

*Endeudamiento de empresas argentinas en los años '90**

*Ricardo A. Fornero***

RESUMEN

Se analiza la evolución del endeudamiento en empresas de la Argentina entre 1992 y 1998, considerando en los últimos años el desempeño por sector de actividad y por tamaño de empresas. Se ha detectado un aumento consistente del endeudamiento para el promedio de las muestras, con un mayor crecimiento del endeudamiento financiero. El endeudamiento total se ha duplicado

en el período, y el endeudamiento financiero casi se ha triplicado. Sin embargo, el análisis por tamaño indica que el aumento más significativo del endeudamiento ha existido en las empresas de mayor tamaño, lo cual está en línea con el hecho de que en este período el acceso al mercado de capital (en especial el internacional) ha sido más fluido.

Palabras clave

Estructura de capital -
Endeudamiento

* El estudio en que se basa este ensayo se realizó con la asistencia de la Facultad de Ciencias Económicas (Universidad Nacional de Cuyo).

** Licenciado en Administración (U. N. Cuyo). Profesor de Administración Financiera de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Cuyo.

1. ALGUNAS MEDICIONES DEL ENDEUDAMIENTO EN LA ARGENTINA

Las mediciones del endeudamiento de las empresas en la Argentina que se han realizado en los últimos años señalan un aumento del coeficiente promedio de endeudamiento.

En este estudio se comparan las mediciones informadas en varios estudios previos (Vales y Gutiérrez Girault, Departamento de Investigaciones IAEF, 1993; Fornero y Pellegrino, 1996; Vales y Gutiérrez Girault, Departamento de Investigaciones IAEF, 1998) con los resultados obtenidos de una muestra para el período 1995/1998. De la comparación se ha excluido un estudio de endeudamiento sectorial informado por Corzo (1997) ya que el examen simple de sus datos y resultados hace evidente su completa

invalidez metodológica (Fornero, 1997, págs. 5/18).

Los coeficientes de endeudamiento promedio de las respectivas muestras son consistentes, dentro de un cierto rango, y permiten afirmar que efectivamente ha existido un aumento del endeudamiento de las empresas argentinas desde 1992. Sin embargo, las conclusiones acerca del endeudamiento de las empresas de menor tamaño no son tan claras, ya que los resultados de las diversas muestras tienden a ser dispares.

En el punto 2 se comentan los resultados acerca del endeudamiento promedio total y sectorial. En el punto 3 se examina el endeudamiento considerando el tamaño de las empresas analizadas.

2. ENDEUDAMIENTO PROMEDIO Y SECTORIAL

Para el análisis sectorial se ha utilizado una muestra de 85 empresas que no sean financieras ni de servicios públicos concesionados, que se agrupan en 13 sectores. En el cuadro 1 se describen las principales características. Se observa que se cubre un amplio espectro de tamaño (tanto medido por las ventas o por el activo). Las ventas totales de las empresas de la muestra en 1998 fueron \$ 35.000 millones, con activo contable total de \$ 61.000 millones y patrimonio neto de \$ 28.700 millones. Considerando las ventas, el 36% de las empresas de la muestra tiene ventas mayores que \$ 170 millones, el 32% entre \$ 50 y \$ 170 millo-

nes, y el otro 32% tiene ventas menores que 50 millones.

En el cuadro 2 se muestra el endeudamiento total (Pasivo total / Patrimonio) y financiero (Pasivo financiero / Patrimonio). Se observa que el endeudamiento ha aumentado en el período de un modo significativo en promedio para la muestra (entre 1996 y 1998 el endeudamiento total pasa de 0,88 a 1,13, y el endeudamiento financiero de 0,53 a 0,74). Pero el comportamiento varía entre sectores. Si bien en la mayoría (excepto tabaco y bienes de consumo durable) se advierte un aumento consistente entre 1996 y 1998, el ritmo de aumento es muy diferente.

1. Descripción de la muestra

	<i>Ventas</i>	<i>Activo</i>	<i>Patrimonio</i>	Sectores	Cantidad de empresas
	Millones de \$				
Promedio	426.8	743.8	349.8	Alimentos y bebidas	19
Mediana	107.1	221.8	88.0	Siderurgia y metalurgia	4
Máximo	5,500.0	13,146.0	7,209.0	Petróleo y energía	7
Mínimo	2.8	3.8	2.3	Comunicaciones	5
Promedio quintil 1	1,624.4	2,961.9	1,412.5	Comercio minorista	7
Promedio quintil 2	353.8	514.2	222.4	Bienes de consumo durable	4
Promedio quintil 3	114.5	198.8	91.7	Construcción	11
Promedio quintil 4	54.6	81.2	39.9	Papel e imprenta	9
Promedio quintil 5	17.0	22.2	11.4	Insumos industriales	8
Cantidad de empresas				Bienes de capital	4
Total	85			Automotores	3
				Tabaco	2
				Petroquímica	2

2. Endeudamiento total y financiero

	<i>Endeudamiento Total</i>			<i>Endeudamiento Financiero</i>		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998
<i>Toda la muestra</i>	0.88	0.98	1.13	0.53	0.63	0.74
Alimentos y bebidas	0.72	0.71	0.88	0.36	0.44	0.59
Siderurgia y metalurgia	0.58	0.62	0.66	0.31	0.35	0.39
Petróleo y energía	0.89	0.96	0.98	0.58	0.67	0.67
Comunicaciones	0.91	1.02	1.29	0.63	0.76	0.95
Comercio minorista	1.69	3.08	2.89	0.56	1.50	1.45
Bienes consumo durable	0.99	0.94	0.56	0.68	0.54	0.22
Construcción	1.08	0.93	1.61	0.60	0.52	0.88
Papel e imprenta	0.68	0.86	0.91	0.34	0.46	0.55
Insumos industriales	0.70	0.74	0.73	0.36	0.38	0.41
Bienes de capital	0.71	0.82	0.89	0.45	0.58	0.67
Automotores	2.17	2.60	4.55	0.76	1.01	2.17
Tabaco	0.78	0.63	0.63	0.21	0.08	0.06
Petroquímica	0.89	1.01	1.38	0.53	0.72	0.93

Comparando el endeudamiento medido en esta muestra con los resultados de otros estudios se advierte una tendencia al aumento del endeudamiento financiero en el período 1992/1998. En el cuadro 3 se observa que el pasivo financiero era el 27% del patrimonio en 1992, y el 74% en 1998. En relación con el activo neto de pasivo operativo el pasivo financiero ha dupli-

cado su participación: de 21% en 1992 ha pasado a 42% en 1998. (Como elemento de comparación internacional se pueden utilizar los resultados informados por Fama and French, 1999: en una muestra de más de 3.000 empresas de Estados Unidos el coeficiente Pasivo Financiero / Activo neto se mantiene relativamente estable, en torno a 0,46 entre 1987 y 1996.)

3. Coeficientes de endeudamiento 1992-1998

Año	Origen de la información	Pasivo total / Activo total	Pasivo financiero / Activo neto (*)	Pasivo total / Patrimonio	Pasivo financiero / Patrimonio
1992	Muestra de 48 empresas (Vales y Gutiérrez Girault, IAEF, 1993)	0,37	0,21	0,59	0,27
1995	Muestra de 30 empresas (Fornero y Pellegrino, 1996)	0,40	0,30	0,67	0,43
1995	Muestra de 75 empresas (este estudio)	0,46	0,33	0,86	0,50
1996	Muestra de 80 empresas (este estudio)	0,47	0,33	0,88	0,53
1997	Vales y Gutiérrez Girault, IAEF (1998)	0,50	0,40	1,00	0,66
1997	Muestra de 85 empresas (este estudio)	0,49	0,39	0,98	0,63
1998	Muestra de 82 empresas (este estudio)	0,53	0,42	1,13	0,74

(*) Activo Neto = Activo total – Pasivo operativo Este coeficiente de endeudamiento es igual a Pasivo financiero / (Pasivo financiero + Patrimonio neto)

Por tanto, el endeudamiento financiero ha aumentado 175% entre 1992 y 1998, mientras que el coeficiente del pasivo total (operativo y financiero) con respecto al patrimonio ha aumentado 90%: de 0.59 a 1.13. El pasivo operativo era 22% del patrimonio en 1992, y en 1998 fue 39%: aumentó menos de 80% en ese período.

Esto es consistente con el hecho de que el proceso de crecimiento de los recursos invertidos se relaciona básicamente con el activo fijo. Y se observa que este aumento ha sido financiado en una proporción creciente con deuda. El pasivo operativo es intrínsecamente variable, y

se relaciona más con el nivel de ventas. Por esto, cuando disminuye la rotación del activo tiende a disminuir la proporción de financiamiento operativo.

El coeficiente de endeudamiento financiero depende de la política financiera de las empresas. Es decir, puede mantenerse, aumentar o disminuir en los procesos de inversión. En el período considerado aumenta. Y esto también es consistente con el cambio en el acceso al crédito en el mercado financiero internacional de las empresas de la Argentina, por transformaciones propias y de los mercados internacionales de títulos.

3. ENDEUDAMIENTO Y TAMAÑO DE LAS EMPRESAS

El aumento del endeudamiento no es uniforme en todos los estratos de la muestra. En el cuadro 4 se indican los coeficientes para tres grupos de empresas, separados según la cifra de ventas. Para realizar la comparación se utilizan los mismos valores de ventas en esta clasificación que los que fueron aplicados en otro estudio del tema (Depart. de Investigaciones IAEF, 1998).

4. Endeudamiento y tamaño de empresas 1995-1998

Año	Origen de la información	Pasivo total / Patrimonio			Pasivo financiero / Patrimonio		
		Ventas mayores a \$170 millones	Ventas entre \$ 50 y 170 millones	Ventas menores a \$ 50 millones	Ventas mayores a \$ 170 millones	Ventas entre \$ 50 y 170 millones	Ventas menores a \$ 50 millones
1995	Muestra de 75 empresas (este estudio)	0,87	0,83	0,76	0,50	0,53	0,41
1996	Muestra de 80 empresas (este estudio)	0,90	0,78	0,67	0,53	0,51	0,41
1997	Departamento de Investigaciones IAEF (1998)	1,01	0,87	2,08	0,68	0,44	1,17
1997	Muestra de 85 empresas (este estudio)	1,01	0,79	0,77	0,65	0,52	0,50
1998	Muestra de 82 empresas (este estudio)	1,16	0,88	0,75	0,75	0,64	0,36

Composición de la muestra en este estudio

Año	Ventas mayores a \$ 170 millones	Ventas entre \$ 50 y \$ 170 millones	Ventas menores a \$ 50 millones	Total
	<i>Cantidad de empresas</i>			
1995	25	24	26	75
1996	28	27	25	80
1997	29	29	27	85
1998	33	25	24	82
Promedio de los cuatro años				
<i>Proporción de empresas</i>				
	35.7%	32.6%	31.7%	
<i>Ventas anuales (millones \$)</i>				
	968	96	23	384
<i>Activo total (millones \$)</i>				
	1,620	179	47	652
<i>Patrimonio neto (millones \$)</i>				
	817	99	27	331

Los coeficientes de las empresas de mayor tamaño son coincidentes con los de ese estudio. También muestran una pauta de crecimiento entre 1995 y 1998. En las empresas de tamaño medio y menor las diferencias entre los resultados de ambos estudios son significativas. Esto puede atribuirse a la composición de las respectivas muestras, la cual, en este nivel de empresas, es más probable que introduzca distorsiones. Por tanto, no se puede considerar que las conclusiones acerca del endeudamiento son representativas del endeudamiento de las empresas de esos rangos de tamaño.

Además, en este estudio se observa que en el período 1995/1998 los coeficientes de las empresas en el rango medio y menor no muestran una pauta consistente de aumento o disminución, sino que son oscilantes.

Para corroborar este aspecto se ha formulado un análisis del endeudamiento en las empresas consideradas en los rangos de tamaño medio y bajo utilizando la información pertinente relevada por la revista Mercado (junio 1999) para los períodos 1997 y 1998. Se seleccionaron las empresas para las cuales en esa información se consignan datos patrimoniales, y cuyas ventas se ubican en los rangos de \$ 50 a \$ 170 millones y menores a \$ 50 millones. Por homogeneidad de criterio con la muestra de este estudio no se incluyeron las empresas concesionarias de servicios públicos, o que realizan servicios financieros, ni aquellas con coeficientes de endeudamiento notablemente altos.

Este último aspecto pretende evitar distorsiones demasiado notorias. Un coeficiente Pasivo total / Patrimonio neto de 8 ó de 19 responde a situaciones distintas a las que se busca reflejar en un análisis de la política de endeudamiento. Puede ser

manifestación de una situación transitoria de una empresa con grandes dificultades de funcionamiento, o bien es resultado de la política financiera del grupo que integra la empresa. Por ejemplo, se observan coeficientes de endeudamiento total muy altos en algunas filiales distribuidoras de empresas multinacionales. Esto probablemente se origina en la forma en que se estructura el pasivo operativo de la distribuidora con la matriz productora.

Si bien en la información de base de la revista Mercado hay diversos problemas (es información incompleta o con inconsistencias) puede utilizarse como elemento de comparación. La muestra resultante de aproximadamente 300 empresas proporciona los coeficientes que se indican en el cuadro 5.

Las empresas consideradas en esta muestra tienen un total de ventas de \$ 20.000 millones, que corresponden \$ 15.000 millones a las de rango medio y \$ 5.000 a las de rango bajo de ventas. El activo total en promedio es \$ 19.000 y \$ 5.500 millones, y el patrimonio \$ 10.000 y \$ 3.000 respectivamente.

Se observa que estos resultados, para las empresas con ventas en el rango medio, se aproximan a los obtenidos en el estudio del Departamento de Investigaciones IAEF (cuadro 4) y son consistentes con los obtenidos en este estudio: en promedio el coeficiente Pasivo total / Patrimonio se ubica en 0,80. En las empresas con ventas en el rango bajo (menores a \$ 50 millones) el estudio realizado por el IAEF (con una muestra de tamaño menor) llega a un endeudamiento promedio que es más del doble del que se establece con la muestra del cuadro 5. Por su parte, los resultados del estudio de 85 empresas que se informa proporcionan un coeficiente menor que el de esa muestra más amplia: 0,75 frente a 0,95.

5. Endeudamiento total de empresas con ventas hasta \$ 170 millones
(basado en información de rankings de revista Mercado, junio 1999)

	Ventas entre \$ 50 y \$ 170 millones				Ventas menores a \$ 50 millones			
	1997		1998		1997		1998	
	Cantidad de empresas	Pasivo total / Patrimonio	Cantidad de empresas	Pasivo total / Patrimonio	Cantidad de empresas	Pasivo total / Patrimonio	Cantidad de empresas	Pasivo total / Patrimonio
<i>Total de empresas</i>	166	0.84	155	0.87	163	0.85	142	0.95
Estratos	Proporción de empresas	Pasivo total / Patrimonio	Proporción de empresas	Pasivo total / Patrimonio	Proporción de empresas	Pasivo total / Patrimonio	Proporción de empresas	Pasivo total / Patrimonio
Pasivo / Patrim. > 3	7%	3.66	9%	3.49	4%	3.95	6%	3.58
3 > Pas./ Patr. > 2	14%	2.37	11%	2.32	9%	2.53	15%	2.43
2 > Pas./ Patr. > 1	31%	1.40	30%	1.45	33%	1.48	33%	1.42
1 > Pas./ Patr. > 0.5	28%	0.69	29%	0.75	33%	0.75	25%	0.73
Pasivo / Patr. < 0.5	21%	0.27	21%	0.23	22%	0.24	20%	0.29

En el cuadro 5 también se incluyen los resultados por estratos de endeudamiento total. Las disparidades que pueden existir en los coeficientes señalan justamente el carácter muestra-dependiente de los resultados que se obtienen con muestras de tamaño relativamente pequeño. Es decir, con muestras de tamaño muy pequeño con respecto al total de la población pertinente (como es el caso de las empresas de los rangos medio y bajo de ventas, y especialmente el de cifra de ventas menor a \$ 50 millones) los resultados son muy dependientes de la composición de la muestra. Es poco lo que se puede inferir acerca de la evolución del endeudamiento, las políticas de financiamiento, o la relación con el endeudamiento de las empresas de mayor tamaño.

En las empresas de mayor tamaño una muestra de 30 puede ofrecer una cobertura más adecuada de la población en la Argentina. De ahí que en estudios con

distintas muestras de estas empresas se obtienen resultados consistentes. Además, su peso relativo significativamente mayor lleva a un predominio también determinante en los coeficientes promedio de la muestra completa. Pero con esto poco se puede inferir de la política de financiamiento según el tamaño de la empresa.

En fin, es difícil aventurar conclusiones a partir de los coeficientes de endeudamiento de las empresas en los rangos de ventas medio y bajo obtenidos de observaciones que posiblemente no son representativas. Son tan variadas las situaciones empresarias y hay tantos aspectos que influyen en la representatividad de una muestra de las empresas de esa magnitud que los resultados que se informan en los estudios deben considerarse muy dependientes del tamaño y el criterio de selección de la muestra. Son, por esto, poco generalizables.

4. CONCLUSIONES

Con las empresas consideradas en este estudio se han obtenido indicios consistentes con el hecho de un aumento del endeudamiento entre 1992 y 1998. Si bien las comparaciones de endeudamiento de empresas de diferentes países son muy dependientes de la metodología que se aplica en el estudio (puede verse Rajan and Zingales, 1995, Schmidt y Tyrell, 1997, Fornero y Pellegrino, 1996) se observa que el endeudamiento financiero de las empresas argentinas de mayor tamaño ha aumentado durante los últimos años, acercándose al que se observa en algunos de los países más desarrollados.

Y esto pese al mayor costo del pasivo con relación al de estos países. Este costo, en un análisis relacionado con este (Fornero, 1999), se ha estimado, en promedio, en una cifra muy cercana al rendimiento del activo.

REFERENCIAS

- CORZO, Guillermo, "Endeudamiento y rentabilidad sectorial de las empresas cotizantes en Argentina, México, Brasil y Chile", *Revista Alzas & Bajas*, N° 32, (Enero-Febrero 1997), págs. 16/20.
- FAMA, Eugene and FRENCH, Kenneth, "The corporate cost of capital and the return on corporate investment", *Journal of Finance*, (1999), v.54, págs. 1939/1967.
- FORNERO, Ricardo A., "Errores metodológicos en algunas comparaciones entre empresas", *Cuadernos de Finanzas 39 (SADAF, 1997)*.
- FORNERO, Ricardo A., "Rendimiento e inversión en empresas de la Argentina", (1999).
- FORNERO, Ricardo A. y PELLEGRINO, Antonio R., "Endeudamiento de las empresas: ¿Existen diferencias sistemáticas entre países?", *Revista Ejecutivos de Finanzas*, N° 125 (1996), págs. 38/46.
- RAJAN, Raghuram and ZINGALES, Luigi, "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, (1995), v. 50. págs. 1421/1460.
- SCHMIDT, Reinhard y TYRELL, Marcel, "Sistemas financieros y pautas de financiamiento", *Cuadernos de Finanzas 33 (SADAF, 1997)*.
- VALES, Rubén y GUTIERREZ GIRAULT, "Departamento de Investigaciones IAEF, La estructura de financiamiento y la composición de los activos de las empresas", *Revista Ejecutivos de Finanzas*, (Agosto 1993), 38/56.
- VALES, Rubén y GUTIERREZ GIRAULT, Departamento de Investigaciones IAEF, "Informe Mensual Económico Financiero", N° 99, 100 y 101, cap. 7, (1998).