instaurar bajo qué contextos la estructura de capital resulta irrelevante (Díaz y Helbert, 2015). Luego, los autores Modigliani y Miller (1963) plantean que las deducciones de impuesto forman un traspaso de valor a los accionistas. Asimismo, Fitzgerald (2014) indica que las teorías que mejor exponen el problema de la estructura de capital son la del Trade-Off, la del Pecking Order y la del Market Timing. Actualmente, este es uno de los temas más analizados y desarrollados en el mundo de las finanzas organizacionales, ya que no hay un modelo universalmente aceptado y existe poca certeza sobre el inconveniente de que estructura de capital es la más óptima y/o utilizada (Delfino, 2006).

La teoría del Pecking Order o de la Jerarquía Financiera desarrollada por Myers y Majluf (1984) indica que hay empresas que manejan buenas políticas de gestión administrativa y otras que no. Además, se encuentra incluida en el marco de "información asimétrica". Esto significa que los diferentes actores del mercado no poseen un mismo nivel de acceso a la información dando origen a tres problemas: a) el riesgo moral, b) la selección adversa y c) el envío de señales. A diferencia de teorías previas (por ejemplo, Trade Off), la Teoría del Pecking Order argumenta que no existe una estructura óptima de capital, sino que las organizaciones persiguen una escala de jerarquías para su financiación; donde por ejemplo los costos de emitir títulos de deuda o capital sobrepasan las fuerzas que determinan el endeudamiento objetivo en la del Trade Off (Cornejo, 2015; Díaz y Helbert, 2015).

En este marco, Myers y Majluf (1984) plantean la teoría utilizando como marco de soporte la teoría económica de la información. Para esto demuestran que la decisión de financiamiento de la empresa es el privilegio en el uso de recursos que menos problemas tengan. Esto se plantea a partir de la asimetría de información entre directivos e inversores externos. Los que realizan inversiones en una organización de manera externa cuentan con menos información sobre su situación actual financiera con relación a sus directivos internos: y por lo tanto este problema de información asimétrica los lleva a analizar las señales expresadas por los agentes internos. En el momento que una organización decide emitir nuevas acciones, los agentes externos suponen que lo realizan porque especulan que

sus acciones están sobrevaluadas y su objetivo podría verse frustrado. Aunque la emisión de nueva deuda tiene un efecto mucho menos drástico que la de acciones, también implica nuevos costos, logística, marketing y similares. En este marco, López Dumrauf (2001) sostiene que la investigación sobre la estructura de capital en las organizaciones argentinas, hay un marcado orden de jerarquía en la elección de la fuente de financiamiento.

Uno de los factores que pueden jugar un rol clave a la hora de analizar la estructura de capital y las decisiones sobre la misma pueden ser los costos de transacción relacionados con conseguir nuevo financiamiento externo (Bisang, 2017). Estos costos pueden llevar a plantear una visión del orden de jerarquía en las estructuras financieras agropecuarias. Es así, que la experiencia demuestra que las empresas siguen el siguiente orden para financiar sus inversiones: 1) recursos internos 2) deuda 3) mercado de capitales. En primer lugar, la fuente de financiamiento es el interno, donde además es la fuente con menor asimetría de información. Luego seguido por la emisión de deuda externa, debido a que es menos costosa y variable que el rendimiento de las acciones que depende del desempeño de la empresa (Delfino, 2006). Por último, la emisión de acciones o mercado de capitales como la de mayor dificultad y acceso para las organizaciones en el orden de elección. La teoría explica por qué las organizaciones con mayor rentabilidad suelen utilizar menor cantidad de endeudamiento con capital externo, donde Brealey et al. (2010) sostienen que no es porque tengan una meta baja de razones de deuda, sino porque no necesitan del dinero externo. Por lo tanto, empresas con menor rentabilidad emiten mayor deuda por no tener suficientes fondos internos para sus programas de inversiones de capital, y porque el financiamiento de deuda es el primero en la jerarquía de elección del financiamiento externo (Brealey et al., 2010). Explica la relación inversa dentro de la industria entre rentabilidad y apalancamiento financiero. Como conclusión, la teoría del Pecking Order sostiene a la preferencia por el uso de financiamiento interno antes que la externa. Y dentro del financiamiento externo, la deuda antes que el mercado de capitales (Cornejo, 2015).

Metodología

Para el desarrollo del trabajo y con el objetivo de conocer el estado relativo a un determinado problema de investigación, se realizó una revisión bibliográfica y análisis de los estudios empíricos que analicen la estructura de capital y los factores determinantes de las organizaciones agropecuarias de Argentina en el periodo 2003-2020. Por lo tanto, la metodología fue documental, descriptiva y retrospectiva. Se buscó estudios en bases de datos como Google Académico, ScienceDirect, tesis desarrolladas, bases específicas del sector. El enfoque fue analizar la manera en que financian las organizaciones agropecuarias su capital. Una vez obtenidos dichos estudios se desarrolló un análisis de estos, para luego buscar contrastar con la teoría de Pecking Order sobre la estructura de capital. Se determinaron el sector sobre el que aplica el estudio, el año de publicación, la estructura de capital y los factores que explicarían dicho nivel de estructura de capital.

Resultados

Características financieras del sector agropecuario

El capital es un factor de producción fundamental para el desarrollo de la actividad agropecuaria. En el último tiempo se han dado cambios rápidos en el sector agropecuario, haciéndolo un sector demandante de servicios, equipos, insumos claves, información y tecnológica, donde el financiamiento es un aspecto clave para su competitividad (CEA, 2009). El Manual HSBC (2010) señala que "el productor agropecuario se ha caracterizado por financiarse de un modo incorrecto. El error más común es el de realizar inversiones de envergadura como la compra de maquinaria o de tierra y financiar la compra en el corto plazo. Ocorre que estas inversiones normalmente presentan un repago de mediano o largo plazo, y restan capital de trabajo al productor, que indefectiblemente finaliza refinanciando la deuda en plazos más extensos, lógicos para el tipo de inversión realizada".

A partir de Balestri et al. (2001) las organizaciones del sector agropecuario localizadas en el norte de La Pampa predominantemente toman sus decisiones sin contar con una sólida formación teórica en los agentes, sin realizar una sistematización de la información disponible y con la experiencia como principal criterio de decisión; entendiéndose de un modo conservador. El capital en las organizaciones agropecuarias comúnmente se divide en el capital fundiario y el capital de explotación. El fundiario hace referencia a aquel capital que dura varios actos productivos, y a su vez este se divide en tierra, mejoras extraordinarias y mejoras ordinarias. El capital de explotación hace referencia en aquellos activos que presentan movilidad, se divide en fijo inanimado, fijo vivo y circulante.

Una característica distintiva de las actividades agropecuarias es la estacionalidad de los ingresos y erogaciones, lenta rotación de capital, ciclos económicos largos y contingencias climáticas y de mercado por lo que, a diferencia de otras actividades, presentan mayores necesidades de recurrencia al financiamiento externo (De Nicola et al., 2004; Velicogna, 2007; Carbonell et al., 2008). Un aspecto diferencial del sector agropecuario argentino es el alto porcentaje de producciones que se llevan a cabo en campos de terceros, y una elevada heterogeneidad y diferencias de escala entre productores (De Santis y Formento, 2004). Por lo tanto, se puede plantear como una restricción y limitación a la hora de obtener capital externo y evaluar el riesgo por parte de los establecimientos financieros para brindar crédito al sector (por no presentar una garantía hipotecaria del establecimiento como propietario) agropecuario (CEA, 2009).

En la tabla 1 se analiza el ciclo de las principales actividades agropecuarias, identificando los momentos de mayor y menor liquidez mensual (flujo de caja) de la organización para la región pampeana. Este es extraído del manual Agribusiness HSBC y se puede tomar como un estimativo ya que las mismas pueden variar según distintos factores (lugar de referencia, clima, fecha de siembra, insumos utilizados, preñez, alimentación y otros aspectos); pero nos permite comprender la inmovilización

del capital que necesitan los productores agropecuarios en las actividades más comunes del sector; con sus posibles momentos de ingresos, y de qué manera se puede hacer frente a los diferentes momentos que la empresa le demande. Los cuadros rojos hacen referencia a los meses con iliquidez, mientras que los verdes a los periodos con ingresos y los blancos a los momentos con liquidez.

Tabla 1

Para comprender las necesidades básicas de financiamiento el manual de HSBC (2010) indica los siguientes requerimientos financieros de productores agropecuarios: a) capital de trabajo (necesidades a corto plazo como la compra de insumos y contratación de servicios); b) retención de cereal (esperando una mejora de precio el productor puede retener su producción); c) compra de maquinaria (inversiones a mediano plazo); d) proyectos de inversión (inversiones más a largo plazo como compra de tierra, instalaciones, retención vientres); e) absorción de pasivos con otras entidades. Cuando las organizaciones ya cuentan con acceso al financiamiento mediante establecimientos bancarios surgen momentos de iliquidez, bajas de ventas, menor rentabilidad y, como última consecuencia, cierre de negocios (Tiscornia, 2018). Dentro de las actividades agropecuarias, la ganadería presenta problemas de financiamiento al ser una actividad de mediano-largo plazo. Principalmente porque la oferta de créditos comerciales es mayormente a corto plazo, siendo un problema para el productor ganadero, porque lo obliga a vender apresuradamente el producto para cancelar el endeudamiento (De Santis y Formento, 2004). Además, el crédito agrario tiene distintas funciones dentro de la economía socio-productiva. La principal es la de capitalizar el sector agropecuario, aunque también puede ser un instrumento político para apoyar financieramente al sector y además una herramienta óptima para la innovación tecnológica (Vélez Hernández, 1984). Además, Zehnder (1999) indica que un sector se encuentra en problemas financieros cuando se plantean estos cuatro elementos: a) descapitalización; b) endeudamiento; c) baja productividad de los factores; y e) falta de objetivos claros y cuantificables.

El financiamiento es un tema importante en Argentina, con tres variables fundamentales para el sector agropecuario: a) disponibilidad de capital; b) tasa de interés, y c) horizontes temporales de fondos (CEA, 2009). Las organizaciones en economías emergentes presentan ratios más bajos de endeudamiento y con plazos de tiempo más cortos, siendo un comportamiento lógico en el entorno económico volátil nacional (Cornejo, 2015). Según el BID (2020) el 41% de las empresas pyme argentinas utilizan bancos para financiar inversiones y el 30% para financiar capital de trabajo. Un problema histórico citado por varios autores es la escasez de financiamiento bancario al sector, en particular crédito a largo plazo y a pequeños productores, donde las áreas de crédito bancarias hacen el análisis con balances que reflejan campañas agropecuarias pasadas, calificando hacia el futuro con proyecciones inciertas afectando el riesgo crediticio (Sánchez Sorondo, 2017). Algo que se debe considerar es que la morosidad presentada en el sector se presenta por ser más elevada que la del total sistema, ya sea por riesgos climáticos como por aspectos gerenciales (Nava, 2003; De Santis y Formento, 2004).

Actualmente la clave de la rentabilidad en el sector agrario ya no depende sólo de un buen rendimiento físico de su producción por hectárea, sino que se debe tener una completa comprensión del mercado, una correcta elección de comercialización de la producción, utilización de modelos contractuales para financiar el capital necesario y la modernización tecnológica (De Santis y Formento, 2004). Villa (2017) indica como esencial la función financiera en las organizaciones agropecuarias y recomienda distintas herramientas, como el Ratio de Sharpe que permite analizar la relación entre riesgo y renta y los marcos de Trade-off y Pecking order para teorizar aspectos de toma de decisión financieras y llegar a prácticas efectivas.

Financiamiento agropecuario

Las empresas agropecuarias recurren al financiamiento interno y externo para proveer del capital necesario para la reproducción del proceso productivo o adquisición de bienes de material (De Nicola et al., 2004). Entre las fuentes internas se destacan la reinversión de utilidades no distribuidas y las provisiones para amortización del capital. Las principales fuentes externas son: a) crédito bancario (público y/o privado); b) crédito comercial; y c) crédito con instrumentos alternativos (leasing, fideicomiso, warrant, fondos comunes de inversión, sociedad de garantía recíproca, descuento de cheques diferidos y factoring) (Morgantini, 2009; Tiscornia, 2018). Uno de los empleos principales del crédito en el sector agropecuario es subsanar la evidente estacionalidad de la producción, permitiendo adelantar recursos económicos y enfrentar los costos que se encuentran con diferencia de tiempo importante con relación a los ingresos. El tipo de crédito que se requiere para invertir en tecnología es distinto y posee además otro tipo de requisitos. Para la compra de insumos se puede utilizar los planes de canje a partir de productos finales con las cooperativas o los proveedores sin la necesidad de una vinculación dependiente con instituciones bancarias (Bisang, 2017).

En base a Bebczuk y Sanglácómo (2007) en promedio de 1998-2015 el sector agrícola y ganadero se le asignó el 6,5% del mercado crediticio. Dentro de este porcentaje el 59% corresponde a crédito público, el 30% a crédito privado y el 11% a crédito extranjero. Desde el año 2003 hasta el 2011 (Figura 1) se multiplicaron por 7 veces los préstamos al sector medidos en dólares (Sánchez Sorondo, 2017). Las causas se encuentran manifestadas en gran parte por la asimetría de información entre el sector financiero y el sector agropecuario, altos costos de transacción en la obtención de créditos y los riesgos que conlleva la actividad agropecuaria (Tiscornia, 2018). Esto explicaría una relación inversa entre el valor de la moneda local y el endeudamiento en dólares. Además, la presente segmentación del mercado y el racionamiento crediticio hacia determinados sectores de la economía y actores económicos se presenta como una falla del mercado que es notorio en muchos países (Pla, 2011).

Figura 1

Análisis de antecedentes

El Centro de Estudios en Agronegocios y Alimentos {CEA- (2009) desarrolló una encuesta a 502 productores agropecuarios de las provincias de Buenos Aires, Córdoba y Santa fe sobre sus necesidades productivas. Los resultados en cuanto a la forma usual de financiación de las empresas agropecuarias indican que una gran cantidad de productores (alrededor del 70%) utilizan financiamiento con proveedores para la compra de insumos como fertilizantes, semillas y agroquímicos. Con relación a preferencia de utilizar otro tipo de fuentes de financiación a las cuales recurriría si tuviera que financiarse externamente, el 45% eligen bancos oficiales, 34% bancos privados, 11% proveedores particulares y 10% cooperativas. En cuanto al financiamiento para la inversión de equipamiento, el 45% de los productores no toma ningún tipo financiamiento externo; casi el 40% utilizan hasta un 50% del total de la inversión, y sólo el 15% de los productores agropecuarios utilizan entre un 51% y el 100% de su financiación para la incorporación de tecnología. Lo que se debe considerar en este caso es que en una inversión a largo plazo como equipos los productores prefieren financiarse mediante capital propio como primera opción, luego financiamiento bancario. En contextos económicos y productivos como el de Argentina, existe una gran parte de los depósitos del sector agropecuario que son a corto plazo y, por lo tanto, los créditos también. Para esto la financiación bancaria que se utiliza tiene fines de capital de trabajo, a no ser que existan y se utilicen algún otro tipo de herramienta financiera para inversiones de bienes de capital.

Calzada y Calivari (2017) estimaron la inversión promedio que afrontaron los productores agropecuarios en la temporada 2016/2017 para la siembra de los seis principales cultivos en Argentina. Entre estos se encuentran girasol, soja, cebada, maíz y sorgo. Los productores agropecuarios habrían utilizado cerca 10.450 millones de dólares. De ese total, cerca de un 30% de estas erogaciones (3.130 millones de dólares) habrían sido afrontadas por los propios productores con fondos propios, y el 70% restante por terceros. Dentro de estos se ubican las entidades bancarias, con un 30% de participación y el crédito comercial con el 70% restante (Figura 2). El crédito bancario habría aportado cerca de 2.200 millones de dólares, donde las fuentes se reparten un 17% en tarjetas para el sector agropecuario; 16% financiamiento en dólares por forwards cedidos; 15% descuento de valores y el 52% restante por otras líneas de crédito otorgadas por los bancos. En cuanto al crédito comercial según el estudio aportó a la campaña 5.124 U\$S, divididos un 50 % en proveedores de insumos y traders, 45% los corredores, acopios y cooperativas; y 5% mutuales (negociación de cheques, préstamos con hipotecas, etc.). El estudio no avanza sobre los factores que conllevan a distribuir de esta manera el financiamiento los productores. Lo que destacan es la falta de estimaciones y datos estadísticos, tanto oficiales como privados sobre el financiamiento al sector.

Figura 2

De Nicola et al. (2003) desarrollaron un análisis sobre el endeudamiento de productores agropecuarios en el Departamento de Marcos Juárez, provincia de Córdoba, Argentina. Los resultados indican que el 66,5% de

los productores agropecuarios presentan algún tipo de deuda. Esto indica que existe un nivel de endeudamiento generalización en el sector. Con relación al endeudamiento y al régimen de tenencia, se plantea que los actores agropecuarios exclusivamente propietarios de la tierra y establecimientos tienen un nivel de endeudamiento menor con relación a la media agropecuaria (50,1%). Mientras que los productores que son exclusivamente arrendatario del establecimiento, contratista u ocupante y los que combinan propiedad con otras formas de tenencia, tienen un mayor porcentaje de endeudamiento 71,2% y 76,7% respectivamente. Las diferencias en los valores de financiamiento de los tipos de productores se encuentran vinculadas también por el destino de estos. Los créditos requeridos por los productores de menor tamaño tienen destino a la compra de insumos. Mientras que parte del financiamiento de los productores de mayor nivel se destina el financiamiento a la adquisición de bienes durables. Además, existe una correlación positiva entre aumento de escala y el nivel de endeudamiento (a mayor escala, mayor endeudamiento).

Capello et al. (2016) desarrollaron su estudio sobre de qué manera se financian los activos fijos de las organizaciones relacionadas con el sector agropecuario que cotizan en bolsa argentina, mediante un análisis de sus estados financieros desde 2004 a 2016. A la conclusión que arribaron es que las empresas optan por una financiación a través de terceros, en vez de hacerlo mediante una financiación propia. Le asignan un aumento a la financiación externa con respecto al endeudamiento en la moneda extranjera, y la disminución de los derechos de exportación. El apalancamiento promedio es de 1:4.

En una conferencia para el grupo CREA, Fernández (2010) desarrolla un análisis sobre la evolución del negocio agrícola, y de qué manera se fueron financiando las actividades. Por lo que se puede observar en la Figura 3, para los años 2005 al 2010, el financiamiento con capital propio va disminuyendo y aumentando el nivel de endeudamiento. El mismo se encuentra explicado por las siguientes variables claves del negocio: a) tecnología; b) precio de productos; c) clima; y d) entorno institucional.

Figura 3

Meraviglia (2019) realizó un estudio sobre la financiación de 10 PyMEs agropecuarias de la provincia de Buenos Aires. El resultado que obtuvo es que la principal fuente de financiación fue crédito bancario (40%), descuento de cheques de pago diferido (20%), ley de emergencia agropecuaria (20 %), ventas a futuro (10 %) y recursos propios (10 %). Dentro del crédito bancario la principal forma de financiación preferida fue tarjeta de crédito rural (50 %), cuenta corriente bancaria (20 %) y el resto mediante préstamos. Los productores PyMEs aseguran que la falta de acceso a créditos y el costo del mismo es el principal motivo por el que sus negocios no crecen; aunque en la investigación se logró analizar, que en varias ocasiones, se presenta falta de conocimiento sobre la utilización de los instrumentos de financiamiento y de normativas legales que amparan a los productores agropecuarios, bajo nivel de interés en incorporar nuevas herramientas de financiamiento en su estructura económica y cierto nivel de

informalidad del sector con relación a documentación para presentar a entidades bancarias (Meraviglia, 2019).

La Fundación Capital, en el año 2006 realizó una encuesta al sector agropecuario, indicando las causas por las cuales no invierten; donde la falta de financiamiento es del 15 %. De acuerdo con los datos obtenidos la fuente de financiamiento bancario de los proyectos alcanza el 19 % y la fuente de recursos propios es del 60 %. Morgantini (2009) expone que, en el sector agropecuario, el crédito bancario representa el 27 % del total capital, siendo el 49 % recursos propios. Respecto de las razones por las cuáles las PyMES agropecuarias no solicitan crédito bancario para sus actividades e inversiones, se destacan: a) Tasas de interés elevadas (13,4 %); b) requerimientos de información complejos (4,3 %); c) ausencia de garantías (3,4 %) d) desconfianza en el sistema bancario (2,6 %); y e) plazos poco convenientes (2,2 %). Además, el crédito comercial es relativamente poco preponderante en lo que a participación relativa se refiere, siendo utilizado casi en su totalidad para el financiamiento de operaciones de corto plazo. En un informe privado para el año 2018, el movimiento CREA indicó que el sector agropecuario presenta un endeudamiento del 22 % de su capital desde el cambio de Gobierno; que probablemente, el aumento del endeudamiento estaba asociado a un mayor acceso al financiamiento en dólares.

Tiscornia (2018) realizó un estudio sobre la estructura de financiamiento a entidades financieras y 8 productores agropecuarios, de diversos tamaños, localizados en el sudeste de la Provincia de Buenos Aires. Estos últimos presentan una combinación de actividades agrícolas y ganaderas en sus explotaciones. Se comparó periodos 2009-2018, donde no se lograron encontrar grandes modificaciones en los conocimientos ni en la gestión de los productores agropecuarios en lo que respecta al financiamiento que le ofrecen las entidades bancarias. Los productores mayormente prefieren sustentarse con fondos propios, reinvertiendo ganancias en la propia actividad. Para lo que mayormente solicitan asistencia de los bancos es para realizar inversiones, donde se utilizan la banca pública como primer orden y luego comercial en segundo orden como financiamiento.

Los productores agropecuarios tienen preferencia en no endeudarse con el sector bancario principalmente por las altas tasas de interés (costo de capital), documentación a presentar y por la demora en el tiempo para llegar al desembolso del crédito en las organizaciones (Tiscornia, 2018). En cuanto a las entrevistas a gerentes del Banco de la Provincia de Buenos Aires indican la diferenciación entre las actividades agropecuarias, los agrícolas son más propensos a tomar crédito que los ganaderos. Estos últimos lo hacen para bienes materiales o compra de animales. Muchas veces los productores realizan transacciones informales en base a la confianza con quien brinda el financiamiento, a la trayectoria y relación con este, a la herencia familiar o a las relaciones comerciales establecidos a lo largo del tiempo y con una intención de reducir su declaración de ganancias, por lo que en muchas oportunidades no se cuenta con documentación de respaldo. A una de las conclusiones que arriba el estudio es que el productor agropecuario tiene mucho conocimiento productivo del campo, pero no tiene

una especialización en la gestión económica o financiera, por lo que renuncia ligeramente a la utilización de toma de créditos (Tiscornia, 2018).

Giorgis (2009) analizó el nivel de endeudamiento de las empresas agropecuarias de La Pampa como un indicador de la gestión financiera de la empresa. El resultado que obtuvo es que el 73 % de las empresas tienen un endeudamiento inferior al 10 % de su capital, considerando que la ratio no es determinante en el resultado neto de las organizaciones. Sánchez Sorondo (2017) indica que las principales limitantes al desarrollo del crédito agropecuario en el país, más allá de aspectos macroeconómicos, es la baja sofisticación financiera de productores, impuestos y costos transaccionales altos, poco incentivo de bancos a desarrollar nuevos productos y poco interés de ofrecer tierra a modo de garantía; donde además las distintas opciones de financiamiento externa propuestas por el sector bancario no generan expectativas claras e importantes entre los productores, ya sea por elevados costos de interés o aspectos condicionantes del productor (De Santis y Formento, 2004). En la tabla 2 se puede ver el resumen de los distintos antecedentes analizados.

Tabla 2

Conclusiones

A partir de los antecedentes hallados en la investigación sobre la estructura de financiamiento en las organizaciones del sector agropecuario argentino, se pudo demostrar que no hay un marcado orden de jerarquía en la decisión sobre la elección de la fuente de financiamiento. Mirándolo desde la forma en que se tomaron las decisiones, se puede verificar que se encuentran evidencias favorables y en contra a la teoría del Pecking Order. Obviamente se deben considerar muchas otras variables, como rentabilidad pasada, nivel de patrimonio con el que cuenta la organización, momento macroeconómico en que se realizó la encuesta, y algunos factores culturales que no se consideran. Otra cuestión es ver que lo que se analiza en muchos casos no es la preferencia, sino las decisiones que se tomaron realmente sobre su financiamiento; tampoco se analizan los factores a la hora de decidir sus estructuras de financiamiento. La mayor parte de los trabajos analizados se concentran en diagnosticar sobre los cambios en las políticas financieras de las entidades crediticias, en la intervención política financiera, características de los créditos agropecuario, problemas de acceso y la distribución sectorial del financiamiento. No existen trabajos que analicen la percepción por parte de los demandantes de crédito (productores). Una de las principales causas de dicha falta es el problema de contar con información confiable sobre las organizaciones.

El financiamiento es una variable fundamental en el desarrollo de cualquier sector productivo y es por esto que se debe buscar las maneras en acceder y facilitar el crédito. Las cuestiones que impiden y dificultan el acceso a crédito bancario está dado por cuestiones internas (estructura, garantías) como externas (tasa de interés, plazos y requerimientos). Donde primordialmente los niveles de endeudamiento son a corto plazo. El financiamiento comercial ha tenido históricamente una

importancia decisiva en la actividad agropecuaria para la adquisición del capital de trabajo.

Entre todos los antecedentes analizados, uno de los principales problemas financieros que afectan al sector es la brecha entre lo que el productor puede ofrecer a la entidad prestamista como garantía o confort de su crédito y los requisitos por parte de estas haciendo muchos análisis con balances que reflejan campañas pasadas. Esto, además, es debido al elevado riesgo crediticio de las empresas agropecuarias.

Referencias

- Balestri, L.A.; Ferran, A.; Giorgis, A.; Saravia, C.D.; Larrea, A.T.; Castaldo, A.; Poma, K. y A. Pariani (2001). La toma de decisiones en las empresas agropecuarias del norte de la provincia de La Pampa. Area de Planeamiento y Gestión empresarial. Facultad de Ciencias Veterinarias. UNLPam.
- Bebczuk, R. y Sangiacomo, M. (2007). Eficiencia en la asignación sectorial del crédito en Argentina. Revista de Ensayos Económicos del BCRA, Nro. 49, 2007, pp. 13-32.
- Bisang, R. (2017). Problemas actuales y perspectivas futuras de la producción y comercialización de granos. Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas
- Brealey, R., Myers, S. y Allen, F. (2010). Principios de Finanzas Corporativas. 9ª edición. Mc Graw Hill.
- Calzada, J. y J. I. Calivari (2017). ¿Cómo es el financiamiento de la producción de granos en Argentina? Informativo Semanal, Bolsa de Comercio de Rosario, AÑO XXXV, No 1835, 24 de noviembre de 2017.
- Capello, L. D.; Espinosa Maset, L.; Pennetti, L. A.; Roldan, J. C. y F. N. Straccia (2016). Análisis sectorial de las empresas agropecuarias: inversión en activos fijos. Universidad Argentina de la Empresa.
- Carbonell, C.; Cincuneri, J. y M Aduriz (2008). ¿Cómo financiar la capitalización ganadera? Un caso de fideicomiso en el sudeste bonaerense. INTA - Centro Regional Buenos Aires Sur (CERBAS).
- Centro de estudios en Agronegocios y Alimentos (2009). Encuesta sobre necesidades del Productor Agropecuario Argentino. Facultad de Ciencias Empresariales de la Universidad Austral.
- Cornejo, R. H. (2015). Estructura de capital en mercados emergentes. Velocidad de ajuste de la estructura de capital en las empresas peruanas cotizadas en bolsa. Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas
- Cutro, E. (2008). Fideicomiso Citrícola Correntino: Ventajas de esta Herramienta Financiera Frente a otras Fuentes de Financiamiento del Sector agropecuario. Tesis MBA. Universidad Torcuato Di Tella.
- De Nicola, M.; Merigo, I.; Peretti, M. y G. Preda (2004). Endeudamiento agropecuario pampeano. El caso Sudeste de Córdoba. Revista de Investigaciones de la Facultad de Ciencias Agrarias. Universidad Nacional de Rosario. Año 2 - N2.
- De Santis, M. y S. Formento (2004). Utilización de la figura del fideicomiso como una alternativa viable para financiar la producción ganadera. Rev. Facultad de Agronomía UBA, 24 (1): 119-131.
- Delfino, M. A. (2006) Determinantes de la Estructura de Capital de las Empresas en América Latina. Working paper, Universidad del CEMA.
- Fernandez, H. (2010). La visión de la producción agrícola. CREA.
- Fitzgerald, J. (2014). Conditioned Test of the Predictions of the Trade Off and Pecking Order Theories of Capital Structure A UK Study.
- Fundación Capital (2006). PYMES, Inversión y Crédito. Presentación de la encuesta EFI-PyME.
- Giorgis, A. (2009). Factores que afectan la competitividad de las empresas agropecuarias de la zona norte de la provincia de La Pampa (Argentina). Tesis Doctoral, Universidad de Córdoba. Madrid.
- Grupo HSBC (2010). HSBC AgriBusiness. Empresa Agropecuaria.
- Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria (2019). Fuentes de financiamiento nacionales orientados al sector agropecuario. Fundación Argentina.
- Lajara, N. y A. Mateos (2012). Estructura financiera y logro empresarial en cooperativas agrarias: una aproximación empírica. Economía Agraria y Recursos Naturales. Vol. 12, 2. Pp. 77-101
- Lopez Dumrauf, G. (2001). La estructura de capital óptima de la firma, implicancias para las decisiones de inversión y financiamiento. Tesis doctoral. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.
- Meraviglia, L. G. (2019). Analizar el impacto y las consecuencias que traen las limitaciones de financiamiento de las Pymes, en la provincia de Buenos Aires, luego de la sequía del año 2018. Trabajo final de grado: Contador Público. Universidad empresarial Siglo 21.
- Montoya, J. (2016). El desarrollo financiero y el crecimiento económico. REICE: Revista Electrónica de Investigación En Ciencias Económicas, 4(7), 325-349.
- Morgantini, S. (2009). Evolución del financiamiento a las pymes agropecuarias desde la salida de la convertibilidad. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics, Vol. 13. pp.187-221.
- Nava, G. (2003). Estudios agroalimentarios. Fortalezas y debilidades del sector Agropecuario: políticas de financiamiento de la producción agropecuaria Argentina. Instituto Interamericano de Cooperación para la Agricultura.
- Pla, A. (2011). Problemas de la asimetría de información en las pymes un aporte para la reducción del racionamiento del crédito a empresas pymes en la Argentina, Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Doctorado
- Sanchez Sorondo, J. (2017). Financiamiento del sector agropecuario y agro-industrial en Argentina: análisis de la situación actual, principales limitantes y nuevas formas de financiamiento al sector que pueden potenciar la producción y la industria. Tesis de MBA. Universidad Torcuato di Tella.

- Sanchez, C. O. (2016). Planificación financiera de empresas agropecuarias. *Revista Vision de Futuro*. Año 13, Volumen n20, n1
- Tiscornia, L. (2018). Análisis de la evolución del financiamiento al Sector Agropecuario desde la década del 90 a la actualidad. La visión de los productores en la provincia de Buenos Aires. Tesis de Grado de Licenciatura en Economía. Universidad Nacional de Mar del Plata.
- Velez Hernandez, J. (1984). *Credito Rural*. Instituto Interamericano de Cooperación para la Agricultura. San Jose, Costa Rica.
- Velicogna, F. A. (2007). Sociedad de garantía recíproca, un medio de financiamiento para las PyMEs agropecuarias. Trabajo final de grado: Contador Público. Universidad empresarial Siglo 21.
- Villa, L. (2017). La función del CFO en las empresas agropecuarias: algunas reflexiones sobre la coyuntura actual. *Mergers news* n° 110.



Lista de tablas

Tabla 1: Ciclo de principales actividades agropecuarias

Actividad	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Trigo												
Maíz												
Girasol												
Soja												
Cría												
Invernada												
Lechería												

Fuente: Elaboración propia a partir de HSBC (2010).

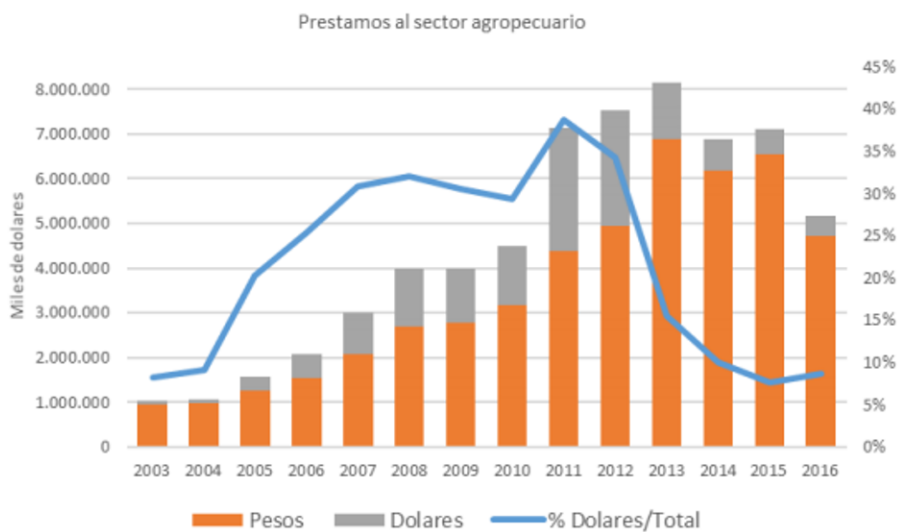
Tabla 2: Resumen de trabajos empíricos

Autor	Año	Actividad	Plazo	Estructura de capital	Factores
Calzada y Calivari	2017	Agrícola	Corto	70% endeudamiento externo, 30% capital propio	Ciclo productivo
Capello et al.	2016	Agropecuario	Mediano	75% endeudamiento externo, 25% capital propio	Devaluación, quita de retenciones
CEA	2009	Agrícola	Corto/largo	Corto: 65 % endeudamiento externo, 45 % capital propio. Largo: prefiere capital propio y luego bancario	Disponibilidad de fondos, tasa de interés, horizonte de financiamiento
De Nicola et al.	2003	Agropecuario	Corto	67% presenta endeudamiento, 23% capital propio	Precios internacionales, rentabilidad, costo de vida
Fernández	2010	Agrícola	Corto/mediano	44 % endeudamiento, 15% capital propio, resto arrendamiento	Tecnología, precio, clima, entorno institucional
Fundación Capital	2006	Pyme agropecuaria	Corto	40 % endeudamiento, 60% capital propio	No específica
Giorgis	2009	Agropecuario	Corto	30 % endeudamiento, 70% capital propio	No específica
Merviglia	2019	Agropecuario	Corto	40 % crédito bancario, 40% crédito comercial, 20% capital propio	Tasa de interés, carpetas antecedentes, inestabilidad económica, insolvencia
Morgantini	2009	Agropecuario	Mediano	51% endeudamiento, 49% capital propio	Tasa de interés, información, garantías, desconfianza, plazos
Tiscornia	2018	Agropecuario	Corto/mediano	20% endeudamiento, 80% capital propio	Informalidad, burocracia, experiencia
CREA	2018	Agropecuario	Corto	22% endeudamiento, 78% capital propio	No específica
Cutro	2008	Agropecuario	Corto /mediano	Corto plazo: 42% endeudamiento, 58 % capital propio. Mediano plazo: 100 % capital propio	No específica

Fuente: Elaboración propia.

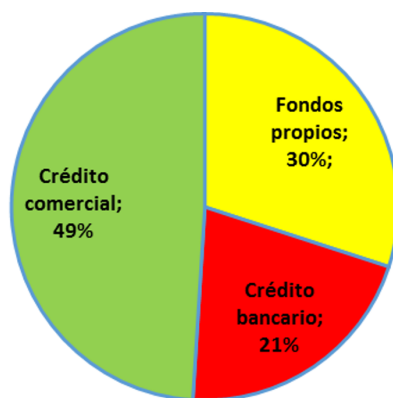
Lista de figuras

Figura 1: Préstamos al sector agropecuario en Argentina



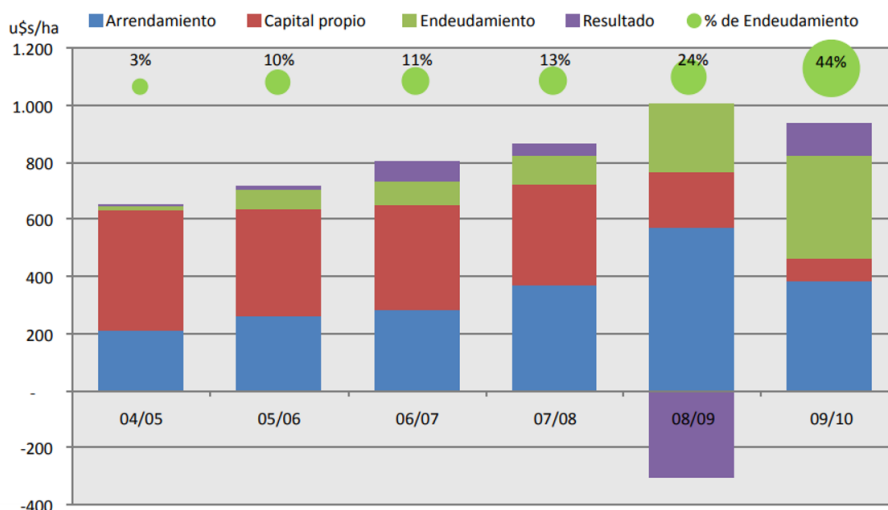
Fuente: Sánchez Sorondo (2017) en base a datos del BCRA

Figura 2: Fuentes de financiamiento agrícola para la campaña 2016/17



Fuente: Elaboración propia en base a Calzada y Calivari (2017).

Figura 3: Evolución del financiamiento agrícola



Fuente: Fernández (2010) en base a datos privados, zona Norte de Buenos Aires.

