



**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICAS**

**CARRERA DE POSGRADO
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS**

**Tema: La Estructura de Capital Óptima en el Sector
Agroindustrial Argentino**

Autor: Matias Simón Karlen

Directora: Mag. Maria Alejandra Raspo

Ciclo Lectivo 2024

Fecha: 14/10/2025

Tabla de contenido

RESUMEN	4
INTRODUCCIÓN	5
CONTEXTO Y JUSTIFICATIVO	5
OBJETIVO	6
METODOLOGÍA	7
MARCO TEÓRICO	7
DEFINICIÓN DE CONCEPTOS CLAVES	7
<i>Estructura de Capital</i>	8
<i>Teorías de Estructura de Capital</i>	8
1. <i>Teorías Basadas en Mercado Perfectos</i>	8
1. Teoría Tradicional	9
2. Teoría de Modigliani y Miller	10
2. <i>Teorías Basadas en Mercados Imperfectos</i>	11
1. Teorías del <i>Trade Off</i>	12
2. Teoría del <i>Pecking Order</i>	12
3. Teoría de las señales	13
4. Teoría de la Agencia	14
5. Enfoques contemporáneos de la estructura de capital	16
<i>Factores determinantes en la Elección de la Estructura de Capital</i>	17
Factores endógenos	18
Factores Exógenos	22
<i>Costo de Capital</i>	23
<i>Apalancamiento Financiero</i>	24
DESARROLLO	25
CAPÍTULO 1: ANTECEDENTES DEL SECTOR AGROINDUSTRIAL ARGENTINO	25
<i>Evolución histórica del financiamiento agroindustrial</i>	25
<i>Situación actual y problemática del financiamiento en el sector agropecuario argentino</i> ..	26

<i>Características que afectan la estructura de capital en el sector agroindustrial argentino</i> .	28
CAPÍTULO 2: ANÁLISIS DEL TEMA – APLICACIÓN DE LAS TEORÍAS AL CASO ARGENTINO	29
<i>¿Qué teorías explican mejor el comportamiento observado?</i>	29
1. Pecking Order Theory: ¿Se cumple?.....	30
2. Trade-Off Theory: ¿Se observa equilibrio entre beneficios fiscales y riesgo?.....	30
3. Market Timing Theory: ¿Se detectan patrones de emisión en ventanas favorables?.....	31
<i>Análisis de empresas o estudios de caso</i>	32
Caso 1: Cresud S.A.C.I.F. y A.	33
Caso 2: Molinos Río de la Plata S.A.....	33
Caso 3: S.A. San Miguel A.G.I.C.I.F.....	34
Caso 4: Agrometal S.A.I.	35
Caso 5: Morixe Hermanos S.A.C.I.	37
Caso 6: ARCOR S.A.C.I.....	38
Tabla resumen de indicadores Financieros Explorados	39
<i>Comparación transversal y patrones comunes</i>	40
CAPÍTULO 3: DISCUSIÓN CRÍTICA Y REFLEXIÓN.....	41
<i>¿Existe realmente una estructura de capital óptima en este contexto?</i>	41
<i>¿Qué desafíos impiden alcanzar una estructura “óptima”?</i>	43
CONCLUSIÓN Y CIERRE	44
BIBLIOGRAFÍA	46

Resumen

En la presente monografía se expondrán las distintas teorías sobre la estructura de capital, partiendo de los postulados de Modigliani y Miller (1958), quienes argumentaron la irrelevancia de los costos financieros bajo mercados perfectos, hasta su evolución a través de modelos como la teoría del *Pecking Order*, el enfoque *Trade-Off* y teorías más modernas, como la teoría de la agencia y la teoría de las señales. Posteriormente, se examinará cómo estos conceptos teóricos se aplican a la realidad económica y financiera del contexto argentino. La metodología adoptada combina un análisis descriptivo de la literatura existente con un enfoque empírico, basado en el estudio de indicadores financieros de empresas agroindustriales seleccionadas. Entre las variables consideradas se incluyen el nivel de endeudamiento, la rentabilidad y la volatilidad de los flujos de caja, entre otros factores clave. La problemática central del trabajo radica en identificar los determinantes que influyen en las decisiones de financiamiento dentro del sector bajo análisis. A partir de ello, se buscará responder al siguiente interrogante: ¿Es posible determinar una estructura de capital óptima que se adapte a las particularidades del sector agroindustrial en Argentina?

Palabras Claves: *Agroindustria, Argentina, Estructura de capital, Financiamiento, Teoría de Agencia, Teoría de las Señales, Trade-Off, Pecking Order, Capital Optimo.*

Introducción

Contexto y Justificativo

La definición de cómo debería financiarse la empresa cada día se torna más compleja, debido a una serie de factores internos y externos que suponen un desafío para el principal objetivo de un director financiero que radica en aumentar el valor de la compañía, para ello se valdrá de decisiones de gestión de alta calidad (Brusov & Filatova, 2023). Este conjunto de decisiones, que en los últimos cuarenta años ha sido tema de controversia (Rivera Godoy, 2002), implican determinar cuál es la proporción ideal de capital propio o ajeno (Deuda) que permita reducir el *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) y maximizar la capitalización (Rivera Godoy, 2002).

Las primeras teorías desarrolladas en la búsqueda de maximizar el valor de la compañía por *Modigliani y Miller* tuvieron como principal objetivo observar si existe alguna relación entre ratios de endeudamiento y el WACC (Rivera Godoy, 2002), quienes postularon como principal hipótesis la irrelevancia de la estructura de capital bajo supuestos de mercados perfectos, son independientes a los resultados financieros que pueden generarse (Brusov et al., 2021), pero desde entonces la literatura financiera ha evolucionado significativamente. Modelos como la Teoría del *Trade-Off*, la Teoría del *Pecking Order*, la Teoría de la Agencia o de las Señales, buscaron explicar cómo las empresas equilibran el financiamiento entre deuda y capital propio en mercados en los cuales aún no se conocen todas las posibles imperfecciones o si se conocían no fueron tenidas en cuenta en los primeros desarrollos teóricos (Rivera Godoy, 2002).

Sin embargo, la aplicabilidad de estas teorías en mercados emergentes o más aun en *standalone market* como el argentino (MSCI, 2025), enfrenta limitaciones debido a las imperfecciones del mercado, la volatilidad macroeconómica y las restricciones crediticias (Bebczuk, 2010).

En particular, el sector agroindustrial argentino representa un caso de análisis interesante. Este sector constituye el 25% de la industria manufacturera del país y aporta

aproximadamente el 40% de las exportaciones nacionales (Agroindustria, 2018). Sin embargo, su alta dependencia de factores exógenos, como las condiciones climáticas, las fluctuaciones en los precios internacionales y las políticas económicas locales, genera un entorno financiero complejo y desafiante para las empresas del rubro. Estas condiciones afectan directamente las decisiones de financiamiento y, por ende, la posibilidad de alcanzar una estructura de capital óptima.

Objetivo

El objetivo final es reflexionar sobre si la estructura de capital óptima es realmente alcanzable, o si, por el contrario, se trata de un mito frente a la complejidad y dinamismo del contexto argentino. Por lo tanto, se busca comprender y analizar dentro de las teorías clásicas de estructura de capital el concepto de capital óptimo y la posibilidad de aplicarlo en el sector agroindustrial argentino.

Como parte de esto se desprenden tres objetivos más específicos, en el primero se buscará examinar las teorías de estructura de capital, exponiendo los principales postulados que le dan soporte a las mismas, en segundo lugar se examinará su aplicabilidad al contexto y realidad del sector en análisis, exponiendo los principales condicionantes en la toma de decisiones, y por último, Se identificarán empresas del sector agroindustrial con información financiera disponible en la Comisión Nacional de Valores (CNV), seleccionadas bajo un criterio de representatividad que contemple distintos tamaños y niveles de acceso al mercado de capitales —desde grandes grupos corporativos hasta Pymes industriales—, con el objetivo de analizar comparativamente sus estructuras de capital y estrategias de financiamiento. .

Este análisis no solo permitirá comprender mejor las decisiones vinculadas a la estructura de capital y su impacto en la gestión financiera integral, sino también aportará una perspectiva práctica para los responsables de la toma de decisiones, contribuyendo al debate académico y profesional sobre la gestión financiera en mercados *standalone*.

Metodología

La presente monografía se propone analizar si es posible determinar una estructura de capital óptima para las empresas agroindustriales en Argentina, considerando tanto las teorías financieras clásicas como las condiciones específicas del mercado local. Para ello, se realizará un análisis teórico y empírico, evaluando indicadores financieros de empresas del sector y contrastándolos con los postulados teóricos existentes.

Se realizará el trabajo en dos fases, donde en la primera, se buscará realizar una descripción de las principales teorías sobre la temática, dándole un enfoque hacia sector analizado. La segunda fase tendrá el carácter de análisis empírico evaluando la estructura de capital de empresas agroindustriales argentinas.

Para interpretar los datos y compararlos con los distintos modelos, se utilizará un enfoque cualitativo, donde se contrastarán las teorías con la realidad que enfrenta el sector agroindustrial y un enfoque cuantitativo, que a través de ratios de indicadores financieros se evaluará la estructura de capital de un grupo de empresas del sector.

El trabajo tendrá una orientación al sector agroindustrial argentino, proporcionando una visión detallada y contextualizada. En cuanto a las limitaciones que enfrenta la investigación están relacionadas con la disponibilidad de los datos para el análisis empírico, dado la baja diversidad de empresas del sector en el mercado bursátil.

Marco Teórico

Definición de Conceptos Claves

Comencemos por analizar cuáles son los conceptos claves en la estructura de capital y como este influye, si es que lo hace, en diversos parámetros de la empresa, como el costo de dicho capital, los beneficios, el valor de la compañía, entre otros (Brusov & Filatova, 2023). Como menciona Brusov & Filatova, (2023) se convierte en la decisión financiera principal de un director financiero.

Estructura de Capital

El término estructura de capital o estructura financiera, se define como la proporción de capital propio o ajeno, que una empresa utiliza para sostener sus funciones operativas o realizar inversiones (Ramírez-Herrera et al., 2018). Definiéndose desde un punto de vista de la literatura financiera, como, el reparto de fondos entre la deuda y los recursos propios, tal como se observa en un estado de situación patrimonial (Rivera Godoy, 2002).

El apalancamiento financiero es comúnmente relacionado con la estructura de capital, dado que nos revela cuanto activo de una empresa se encuentra financiado con capitales prestados (deuda total sobre capital total) (Dobaño, 2023). Matemáticamente se define como:

$$\text{Estructura de Capital} = \frac{\text{Deuda Total}}{\text{Deuda Total} + \text{Patrimonio Neto}}$$

El presente fundamento teórico proporciona una base para examinar las decisiones financieras de las agroindustrias argentinas, con énfasis en su estructura de capital.

Teorías de Estructura de Capital

Aquí radica uno de los problemas fundamentales para los directivos de una compañía, siempre fue tema de controversia y estudio (Rivera Godoy, 2002), pues influye directamente en las decisiones estratégicas y en su capacidad para generar valor (Brusov & Filatova, 2023). Dicho esto, realizaremos un breve revisión de los principales postulados sobre estructura de capital:

1. Teorías Basadas en Mercado Perfectos

Rivera Godoy (2002) sostiene que, si bien las teorías tienen sus propias hipótesis, existe un denominador común que aproxima todos los postulados, él habla de las posiciones en mercados perfectos o imperfectos. Si nos centramos en mercados perfectos tenemos que partir de explicar las principales hipótesis de esto, en donde los mercados de

capital operan sin costo, el impuesto a la renta de las personas es neutral, son competitivos, todos los participantes pueden acceder sin restricciones, tienen expectativas homogéneas, no tienen costo de quiebra y la información no tiene costo, aparte de ser simétrica a los distintos agentes, esto para nombrar las principales características.

1. Teoría Tradicional

Hasta 1958, las opiniones de los expertos financieros se agrupaban en lo que se conoce como la tesis tradicional. Esta sostenía que era posible alcanzar una estructura financiera óptima mediante un nivel moderado de apalancamiento, dado que la deuda, al ser más económica que el rendimiento requerido por el accionista, reduciría el costo promedio de capital, en consecuencia, aumentaría el valor de la empresa (Rivera Godoy, 2002).

Enfoque	Costo de la Deuda	Costo de Capital propio	Costo de Capital Medio ponderado	Valor de mercado empresa
	K_i	K_e	K_o	V
Tesis Tradicional	Constante hasta un cierto nivel de deuda luego aumenta	Aumenta	Disminuye hasta un cierto nivel de deuda, despues aumenta	Aumenta hasta un cierto nivel de deuda, despues disminuye

La tesis tradicional ha sido objeto de críticas, en primer lugar, por basarse en hipótesis que dependen tanto de la certidumbre sobre el nivel y la variabilidad del resultado de explotación (X) como de la estructura de las tasas de interés en los mercados financieros. En segundo lugar, se le cuestiona su incapacidad para identificar una estructura de capital óptima o un valor máximo determinado para la empresa (Rivera Godoy, 2002).

Como en muchas teorías clásicas, definir este óptimo no es una tarea sencilla. El debate sobre el impacto del endeudamiento suele estar vinculado a discusiones sobre otros aspectos de la estructura financiera, así como a la observación de patrones de financiamiento en distintos sectores industriales (Solomon, 1972).

2. Teoría de Modigliani y Miller

Modigliani & Miller (1958) postularon que, la estructura de capital no afecta el valor de la empresa, ya que este depende exclusivamente de su capacidad operativa. Esta primera publicación de 1958 tuvo tres proposiciones principales, la primera sostenía que, en un mercado perfecto, el valor de una empresa es independiente de su estructura de capital. Es decir, una empresa con un alto nivel de endeudamiento y otra con una baja proporción de deuda tendrán el mismo valor en el mercado (Bhattacharya, 1988). Por otro lado, su segunda proposición afirma que la rentabilidad esperada de los accionistas es una función lineal del endeudamiento (Rivera Godoy, 2002). Sin embargo, a medida que aumenta el nivel de deuda, los inversores exigirán una mayor rentabilidad para compensar el riesgo inherente a la actividad (Bhattacharya, 1988). Por último, se sostiene que la tasa de retorno de un proyecto de inversión es completamente independiente de la forma en que se financie la empresa. Además, dicha tasa debe ser, como mínimo, igual a la tasa de capitalización que el mercado asigna a empresas no apalancadas dentro de la misma categoría de riesgo que la empresa inversora (Rivera Godoy, 2002).

Rivera Godoy plantea una serie de críticas que se han hecho a la teoría de Modigliani y Miller, entre las cuales se incluyen:

- I. Diferencias en la percepción del riesgo: El riesgo asociado al apalancamiento puede ser percibido de manera diferente por una empresa y un individuo, dado que las garantías y responsabilidades varían en cada caso. Por lo tanto, el endeudamiento personal y el corporativo no son sustitutos perfectos.
- II. Costo de financiamiento para los individuos: El costo del dinero para un individuo puede ser superior al de una empresa, debido a las diferencias en los términos de crédito y las condiciones del mercado.
- III. Demoras en el proceso de arbitraje: El arbitraje puede experimentar retrasos debido a restricciones en el comportamiento de los inversionistas, como

regulaciones gubernamentales o costos de transacción que impiden una ejecución inmediata y sin fricciones.

- IV. No considerar los costos de quiebra: La teoría de Modigliani y Miller no toma en cuenta las posibles quiebras de la empresa ni los costos directos e indirectos asociados a estos eventos, lo cual es una limitación importante en un entorno más realista.

No obstante, en entornos reales, las imperfecciones del mercado, como los impuestos corporativos, los costos de quiebra y las asimetrías de información, generan desviaciones significativas de este modelo.

2. Teorías Basadas en Mercados Imperfectos

Ahora nos centramos en mercados imperfectos, según Rivera Godoy (2002), las imperfecciones que se pueden encontrar son: los costos de las transacciones para los inversores, las limitaciones que pueden encontrar los individuos para conseguir financiamiento, las diferentes estructuras impositivas, acceso a la información con costo, costos de emisión, costos de dificultades financieras, costos de agencia, indivisibilidad de activos y mercados limitados.

Los primeros en tratar una de estas imperfecciones, más precisamente incorporando el efecto de los impuestos en la estructura de capital, fueron Modigliani y Miller (1963), quienes revisaron su afirmación inicial de que la forma de financiarse no alteraba el valor de la empresa. Su planteamiento sugiere que, al aumentar el nivel de deuda, el valor de la compañía puede incrementarse, llegando a proponer que la estructura óptima consiste en financiarse únicamente con deuda. Sin embargo, esta conclusión ha sido objeto de críticas por no reflejar la práctica real, donde las empresas emplean niveles moderados de endeudamiento para evitar incurrir en los costos de bancarrota y por no definir con claridad cuáles son los factores que determinan la estructura de capital (Rivera Godoy, 2002).

1. Teorías del *Trade Off*

Esta teoría también conocida como teoría estática o teoría del equilibrio, resume todas aquellos postulados en donde se sostiene que existe un punto óptimo de estructura de capital (Rivera Godoy, 2002), propone que las empresas ajustan su nivel de endeudamiento hasta alcanzar un punto óptimo, determinado por un equilibrio entre los costos y beneficios de la deuda. En otras palabras, el endeudamiento se define por la compensación entre las ventajas fiscales que ofrece y los riesgos asociados al aumento de la probabilidad de quiebra (Mondragón-Hernández, 2011).

El estudio más relevante de esta corriente, desarrollado por *Stewart C. Myers* (1977), parte de la pregunta de por qué, a pesar de los beneficios fiscales de la deuda, las empresas no buscan maximizar su endeudamiento. Myers reconoce que existen algunas explicaciones parciales, como las teorías que sugieren que la política de endeudamiento refleja imperfecciones del mercado o la presencia de costos asociados a dificultades financieras (Mondragón-Hernández, 2011).

Por consiguiente, el valor de la compañía no solo lo determina el valor actual de sus activos, sino por el valor actual neto de los rendimientos que estaría en condiciones de recibir por las inversiones que en el futuro realizará. En este sentido, se buscará una estructura de capital equilibrada, pues el nivel y las características de la deuda pueden jugar un papel importante en la decisión de inversión. Este enfoque explica por qué las empresas no se endeudan al máximo posible (Myers, 1977). Posteriormente reevaluaría este postulado para explicar el comportamiento de las empresas a través de una jerarquía de preferencias.

2. Teoría del *Pecking Order*

Este principio se origina en la existencia de información imperfecta entre los distintos actores del mercado y en los costos asociados a su acceso. Tanto los administrativos como los accionistas internos cuentan con ventajas para tomar decisiones con respecto a los

externos, dando lugar a un nuevo objeto de estudio que expondría lo opuesto a la teoría del *trade off* en cuanto a la existencia de un óptimo de estructura (Rivera Godoy, 2002).

La teoría de las preferencias jerárquicas, propuesta por Myers y Majluf (1984), sostiene que las empresas estructuran su financiamiento de manera que reduzcan las ineficiencias en la toma de decisiones de inversión, provocadas por problemas de asimetría de información. Como resultado, las compañías establecen un orden de preferencia para financiar nuevos proyectos: en primer lugar, utilizan recursos internos, como utilidades retenidas de ejercicios anteriores y amortización. Si estos fondos no son suficientes, recurren a fuentes externas, priorizando inicialmente aquellas sin costo. Luego, optan por financiamiento mediante deuda a largo plazo y, en última instancia, por la emisión de obligaciones convertibles. La opción menos deseada es la emisión de acciones, ya que puede generar señales negativas para los inversionistas.

Esta jerarquía implica que la empresa no buscará una estructura de capital óptima, ya que las decisiones dependerán de la información disponible en cada momento sobre el costo de las opciones de financiamiento, optando siempre por las más económicas.

3. Teoría de las señales

Este postulado teórico establece que las empresas con grandes expectativas de crecimiento, si toman deuda para avanzar con proyectos están enviando señales al mercado, dado que se entiende que este proyecto propondría un ingreso que ayudaría a cubrir las deudas, aumentando su capacidades de generación de ingreso (Ross, 1977).

La teoría de señales sostiene que las elecciones financieras de una empresa comunican información significativa al mercado, afectando la manera en que los inversionistas perciben su desempeño y determinan su valor. En este sentido, la emisión de deuda o de acciones puede ser interpretada de distintas formas, dependiendo del mensaje subyacente que estas decisiones transmitan sobre la estabilidad financiera y las perspectivas futuras de la compañía. (Gómez Jacinto, 2008).

Desde la perspectiva del enfoque de señalización, se argumenta que las empresas con menores niveles de rentabilidad tienden a emitir capital accionario, lo que genera una ruptura en el equilibrio descrito por la teoría del *Pecking Order*. En consecuencia, los inversionistas racionales anticipan este comportamiento y exigen un descuento en el precio de la oferta pública inicial (IPO) o en cualquier nueva emisión de acciones, lo que representa un costo adicional para los accionistas internos (Gómez Jacinto, 2008).

Por otro lado, la emisión de deuda suele considerarse una señal positiva para el mercado de capitales, dado que implica que la empresa confía en su capacidad para generar flujos de caja futuros suficientes para cubrir sus obligaciones financieras. En este sentido, las empresas con mayor rentabilidad y menores problemas de riesgo moral tienden a preferir la deuda sobre la emisión de acciones, reforzando el principio del *Pecking Order* y alineando los incentivos entre gerencia y accionistas (Ross, 1977).

Esta dinámica demuestra que las decisiones de financiamiento no son neutrales y que los mercados financieros responden de manera diferenciada según el tipo de instrumento utilizado, influyendo en el costo de capital y en la estructura financiera óptima de la empresa.

4. Teoría de la Agencia

Existen también teorías que, aunque no fueron concebidas específicamente para explicar cómo las empresas estructuran su capital, ejercen una influencia significativa sobre este, como la Teoría de la Agencia y la Teoría de las Señales (Ramírez-Herrera et al., 2018).

La teoría de la agencia propuesta por *Jensen y Meckling* en 1976, postulaba que la empresa era una “ficción legal” entre agentes económicos (Ramírez-Herrera et al., 2018), sostenían que cada uno de los agentes buscaría la maximización de su propio rédito económico, generando así, dos tipos de conflictos básicos entre: accionista no dirigente y directivo por un lado y por otro, accionistas y obligacionistas (Jensen & Meckling, 1976)

Según *Jensen & Meckling* (2000) esta teoría destaca los conflictos de interés que pueden surgir entre los accionistas y los gerentes, o entre los accionistas y los acreedores, al tomar decisiones de financiamiento. Ampliando el primer caso, ocurre porque los gerentes no siempre toman decisiones que beneficien directamente a los accionistas. En lugar de maximizar el valor de la empresa, los administradores pueden priorizar su propio bienestar, por ejemplo: disfrutando de beneficios adicionales (oficinas lujosas, viajes innecesarios, menos carga de trabajo) o no esforzándose lo suficiente en la gestión de la empresa.

Este problema se agrava cuando los accionistas no pueden supervisar directamente las acciones de los gerentes. Sin embargo, se reduce cuando los administradores tienen participación en la empresa ya sea teniendo acciones o participando de los resultados de esta, porque así sus intereses están más alineados con los de los accionistas. También se puede mitigar si la empresa emite deuda en lugar de nuevas acciones, ya que esto obliga a los administradores a ser más cuidadosos con el uso de los recursos (*Jensen & Meckling, 2000*).

En el segundo grupo de conflicto postulado, los accionistas y los prestamistas (acreedores) tienen incentivos distintos. Los accionistas pueden tomar decisiones que les beneficien a ellos, pero que aumenten el riesgo para los prestamistas. Por ejemplo:

- Invertir en proyectos muy riesgosos: si salen bien, los accionistas ganan más, pero si fracasan, los prestamistas pueden perder su dinero.
- Evitar proyectos rentables pero que solo beneficien a los prestamistas.
- Acelerar el pago de dividendos para quedarse con más dinero antes de que la empresa pueda enfrentar problemas financieros.

Estos problemas aumentan cuando la empresa tiene mucha deuda y hay riesgo de quiebra. Para evitar esto, los contratos de deuda suelen incluir cláusulas que limitan las decisiones que los accionistas pueden tomar (*Jensen & Meckling, 2000*).

En resumen, los costos de agencia son los costos que surgen porque diferentes grupos dentro de una empresa tienen intereses distintos y buscan maximizar su propio beneficio, a veces a expensas de los demás (Ramírez-Herrera et al., 2018).

5. Enfoques contemporáneos de la estructura de capital

Los postulados presentados hasta el momento constituyen los principales fundamentos teóricos sobre la estructura de capital. No obstante, no son los únicos, ya que diversas corrientes continúan adoptando parcialmente estas teorías, introduciendo modificaciones o adaptaciones en función de la realidad de la empresa moderna. En este sentido, han surgido enfoques recientes que buscan explicar la configuración de la estructura de capital en las organizaciones, incorporando nuevos desarrollos teóricos para comprender su formación y evolución (Ramírez-Herrera et al., 2018).

El artículo *Market Timing and Capital Structure* de Baker y Wurgler (2002) plantea que la estructura de capital de las empresas no es necesariamente el resultado de una optimización racional de costos y beneficios financieros, sino que refleja las decisiones pasadas de financiamiento basadas en oportunidades de mercado. Es decir, la estructura de capital se forma como un resultado acumulativo de intentos previos de aprovechar fluctuaciones en la valoración de mercado de las acciones.

El principal postulado establece que las empresas emiten acciones cuando su valoración de mercado es alta en relación con su valor en libros y con valores históricos, y las recompran cuando la valoración es baja. Este comportamiento genera efectos persistentes y de largo plazo en los niveles de endeudamiento, lo que sugiere que la estructura de capital está influenciada por las condiciones pasadas del mercado más que por una política de financiamiento óptima. Este hallazgo desafía las teorías tradicionales de la estructura de capital, como la teoría del *Trade-Off* y la teoría del *Pecking Order*, ya que muestra que los valores históricos del mercado influyen de manera significativa en los niveles de endeudamiento actuales (Baker & Wurgler, 2002).

Por último, la teoría del comportamiento en el estudio de *Graham et al. (2013)* sobre actitudes gerenciales y decisiones corporativas aporta evidencia empírica sobre el impacto de los rasgos de personalidad de los directivos en la estructura de capital y otras decisiones financieras de la empresa. Utilizando encuestas a *Chief Executive Officer (CEO)* y *Chief Financial Officer (CFO)*, los autores identifican cómo factores como la aversión al riesgo, el optimismo y la preferencia temporal influyen en la forma en que las empresas estructuran su financiamiento.

Estos hallazgos desafían las teorías tradicionales de la estructura de capital, ya que sugieren que las decisiones de financiamiento no dependen únicamente de condiciones de mercado o restricciones financieras, sino también de las características individuales de quienes lideran las empresas. En este sentido, la perspectiva del *behavioral corporate finance* aporta un enfoque complementario, al reconocer que las preferencias y sesgos cognitivos de los gerentes pueden explicar por qué la estructura de capital observada en muchas firmas no siempre responde a un modelo de optimización financiera estricta (*Graham et al., 2013*).

Factores determinantes en la Elección de la Estructura de Capital (SEGUIR ACA)

Como consecuencia de las teorías más relevantes, surgen distintos atributos que influyen en la decisión de cómo se financiará la compañía (*Titman & Wessels, 1988*), estos pueden ser endógenos, tales como crecimiento y tamaño de la compañía, estructura de sus activos, liquidez y rentabilidad, o exógenos, como los factores macroeconómicos, las regulaciones estatales, la concentración bancaria y el acceso al mercado de capitales (*Darmono et al., 2024*).

En los mercados emergentes, las decisiones de estructura de capital están fuertemente influenciadas por condiciones macroeconómicas adversas, como la volatilidad cambiaria, las altas tasas de interés y la inflación. Estas dinámicas afectan especialmente a

sectores como la agroindustria, que enfrenta fluctuaciones en precios internacionales y factores climáticos, lo que incrementa la incertidumbre financiera.

Un estudio realizado por Ricardo Bebczuk, en el marco de publicaciones de la CEPAL, sobre la situación de las pequeña y mediana empresa Argentina (Pyme), señala que las empresas, incluidas las agroindustriales, tienden a depender en mayor medida del financiamiento interno debido a las restricciones de acceso al crédito externo (Bebczuk, 2010). Este comportamiento está alineado con la teoría del *Pecking Order*, que postula, que las empresas prefieren fuentes internas de financiamiento para evitar costos de asimetría de información y altos intereses. En el caso de Argentina, estas dinámicas se agravan por factores macroeconómicos, como la volatilidad cambiaria y la alta inflación, que encarecen el acceso a fuentes externas de capital.

Factores endógenos

En esta sección, exploramos los factores internos que influyen en la decisión de estructura de capital de una empresa. Estos factores, denominados endógenos, surgen de las características propias de la firma y de su entorno operativo, diferenciándose de los factores exógenos, que dependen del contexto macroeconómico y regulatorio. La literatura financiera ha identificado múltiples determinantes internos que afectan las decisiones de financiamiento, muchos de los cuales han sido ampliamente estudiados en la teoría del capital estructural. Comprender estos factores es esencial para evaluar cómo las empresas configuran su estructura de capital de manera óptima o si, por el contrario, su elección responde a restricciones internas, sesgos gerenciales o dinámicas específicas del sector (Darmono et al., 2024)

Crecimiento

Según la teoría de agencia, se ha evidenciado que, en empresas controladas mayoritariamente por accionistas, puede existir una tendencia a realizar inversiones

subóptimas que favorecen la expropiación de riqueza en detrimento de los tenedores de deuda (Myers, 1977). Este conflicto de intereses se intensifica en industrias en crecimiento, donde la amplia flexibilidad para elegir futuras inversiones aumenta el potencial de este problema.

La literatura sugiere que las empresas con mayores expectativas de crecimiento tienden a limitar el financiamiento a largo plazo, ya que el compromiso prolongado con la deuda puede restringir su capacidad de invertir en nuevas oportunidades (Myers, 1977). En este sentido, se ha argumentado que el crecimiento futuro debería mostrar una relación negativa con los niveles de deuda a largo plazo.

Por otro lado, investigaciones de Jensen & Meckling (1976), han mostrado que la emisión de deuda convertible puede reducir los costos de agencia. Este mecanismo permite que los acreedores participen en los beneficios del crecimiento sin someterse a los mismos riesgos que la deuda tradicional, lo cual puede traducirse en una relación positiva entre la proporción de deuda convertible y las oportunidades de crecimiento.

Además, se destaca que las oportunidades de crecimiento se manifiestan en forma de activos intangibles y proyectos de inversión que, aunque añaden valor a la empresa, no pueden utilizarse como garantía y no generan ingresos fiscales inmediatos. Esto refuerza la idea de que, en general, las oportunidades de crecimiento se asocian con una menor propensión a endeudarse, puesto que las empresas en expansión pueden preferir financiar sus proyectos mediante recursos internos o mediante la emisión de capital, evitando las restricciones impuestas por el financiamiento externo (Titman & Wessels, 1988).

En resumen, el crecimiento afecta de manera compleja la estructura de capital de una empresa. Las evidencias empíricas y teóricas sugieren que mientras las empresas en rápido crecimiento tienden a reducir el uso de deuda a largo plazo para preservar su flexibilidad financiera, pueden recurrir a instrumentos de financiamiento de corto plazo o deuda convertible para mitigar los problemas de agencia. Este enfoque permite a las empresas en expansión aprovechar oportunidades de inversión sin comprometer su

capacidad para responder ágilmente a las condiciones del mercado (Titman & Wessels, 1988).

Tamaño

El tamaño de la empresa es un factor clave en la determinación de su estructura de capital, ya que afecta tanto la percepción del riesgo como los costos involucrados en la emisión de deuda y capital. Diversos estudios empíricos han mostrado que los índices de apalancamiento están estrechamente vinculados al tamaño de la firma. En el caso de empresas pequeñas, los costos directos asociados a una eventual quiebra representan una mayor proporción de su valor, debido a que su menor diversificación aumenta el riesgo de insolvencia y, por ende, los costos financieros y operativos relacionados con reestructuraciones o procesos de bancarrota. Por el contrario, las empresas de mayor tamaño, gracias a su diversificación y estabilidad, se consideran menos susceptibles a la quiebra, lo que puede justificar una mayor utilización de deuda en su estructura de capital (Titman & Wessels, 1988).

En síntesis, la evidencia indica que, mientras que las grandes corporaciones tienen la capacidad de asumir niveles más elevados de deuda debido a un menor riesgo de quiebra y menores costos de emisión, las empresas más pequeñas se ven en la disyuntiva de aprovechar el financiamiento externo frente a la necesidad de controlar los altos costos asociados. Esta situación a menudo las lleva a optar por financiamientos a corto plazo para mitigar riesgos y costos. Comprender esta compleja interacción entre el tamaño y la estructura de capital es fundamental para analizar las decisiones financieras corporativas en distintos contextos de mercado (Titman & Wessels, 1988).

Estructura y tipo de Activos

La proporción de activos fijos respecto al total de activos es un indicador clave para evaluar la estructura de activos de una empresa. Numerosos estudios han encontrado una

relación positiva entre la tangibilidad de los activos y el nivel de apalancamiento. Es decir, a mayor proporción de activos fijos, mayor es el incentivo para incrementar el uso de deuda en la estructura de capital (Darmono et al., 2024).

El tipo y la tangibilidad de los activos influyen decisivamente en la estructura de capital de una empresa. En general, la emisión de deuda garantizada permite a las empresas reducir ciertos costos de financiamiento, ya que los activos tangibles (como inventarios, planta y equipo) sirven como garantía que disminuye el riesgo percibido por los acreedores. Esto favorece niveles más altos de endeudamiento. Por otro lado, los activos intangibles, al tener menor valor como garantía, se relacionan negativamente con la capacidad de colateralizar deuda. Además, se han identificado incentivos para que, mediante el uso de deuda garantizada, se minimicen problemas de asimetría de información y se limiten comportamientos oportunistas de los gerentes, lo que refuerza la decisión de utilizar deuda en la estructura de capital (Darmono et al., 2024).

Liquidez

La relación entre la liquidez de los activos de una empresa y sus decisiones sobre endeudamiento ha sido discutida por muchos autores. Algunos sostienen que cuando una empresa tiene más activos líquidos, tiende a endeudarse más, porque estos activos sirven como garantía y ofrecen mayor flexibilidad financiera. Esto hace que los acreedores perciban menos riesgo, lo que facilita el acceso a financiamiento (Darmono et al., 2024).

Sin embargo, otros investigadores muestran que la relación no es tan directa. En algunos casos, tener pocos activos líquidos puede hacer que la empresa enfrente mayores costos si necesita vender activos rápidamente (costos de liquidación), lo que desincentiva el uso de deuda. Pero también puede pasar lo contrario: si la empresa tiene menos activos líquidos, hay menos riesgo de que los directivos usen esos activos para perjudicar a los acreedores o cual podría hacer que los prestamistas estén más dispuestos a otorgar deuda (Titman & Wessels, 1988).

En resumen, el efecto de la liquidez sobre la estructura de capital depende de varios factores, como el riesgo percibido por los acreedores, la posibilidad de vender activos, y el comportamiento de los directivos. Por eso, no hay una única respuesta, y el impacto puede variar según el contexto de cada empresa (Darmono et al., 2024).

Rentabilidad

La rentabilidad de una empresa influye directamente en sus decisiones de financiamiento. En general, las investigaciones muestran que las empresas más rentables tienden a usar menos deuda. Es decir, existe una relación negativa entre rentabilidad y apalancamiento. Esto se explica desde la *Pecking Order Theory*: las empresas prefieren financiarse primero con sus propias ganancias antes que recurrir a deuda o emisión de acciones, por lo que, si tienen buenos resultados, no necesitan endeudarse (Darmono et al., 2024).

Estudios como los de Harris y Raviv (1991), Rajan y Zingales (1995) y Fama y French (2002) respaldan esta idea con evidencia empírica.

Sin embargo, desde la perspectiva de la *Trade-off Theory*, la relación debería ser distinta. Esta teoría sostiene que las empresas más rentables deberían endeudarse más, ya que tienen menor riesgo de quiebra y pueden beneficiarse del ahorro fiscal que genera el uso de deuda.

En resumen, la relación entre rentabilidad y endeudamiento varía según la teoría que se utilice: mientras que la teoría del orden jerárquico predice menos deuda en empresas rentables, la teoría del equilibrio sugiere lo contrario (Darmono et al., 2024).

Factores Exógenos

Aunque en muchos estudios empíricos estos elementos tienden a ser subestimados o directamente ignorados, creemos que desempeñan un rol clave en las decisiones financieras de las empresas. Como menciona Darmono et al. (2024) Comprender cómo el

entorno económico, político o institucional impacta sobre el acceso al crédito, el costo de financiamiento y las preferencias de deuda o capital, permite tener una visión más completa y realista sobre la configuración óptima del apalancamiento. Entre las más relevantes se destacan:

- **Desregulación:** Cambios en el marco regulatorio de una industria pueden modificar el entorno operativo de las empresas y, en consecuencia, su estructura de capital. La desregulación suele generar ajustes en el apalancamiento como respuesta a estos nuevos escenarios económicos (Opler et al., 1999).
- **Concentración bancaria y calidad institucional:** La existencia de sistemas financieros con alta concentración bancaria y una fuerte protección de los derechos de los acreedores facilita el acceso a la deuda y promueve mayores niveles de apalancamiento. En cambio, en contextos donde prevalecen los derechos de propiedad (protección a los accionistas), las empresas tienden a endeudarse menos (La Porta et al., 2002).
- **Acceso al mercado de capitales:** Las empresas privadas, con menor acceso a financiamiento en el mercado de capitales, suelen depender más del endeudamiento que las empresas públicas. Esta limitación también incrementa su sensibilidad a las variaciones en el desempeño y en las condiciones del entorno financiero (Baker & Wurgler, 2002).

Costo de Capital

Como expresa Mascareñas (2001) en su publicación: “Este indica aquella mínima tasa de rendimiento que permite a la empresa hacer frente al coste de los recursos financieros necesarios para acometer la inversión; pues de otra forma nadie estaría dispuesto a suscribir sus obligaciones o sus acciones”.

Existen tres puntos importantes para destacar por el cual es importante tener determinado el costo, en primer lugar está relacionado con maximizar el valor de la

empresa, para ello debe reducirse el costo de los factores incluido el costo financiero, por lo tanto se debe poder medirlo y estimarlo, en segundo lugar nos permite determinar cuáles son los proyectos de inversión viables y en tercer lugar, otras decisiones referidas a *leasing*, refinanciación de deudas o gestión de capital de trabajo entre otras, también son influidas por este concepto (Mascareñas, 2001).

Existen tres tipos de costo según su origen (Fernández, 2011):

- Costo de capital propio (K_e) o rentabilidad exigida a las acciones por parte de los accionistas, cuyo incumplimiento tiene pocas o nulas consecuencias, excepto por el relevo de algún directivo.
- Costo de la Deuda (K_d) representa la tasa de rendimiento exigida por los prestamistas para financiar a una empresa. Está directamente relacionado con el nivel de apalancamiento y los beneficios fiscales asociados al endeudamiento. Un mayor riesgo financiero puede incrementar este costo, ya que los acreedores demandarán una mayor compensación por el riesgo asumido.
- *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* como las palabras lo dicen, es un costo promedio ponderado de las dos magnitudes antes mencionadas, en proporción al peso que tengan dentro del capital total invertido.

Apalancamiento Financiero

El análisis del endeudamiento contable se enfoca en determinar cuánto debe una empresa en un momento específico, considerándolo únicamente desde la perspectiva financiera. Al igual que en otros aspectos del estudio de los estados financieros, existe diversidad de opiniones entre expertos sobre la forma óptima de expresarlo (Masgrau, 2005). Sin embargo, habitualmente el ratio más utilizado es:

$$\text{Ratio de endeudamiento} = \frac{\text{Exigible a largo plazo} + \text{Exigible a Corto Plazo}}{\text{Fondos Propios}}$$

Una de las definiciones más difundidas según Masgrau (2005), señala al apalancamiento financiero, como el nivel de deuda de la empresa, pero también es importante señalar, la visión que la relaciona con el efecto que provoca en la rentabilidad financiera. Siendo este último concepto mencionado un punto relevante para los accionistas, dado que representa la rentabilidad del capital invertido o como se conoce comúnmente *Return On Equity* (ROE).

Desarrollo

Capítulo 1: Antecedentes del Sector Agroindustrial Argentino

Evolución histórica del financiamiento agroindustrial

El financiamiento del sector agroindustrial argentino ha atravesado múltiples transformaciones desde mediados del siglo XX, reflejando los cambios en las políticas económicas y el rol del Estado. En sus orígenes, el modelo estuvo fuertemente influenciado por la intervención estatal, destacándose la creación del Instituto Argentino de Promoción del Intercambio (IAPI) en 1947 y del INTA en 1956, con el objetivo de promover la tecnificación y expansión del sector (Nava, 2003).

Durante las décadas de 1960 y 1970, el financiamiento público se consolidó a través de entidades como el Banco Nación y la banca cooperativa nucleada en el Instituto Movilizador de Fondos Cooperativos (IMFC), que canalizaban recursos hacia pequeños y medianos productores (Tiscornia, 2018). Esta estructura reforzó el papel del Estado como principal agente de crédito rural y garantizó cierto grado de estabilidad en la inversión agropecuaria.

En la década de 1980, a pesar de las restricciones macroeconómicas, los bancos públicos continuaron liderando el crédito agropecuario, representando más del 70 % del financiamiento disponible (Dirección Nacional de Economía, Financiamiento y Mercados, 2012). Sin embargo, este modelo comenzó a erosionarse en los años 90, cuando las

reformas estructurales impulsadas por el gobierno nacional promovieron la liberalización financiera y el retiro progresivo del Estado como agente crediticio directo. Esto condujo a una mayor participación de entidades privadas, un aumento en los costos del financiamiento y una reducción en el acceso al crédito formal, especialmente para productores de menor escala (Gallardo Abatemarco, 2017).

A partir de los años 2000, se produjo una reconfiguración del esquema financiero con la introducción de nuevas herramientas —como fideicomisos productivos, fondos rotatorios y programas de financiamiento internacional— y una recuperación parcial del protagonismo estatal. Se destacaron iniciativas del Banco Nación, el BICE y organismos multilaterales como el FIDA, orientadas al desarrollo rural y la inversión en infraestructura productiva (Tiscornia, 2018). Paralelamente, el crédito comercial (proveniente de proveedores, acopios y cooperativas) se consolidó como la principal fuente de financiamiento operativo, desplazando al crédito bancario tradicional.

En la actualidad, el financiamiento agroindustrial combina líneas estatales específicas, productos bursátiles como cheques de pago diferido y obligaciones negociables, y una marcada dependencia del crédito comercial de corto plazo. Esta evolución refleja no solo las transformaciones en la política económica nacional, sino también las características estructurales del sector, que continúa enfrentando restricciones al acceso a crédito formal, especialmente en contextos de alta inflación, riesgo país y volatilidad cambiaria (Nava, 2003)

Situación actual y problemática del financiamiento en el sector agropecuario argentino

El acceso al financiamiento representa una de las principales limitaciones estructurales del sector agropecuario argentino. Aunque existen diversas herramientas y programas impulsados por organismos públicos y entidades financieras —como FONDAGRO, BICE y líneas especiales del Banco Nación—, su implementación efectiva y

sostenibilidad están condicionadas por factores macroeconómicos como la inflación, la volatilidad cambiaria y las restricciones al crédito.

Cuando analizamos el financiamiento del comienzo de la cadena productiva de granos, según datos relevados por la Bolsa de Comercio de Rosario (2023) durante la campaña agrícola 2022/2023 los productores financiaron alrededor del 70% de sus gastos de campaña con fuentes externas, y apenas un 30% con capital propio. Dentro del financiamiento externo, el crédito comercial —ofrecido por acopios, proveedores de insumos y cooperativas— representó cerca del 72%, mientras que el crédito bancario apenas alcanzó un 21%, y los instrumentos del mercado de capitales, como el Mercado Argentino de Valores (MAV), un 6%. Aunque si observamos el financiamiento para la campaña 2023/2024 el capital externo trepa a 75%, el cual se compone con un 23% de entidades bancarias, 67% en créditos comerciales y un 10% en el mercado de capitales (Ramseyer & Calzada, 2024).

El sector agroindustrial argentino es clave para la economía nacional, representando el 61% de las exportaciones y el 23,6% del PIB en 2024 (FADA, 2025). Su rol en la balanza comercial lo convierte en un pilar del desarrollo económico. No obstante, enfrenta serias dificultades de financiamiento, agravadas por factores como la sequía y la caída de precios internacionales, que reducen su competitividad e inversión. La alta concentración en cultivos como la soja y en ciertas regiones expone al sector a riesgos estructurales, evidenciando la necesidad de diversificación productiva y geográfica. Además, las marcadas diferencias entre provincias exigen un enfoque de desarrollo más equilibrado (Salina, 2024b)

Las políticas macroeconómicas vigentes —como altas cargas fiscales y derechos de exportación— han desincentivado la inversión y la adopción tecnológica. A esto se suma la inestabilidad económica y climática, que genera volatilidad en los precios y limita la capacidad productiva del sector (Salina, 2024b)

Características que afectan la estructura de capital en el sector agroindustrial argentino

La estructura de capital de las empresas agroindustriales argentinas está determinada por una combinación de factores endógenos y exógenos, que en muchos casos difieren sustancialmente de los sectores industriales tradicionales. Las particularidades productivas, el contexto económico y las condiciones institucionales influyen en la forma en que estas empresas acceden al financiamiento y deciden su composición entre capital propio y deuda.

Uno de los aspectos más relevantes es la estacionalidad de la actividad productiva, que determina ciclos de ingreso y gasto altamente concentrados en determinadas épocas del año. Este patrón requiere esquemas de financiamiento adaptados a flujos de caja irregulares, lo que incrementa el peso del crédito de corto plazo, sobre todo para capital de trabajo (MAGyP, 2022). Esta dependencia cíclica del financiamiento genera tensiones en años climáticamente adversos o de baja rentabilidad, dificultando el repago y reduciendo la voluntad del sector financiero de otorgar crédito.

A su vez, el sector se encuentra altamente expuesto a factores exógenos como los precios internacionales de los *commodities*, el tipo de cambio y las condiciones climáticas, elementos que generan una elevada volatilidad en los márgenes operativos (NU. CEPAL, 2021). Esta incertidumbre afecta no solo la rentabilidad esperada, sino también la capacidad de planificación financiera de largo plazo, lo que desalienta el uso de instrumentos de deuda de mayor duración.

En términos financieros, muchas de las empresas agroindustriales, especialmente las pequeñas y medianas, tienen un acceso limitado a fuentes de financiamiento formal. La alta informalidad en algunas cadenas productivas, la escasa bancarización en ciertas regiones y la dificultad para presentar garantías exigidas por las entidades financieras contribuyen a que la mayoría de las firmas recurran a financiamiento propio o comercial (Bebczuk, 2010). Esto se traduce en una baja sofisticación financiera y un reducido acceso

a mecanismos como fideicomisos, cheques de pago diferido bursátiles u obligaciones negociables.

Además, se observa una alta concentración del crédito en grandes empresas, que tienen mayor capacidad de negociar condiciones, diversificar riesgos y acceder a mercados internacionales. En contraste, las pymes agroindustriales enfrentan mayores barreras de entrada y costos financieros más elevados, lo que condiciona fuertemente su estructura de capital (Salina, 2024a).

También resultan relevantes los factores institucionales y regulatorios, como la existencia de retenciones a las exportaciones, los tipos de cambio múltiples o las restricciones a la libre disponibilidad de divisas. Estas variables no solo impactan en la rentabilidad del negocio, sino también en la percepción de riesgo que tienen los prestamistas, elevando las primas de riesgo y dificultando el acceso al crédito formal en condiciones sostenibles (MAGyP, 2022)

Por último, el nivel de desarrollo del mercado de capitales local es aún limitado en comparación con otros países de la región, lo que restringe las alternativas de financiamiento para proyectos de largo plazo. Si bien existen herramientas específicas para el agro, como obligaciones negociables simples, SGR y cheques avalados, su utilización está concentrada en un grupo reducido de firmas con mayor capacidad organizativa y administrativa.

En conjunto, estas características explican por qué la estructura de capital del sector agroindustrial argentino tiende a estar dominada por capital propio y deuda comercial de corto plazo, en detrimento de financiamiento estructurado de largo plazo.

Capítulo 2: Análisis del tema – Aplicación de las teorías al caso argentino

¿Qué teorías explican mejor el comportamiento observado?

1. Pecking Order Theory: ¿Se cumple?

La Teoría del orden jerárquico (*Pecking Order*) plantea que las empresas prefieren financiar sus actividades con recursos internos, luego con deuda y finalmente con emisión de acciones (Myers & Majluf, 1984). En el contexto agroindustrial argentino, varios estudios validan esta preferencia.

Perez (2022) mediante un meta-análisis sobre organizaciones agropecuarias argentinas, concluye que “los productores prefieren financiarse como primera opción mediante la utilización de recursos propios (...) Luego, en segundo lugar, con deuda otorgada por entidades de financiamiento y en tercer lugar procediendo al mercado de capitales”, señalando además en su corolario que no podemos relacionar únicamente al orden jerárquico aislado, porque debemos considerar muchas otras variables como nivel patrimonial de la empresa, contexto macroeconómico, rentabilidad pasada como así también algunos factores culturales. Además, el informe específico del sector veterinario en La Pampa confirma que estas empresas “utilizarán primero el financiamiento interno, luego emitirán deuda, y por último venderán instrumentos de capital contable” (Testa, 2022).

Estos hallazgos empíricos respaldan claramente la aplicación de la teoría de *Pecking Order* en el sector agroindustrial nacional, pero no son concluyentes, dado que parece que la teoría debería contemplar distintos factores que enfrentan las empresas para la toma de decisiones.

2. Trade-Off Theory: ¿Se observa equilibrio entre beneficios fiscales y riesgo?

La Teoría del *Trade-Off* sostiene que las empresas equilibran los beneficios fiscales de la deuda con los costos de quiebra (Modigliani & Miller, 1963). No obstante, en Argentina, el entorno macroeconómico complejo afecta significativamente esta ecuación.

Un informe del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL) – Fundación Mediterránea de noviembre de 2023, Garzón y Artusso, advierten que

el spread entre tasas activas y pasivas, junto con restricciones cambiarias e institucionales, reduce el atractivo del endeudamiento («Informe de Coyuntura del IERAL», 2023)

Aunque el beneficio fiscal vinculado al endeudamiento (como la deducción de los intereses del impuesto a las ganancias) es técnicamente aplicable en Argentina, en la práctica muchas agroindustrias optan por niveles conservadores de deuda. Esta decisión se debe, en parte, al elevado costo financiero derivado de las altas tasas de interés reales, la inflación estructural, la falta de instrumentos de cobertura y la incertidumbre cambiaria. A ello se suma la percepción generalizada de inestabilidad normativa y restricciones al acceso a divisas, que agravan el riesgo de default operativo o financiero. Como consecuencia, el potencial beneficio fiscal es considerado marginal frente al conjunto de riesgos asociados al apalancamiento. Según el IERAL (2023), “en contextos de alta volatilidad macroeconómica, las firmas priorizan liquidez y solvencia antes que ventajas fiscales que podrían verse erosionadas por la inflación o por cambios regulatorios imprevistos” (p. 12). Esta evidencia sugiere que, en el caso argentino, la Teoría del *Trade-Off* no logra explicar de manera completa el comportamiento financiero del sector agroindustrial, cuya estructura de capital responde más a una lógica defensiva que a una optimización tributaria.

3. Market Timing Theory: ¿Se detectan patrones de emisión en ventanas favorables?

La aplicabilidad de la *Market Timing Theory* en el sector agroindustrial argentino resulta limitada. Esta teoría, propuesta por Baker y Wurgler (2002), sostiene que las empresas buscan aprovechar momentos favorables del mercado (como tasas bajas o valorizaciones altas) para emitir deuda o acciones. Sin embargo, la mayoría de las agroindustrias argentinas, especialmente las Pymes, no accede regularmente al mercado de capitales, y cuando lo hacen, no responde a una lógica estratégica de *timing*, sino a necesidades puntuales de liquidez o condiciones excepcionales de financiamiento.

El acceso al mercado está altamente concentrado en un pequeño grupo de grandes empresas (como Cresud, Adecoagro, AGD, Molinos Agro entre otras) que han emitido instrumentos en momentos de mayor estabilidad macroeconómica, pero sin evidenciar un patrón sistemático. La baja profundidad del mercado argentino, sumada a la volatilidad normativa y cambiaria, impide a la mayoría de las empresas planificar emisiones en función del ciclo de mercado. Según los informes de la Bolsa de Cereales de Rosario y la Comisión Nacional de Valores, la participación del financiamiento de los mercados de capitales es marginal, lo cual restringe fuertemente cualquier dinámica de *Market Timing*.

En consecuencia, el comportamiento financiero observado en el sector agroindustrial argentino no refleja una aplicación consistente de la *Market Timing Theory*, sino que está más vinculado a la disponibilidad contingente de crédito subsidiado o condiciones externas favorables, que las empresas aprovechan de forma reactiva más que estratégica.

Análisis de empresas o estudios de caso

En esta sección buscaremos algunas empresas del sector agroindustrial con presencia en el mercado de capitales, a fin de evaluar su estructura de capital, decisiones de financiamiento y el grado de alineación con las principales teorías financieras. Para ello, se seleccionaremos a las compañías más representativas, buscando indicadores que nos permitan sacar conclusiones de cómo se financian: Cresud S.A.C.I.F. y A., Molinos Río de la Plata S.A., San Miguel A.G.I.C.I. y F. y Agrometal S.A.I.

Los casos fueron seleccionados para reflejar distintos tamaños, estrategias financieras y niveles de acceso al mercado. Se consideran tres indicadores homogéneos para permitir la comparabilidad: (i) deuda financiera sobre EBITDA, (ii) cobertura de intereses (EBITDA/intereses) y (iii) presencia de emisiones bursátiles en los últimos cinco años.

Caso 1: Cresud S.A.C.I.F. y A.

Cresud S.A.C.I.F.A. es una compañía argentina líder en el sector agropecuario con presencia en Argentina, Brasil, Paraguay y Bolivia, dedicada a la producción de granos, caña de azúcar y carne, gestionando más de 865.000 hectáreas. Durante el ejercicio 2024, combinó su actividad agrícola y ganadera con un modelo de rotación y valorización de tierras, generando ingresos también por venta de campos. A través de sus subsidiarias FyO e IRSA, brinda servicios agropecuarios, invierte en real estate y opera centros comerciales, oficinas y hoteles. A pesar de la baja en precios internacionales y condiciones climáticas desafiantes, obtuvo un EBITDA ajustado de ARS 256.396 millones y consolidó su compromiso con la sostenibilidad ambiental y social. Cotiza en BYMA y Nasdaq (*Cresud Sociedad Anónima, 2024*).

Indicadores clave (2024):

- **Deuda neta / EBITDA:** -7,49
- **Cobertura de intereses:** 1,67
- **Deuda Net / Equity:** 31,16%
- **Emisiones bursátiles:** Sí, participación con obligaciones negociables.

Cresud presenta una estrategia financiera mixta, combinando deuda con *equity*. Ha utilizado el mercado de capitales en momentos de relativa estabilidad, lo que sugiere un comportamiento parcialmente alineado con la *Market Timing Theory*. Su nivel de apalancamiento es alto si tomamos todo su pasivo y su cobertura de intereses indica una capacidad adecuada para afrontar compromisos financieros. También se observa una participación de deuda de un 55 %, aunque si medimos la relación deuda financiera el porcentaje de participación se reduce a 34.8% (CNV, s. f.).

Caso 2: Molinos Río de la Plata S.A.

Molinos Río de la Plata S.A. es una de las compañías líderes del sector alimenticio argentino, con más de 115 años de trayectoria y un amplio portafolio de marcas

emblemáticas en categorías como pastas, harinas, aceites, arroz, congelados, premezclas, infusiones y vinos. Opera tanto en el mercado local como en el internacional, y en 2024 mantuvo su estrategia centrada en ofrecer productos accesibles, saludables y de calidad, adaptándose a un contexto económico recesivo y de fuerte contracción del consumo interno. Cotiza en BYMA.

Indicadores clave (2024):

- **Deuda neta / EBITDA:** -12,73
- **Cobertura de intereses:** 0,16
- **Deuda Net / Equity:** 29,59 %
- **Emisiones bursátiles:** Si

Molinos mantiene una estrategia financiera conservadora, basada en deuda bancaria y reinversión de utilidades. No ha utilizado el mercado de capitales como fuente de financiamiento reciente, lo que limita su exposición a *Market Timing*. Su cobertura de intereses es baja, el nivel de apalancamiento es elevado si tomamos todo el pasivo y la relación deuda/*equity* también difiere de 53% tomando todo el pasivo a 29,59% si solo tomamos la deuda financiera (CNV, s. f.).

Caso 3: S.A. San Miguel A.G.I.C.I.F.

San Miguel S.A. es una empresa agroindustrial argentina con proyección global, especializada en la producción, procesamiento y comercialización de derivados del limón. A partir de una reconversión estratégica iniciada en 2022, la compañía abandonó el negocio de fruta fresca para enfocarse en ingredientes naturales con valor agregado, consolidando operaciones en Argentina, Uruguay y Sudáfrica. Durante 2024, el grupo profundizó su perfil exportador y logró una recuperación operativa con un EBITDA positivo. No obstante, registró pérdidas, atribuible a resultados financieros negativos y costos de reestructuración, en un contexto de elevada carga de deuda. A pesar de ello, la empresa concretó aumentos de capital por USD 66,8 millones, nuevas emisiones de obligaciones negociables por más

de USD 94 millones, y mantuvo una estrategia de expansión sostenida por relaciones contractuales de largo plazo con clientes multinacionales, buscando reforzar su estructura de capital e impulsar su liderazgo como proveedor estratégico de ingredientes naturales en la industria alimentaria global («Estados Financieros SAMI», 2024). Cotiza en BYMA.

Indicadores clave (2024):

- **Deuda neta / EBITDA:** 29.26
- **Cobertura de intereses:** 0,31
- **Deuda Net / Equity:** 77,67 %
- **Emisiones bursátiles:** Si, tiene emisión de obligaciones negociables y ampliación de capital.

San Miguel presenta un apalancamiento muy elevado y una mejora reciente en sus indicadores financieros para lo que respecta al ejercicio no presentado 2025. Ha utilizado el mercado de capitales en varias ocasiones tanto para emitir obligaciones negociables, como para emitir acciones, hecho que se dio en el ejercicio 2024. Su comportamiento se ajusta a una versión de *Market Timing* priorizando la *emisión en un contexto de alto nivel de deuda y baja cotización de sus acciones, pero también en la Trade-Off Theory* y refleja una gestión financiera enfocada en solvencia y control del riesgo.

Caso 4: Agrometal S.A.I.

Agrometal S.A. es una empresa argentina con más de 70 años de trayectoria, dedicada al diseño, fabricación y comercialización de maquinaria agrícola, principalmente sembradoras de granos finos y gruesos. Fundada en 1950 y con sede en la ciudad de Monte Maíz, provincia de Córdoba, la compañía ha logrado consolidarse como un referente en el segmento de siembra directa, atendiendo principalmente al mercado interno, con una participación creciente en exportaciones hacia países de la región. Su modelo de negocios se basa en la integración de ingeniería industrial, producción local y distribución nacional a través de una red de concesionarios. Cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y

presenta sus estados contables conforme a las normas de la CNV. Su desempeño se encuentra estrechamente vinculado al ciclo productivo del agro argentino y a las condiciones crediticias del sector, operando en un contexto altamente sensible a las políticas de incentivo a la inversión rural, la disponibilidad de financiamiento y la evolución de las campañas agrícolas (*Sitio Web Agrometal, s. f.*).

Indicadores clave (2024):

- **Deuda neta / EBITDA:** 1,45
- **Cobertura de intereses:** 3,47
- **Deuda Net / Equity:** 31,66 %
- **Emisiones bursátiles:** Si

Agrometal S.A. representa el perfil clásico de empresa industrial Pyme del sector agroindustrial argentino, caracterizado por un bajo grado de apalancamiento, una fuerte dependencia del autofinanciamiento y una vinculación limitada pero creciente con el mercado de capitales. Su estructura de capital refleja de manera clara los postulados de la *Pecking Order Theory*, privilegiando el uso de fondos propios frente al endeudamiento externo, y recurriendo al crédito bancario sólo de manera complementaria, en particular para financiar capital de trabajo y ciclos productivos. La empresa ha recurrido ocasionalmente al mercado de capitales local mediante emisiones de obligaciones negociables Pyme, lo cual denota una estrategia financiera prudente, pero con cierto grado de apertura a instrumentos formales. Este comportamiento se enmarca en una lógica defensiva frente a la volatilidad macroeconómica e institucional de Argentina, priorizando la liquidez y la estabilidad operativa por sobre el crecimiento apalancado. En consecuencia, Agrometal mantiene una política conservadora en materia financiera, acorde a su escala operativa, el perfil cíclico del sector y la limitada profundidad del mercado de financiamiento para Pymes industriales del agro (*CNV, s. f.*)

Caso 5: Morixe Hermanos S.A.C.I.

Morixe Hermanos S.A.C.I. es una empresa agroindustrial argentina con más de un siglo de trayectoria, especializada en la producción y comercialización de alimentos básicos, principalmente harinas, aceites, galletas, avena, puré de tomate, y pan rallado. Fundada en 1901, y con operaciones industriales concentradas en la provincia de Buenos Aires, la compañía ha consolidado una estrategia de crecimiento orientada al mercado interno, con una marcada expansión en la distribución nacional y desarrollo de marca propia. Cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y forma parte desde 2023 del *holding* Sociedad Comercial del Plata. Su modelo de negocio integra procesos de transformación agroindustrial de materias primas con una red de comercialización en supermercados, mayoristas y exportación marginal, operando en un entorno altamente competitivo y sensible a la evolución de los precios agrícolas y el contexto macroeconómico argentino (CNV, s. f.)

Indicadores clave (2024):

- **Deuda neta / EBITDA:** 1,04
- **Cobertura de intereses:** 3,65
- **Deuda Net / Equity:** 30,63 %
- **Emisiones bursátiles:** Si

Morixe Hnos. S.A.C.I. presenta un perfil híbrido entre una Pyme industrial y una empresa de mediana capitalización con acceso parcial al mercado de capitales. Su estructura de capital combina una base de apalancamiento moderado con una estrategia de financiamiento diversificada, que incluye crédito bancario, proveedores y emisiones bajo el régimen de obligaciones negociables Pyme CNV. Esta composición refleja una adaptación flexible a las restricciones del entorno financiero local. Si bien mantiene ciertos rasgos propios de la *Pecking Order Theory*, como la priorización del autofinanciamiento en ejercicios con resultados positivos, también incorpora elementos propios del *Trade-Off Theory*, dado su uso sostenido de deuda en niveles prudentes para financiar capital de

trabajo y expansión comercial. La decisión de reinvertir utilidades y no asumir elevados niveles de endeudamiento evidencia una política conservadora frente a la volatilidad macroeconómica e inflacionaria, mientras que su creciente formalización financiera sugiere una gradual integración al ecosistema financiero regulado.

Caso 6: ARCOR S.A.C.I.

Arcor S.A.I.C. es una de las principales compañías agroindustriales de América Latina, con sede en Argentina y una destacada trayectoria en la elaboración de alimentos, golosinas y productos derivados de materias primas agrícolas. Fundada en 1951 en la provincia de Córdoba, ha desarrollado un modelo de integración vertical que abarca desde la transformación industrial de insumos agropecuarios (como maíz, azúcar y trigo) hasta la distribución de productos de consumo masivo en más de 100 países. Su estructura corporativa incluye unidades de negocio en alimentos, *packaging* y agroindustria, consolidando un posicionamiento regional con fuerte presencia en los mercados de Brasil, Chile, México y Argentina. Aunque no cotiza en bolsa, Arcor participa activamente del mercado de capitales a través de la emisión de obligaciones negociables y mantiene calificaciones crediticias internacionales. Su escala de operaciones, complejidad financiera y diversificación de productos la convierten en un actor estratégico dentro del entramado agroindustrial argentino (*Sitio Web ARCOR*, s. f.)

Indicadores clave (2024):

- **Deuda neta / EBITDA:** 2,9
- **Cobertura de intereses:** 4,22
- **Deuda Net / Equity:** 44,62 %
- **Emisiones bursátiles:** Si

Arcor S.A.I.C. constituye un caso representativo de gran empresa agroindustrial argentina con una sólida presencia regional e internacional. Su estructura de capital combina una elevada capacidad de autofinanciamiento con un acceso activo y estratégico al

mercado de capitales, tanto local como internacional, a través de la emisión de obligaciones negociables y programas globales de deuda. Esta configuración se alinea principalmente con la *Trade-Off Theory*, al buscar un equilibrio entre el costo de la deuda y los beneficios fiscales que esta proporciona, sin comprometer su calificación crediticia ni su capacidad operativa. La compañía presenta niveles de apalancamiento controlados y diversificación de fuentes de financiamiento, incluyendo líneas bancarias, mercado de capitales y financiamiento de proveedores. Además, su política financiera muestra una planificación de largo plazo, compatible con la *Static Trade-Off*, privilegiando estabilidad y previsibilidad ante entornos macroeconómicos inestables. A diferencia de las Pymes del sector, Arcor tiene una estructura profesionalizada de gestión del capital, lo cual le permite aprovechar oportunidades financieras y mantener una posición competitiva sin depender excesivamente de ciclos crediticios locales (CNV, s. f.).

Tabla resumen de indicadores Financieros Explorados¹

Empresa	Deuda Neta / EBITDA	Cobertura de Intereses	Deuda Neta / Equity	Emisiones Bursátiles ²	Teorías Financieras Predominantes
Cresud	-7,49	1,67	31,16%	Sí	Market Timing (parcial), Trade-Off
Molinos Río de la Plata	-12,73	0,16	29,59%	Sí	Pecking Order (fuerte), bajo alineamiento con MT
San Miguel	29,26	0,31	77,67%	Sí ³	Trade-Off, Market Timing
Agrometal	1,45	3,47	31,66%	Sí	Pecking Order (clásica Pyme)
Morixe Hermanos	1,04	3,65	30,63%	Sí	Pecking Order + Trade-Off
Arcor	2,9	4,22	44,62%	Sí	Trade-Off (madura y planificada)

¹ Tabla de elaboración propia con información obtenida de la página de la Comisión Nacional de Valores (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Home/AIF>).

² Hacemos referencia a la participación de las empresas en el mercado de capitales, ya sea a través de emisión de obligaciones negociables, pagarés y/o emisiones de acciones.

³ San Miguel A.G.I.C.I.F. es la única empresa que realizó una emisión de acciones en el ejercicio 2024.

Comparación transversal y patrones comunes

El análisis comparativo de las seis empresas seleccionadas permite identificar patrones recurrentes y diferencias estructurales que caracterizan a las decisiones de financiamiento en el sector agroindustrial argentino. Estas diferencias se explican tanto por factores internos (como el tamaño, la rentabilidad, el ciclo de vida o la estrategia de negocio) como por restricciones externas vinculadas al contexto macroeconómico y al grado de desarrollo del mercado financiero local.

Uno de los principales hallazgos es la heterogeneidad en los niveles de apalancamiento. Mientras empresas como San Miguel y Arcor exhiben ratios de deuda neta sobre EBITDA elevados o moderados, otras como Molinos o Cresud presentan posiciones netas de caja, lo que refleja una estrategia conservadora o defensiva frente a la volatilidad financiera y la inflación (CNV, s. f.).

Asimismo, se observa una relación entre el tamaño y el acceso al mercado de capitales. Las grandes empresas, como Cresud y Arcor, acceden regularmente a fuentes de financiamiento estructuradas, tanto locales como internacionales, mediante la emisión de obligaciones negociables o programas de deuda global. Este comportamiento se alinea con modelos financieros más sofisticados, que incluyen la planificación del capital y la diversificación de riesgos. En contraste, las Pymes, como Agrometal y Morixe, tienden a recurrir al autofinanciamiento, al crédito bancario tradicional o a instrumentos específicos como las ONs Pyme (CNV, s. f.)

Un tercer aspecto relevante es el grado de alineación con las teorías clásicas de estructura de capital. Las grandes firmas presentan comportamientos cercanos a la *Trade-Off Theory*, buscando equilibrar los beneficios fiscales de la deuda con los riesgos de insolvencia (Rivera Godoy, 2002). Algunos casos, como el de San Miguel, muestran además elementos de la *Market Timing Theory*, realizando emisiones de acciones en momentos oportunos para mejorar su perfil financiero (Baker & Wurgler, 2002). Las Pymes, por su

parte, responden con mayor claridad a los postulados de la *Pecking Order Theory*, priorizando recursos internos y minimizando el uso de deuda formal (Myers & Majluf, 1984).

Finalmente, el análisis confirma que la limitada profundidad del sistema financiero argentino condiciona las decisiones de financiamiento en el agro, incluso para empresas con estructura profesionalizada y acceso formal (Bebczuk, 2010). Las restricciones macroeconómicas, la elevada inflación y la inestabilidad cambiaria generan comportamientos defensivos y estructuras de capital conservadoras, en línea con lo señalado por estudios previos sobre el financiamiento productivo en economías emergentes (NU. CEPAL, 2021)

En síntesis, aunque cada empresa presenta particularidades, pueden identificarse algunas conclusiones generales:

- Las **grandes empresas agroindustriales** tienden a adoptar estrategias de financiamiento mixtas y más alineadas con modelos teóricos formales;
- Las **Pymes del sector** siguen patrones más conservadores, centrados en la autofinanciación y en el uso acotado del crédito;
- Las **condiciones del entorno macroeconómico y financiero local** inciden de forma decisiva sobre la estructura de capital, limitando la posibilidad de aplicar modelos universales sin adaptaciones contextuales.

Capítulo 3: Discusión Crítica y Reflexión

¿Existe realmente una estructura de capital óptima en este contexto?

El concepto de estructura de capital óptimo determina para las finanzas una piedra angular sobre la que se desarrollaron gran cantidad de teorías, en el afán de encontrar una explicación a lo que sucede en la realidad. Sus primeras formulaciones y las que hoy se consideran clásicas, provienen del modelo de Modigliani y Miller (1958), que postula que

bajo mercados perfectos, el valor de una empresa es independiente de su estructura de capital. No obstante, esta proposición ha sido rebatida por desarrollos posteriores que introducen impuestos, costos de quiebra, asimetrías de información y restricciones de financiamiento, dando lugar a teorías como la *Trade-Off Theory*, la *Pecking Order Theory* y la *Market Timing Theory* (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Baker & Wurgler, 2002).

Ahora bien, ¿es posible aplicar este concepto en el contexto de la agroindustria argentina? Si bien el análisis de empresas realizados en el punto anterior no es extenso, podemos decir que nos muestra una guía sobre la diversidad de ideas y criterios adoptados para la selección de la estructura de capital. El análisis sugiere que no existe una estructura de capital “óptima” universal para el sector agroindustrial nacional, sino más bien un conjunto de decisiones adaptativas condicionadas por factores estructurales y coyunturales. La alta volatilidad macroeconómica, la inflación persistente, la restricción externa, la falta de previsibilidad regulatoria y la baja profundidad del mercado financiero local impiden la aplicación práctica de una teoría unificada (BCRA, 2024).

En este sentido, la idea de “estructura óptima” puede considerarse más bien un ideal teórico que funciona como referente normativo, pero que pocas veces se alcanza en la realidad, particularmente en sectores con alta dependencia de factores exógenos como el agro. Las decisiones de financiamiento observadas en las empresas analizadas —desde estrategias conservadoras basadas en autofinanciamiento, hasta emisiones selectivas de deuda o *equity*— responden más a la necesidad de supervivencia y estabilidad que a un cálculo óptimo de costo de capital ponderado.

Por lo tanto, puede afirmarse que el concepto de estructura de capital óptima pierde validez práctica en entornos inestables o restrictivos, como el argentino, donde las decisiones financieras tienden a priorizar la liquidez, la flexibilidad y la resiliencia, más que la maximización teórica del valor de la empresa. En consecuencia, la aplicabilidad del concepto debe ser repensada a la luz del contexto local, adaptando los marcos analíticos tradicionales a las realidades de financiamiento de economías emergentes y sectores con fuerte exposición al riesgo climático y macroeconómico.

¿Qué desafíos impiden alcanzar una estructura “óptima”?

El concepto implica un postulado que por lo expuesto anteriormente no se cumple para el modelo de mercado agroindustrial argentino, la búsqueda de maximización del valor de la compañía y reducción de los costos de capital se torna incierta para un contexto cambiante y lleno de desafíos que desafían a las empresas a llegar a ese tan preciado equilibrio de maximización de valor. A partir de la evidencia empírica presentada en el análisis de casos, se identifican tres desafíos principales:

1. Volatilidad macroeconómica

La alta inflación, la inestabilidad cambiaria, la recurrencia de crisis financieras y la ausencia de un horizonte fiscal previsible condicionan de forma significativa las decisiones de financiamiento (BCRA, 2024). Esta volatilidad incrementa la prima de riesgo exigida por inversores y prestamistas, elevando el costo del capital y reduciendo la disponibilidad de crédito de largo plazo.

2. Dificultades para planificar a largo plazo

La actividad agroindustrial presenta una marcada naturaleza cíclica, condicionada por la estacionalidad climática, los ritmos biológicos de cultivos y ganado, y factores de mercado como precios internacionales, demanda y políticas comerciales. Estas variaciones se ven reforzadas o atenuadas por la infraestructura de almacenamiento y transporte, así como por la exposición a riesgos externos (sequías, plagas o cambios regulatorios), generando fluctuaciones recurrentes en producción, precios e ingresos que inciden directamente en la planificación y el financiamiento del sector (FAO, 2023). A ello se agregan cambios regulatorios frecuentes, como modificaciones en retenciones o aranceles, que alteran la rentabilidad esperada de las inversiones.

3. Acceso desigual al financiamiento

El acceso al crédito y al mercado de capitales es marcadamente desigual entre grandes empresas y Pymes agroindustriales. Mientras las primeras pueden diversificar fuentes de

financiamiento y captar fondos en mercados internacionales, las segundas dependen de líneas bancarias locales, usualmente de corto plazo y con tasas reales elevadas (Ramseyer & Calzada, 2024). La limitada profundidad del mercado de capitales argentino restringe la colocación de instrumentos de deuda a costos competitivos, especialmente para emisores de menor escala.

En conjunto, estos factores generan un entorno en el que las empresas priorizan la liquidez, la flexibilidad y la minimización del riesgo financiero por sobre la búsqueda de un apalancamiento teóricamente óptimo. Como resultado, la estructura de capital del sector se configura más como una respuesta adaptativa a las restricciones del contexto que como la aplicación estricta de modelos de equilibrio financiero.

Conclusión y cierre

El estudio realizado en este trabajo pretendió acercarnos más al entendimiento de cómo se deciden las estructuras de capital que adoptan las empresas del sector agroindustrial argentino, combinando una explicación teórica con la observación empírica de distintas empresas del sector, con distintas escalas y acceso a financiamiento. La información empírica evidencia que no se trata al tema como un postulado único, en donde se destaque la estructura de capital con un “óptimo” para el sector, sino que las estrategias de las empresas difieren por el tamaño empresarial, el grado de formalización financiera, la exposición internacional y, especialmente, por las restricciones macroeconómicas del país.

Las teorías clásicas de estructura de capital explicadas —*Trade-Off Theory*, *Pecking Order Theory* y *Market Timing Theory*— constituyen un marco de mucha utilidad a la hora de comprender los comportamientos de las empresas, pero su aplicación es parcial. Las grandes empresas tienden a combinar deuda y capital propio de forma planificada, buscando equilibrar costo y riesgo, mientras que las Pymes privilegian el autofinanciamiento y la deuda de corto plazo, en línea con una lógica conservadora. En todos los casos, la

volatilidad macroeconómica, la inflación persistente y la limitada profundidad del mercado de capitales condicionan de manera determinante las decisiones financieras.

En términos prácticos, esto implica que la búsqueda de una estructura “óptima” se convierte más en un ideal teórico que en un objetivo alcanzable bajo las condiciones actuales. Las empresas agroindustriales priorizan liquidez y flexibilidad para adaptarse a un entorno incierto, más que la optimización del costo de capital. Este hallazgo es coherente con la literatura sobre financiamiento en economías emergentes, donde las restricciones estructurales y los riesgos externos reducen el peso relativo de los criterios teóricos en la toma de decisiones.

En conclusión, el sector agroindustrial argentino enfrenta un desafío doble: mantener la competitividad en mercados globales y, al mismo tiempo, adaptarse a un entorno financiero doméstico inestable. Superar estas limitaciones requerirá una combinación de políticas públicas y estrategias empresariales orientadas a ampliar el acceso al capital, estabilizar el marco macroeconómico y desarrollar instrumentos de financiamiento adaptados a la realidad productiva del sector.

Bibliografía

- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1). <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- BCRA. (2024). Informe de Estabilidad Financiera. BCRA.
- Bebczuk, R. N. (2010). Acceso al financiamiento de las PYMES en Argentina: Estado de situación y propuestas de política. CEPAL. <https://hdl.handle.net/11362/5207>
- Bhattacharya, S. (1988). Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 135-147. <https://doi.org/10.1257/jep.2.4.135>
- Brusov, P., & Filatova, T. (2023). Capital Structure Theory: Past, Present, Future. *Mathematics*, 11(3), Article 3. <https://doi.org/10.3390/math11030616>
- Brusov, P., Filatova, T., Orekhova, N., Kulik, V., Chang, S.-I., & Lin, G. (2021). Generalization of the Modigliani–Miller Theory for the Case of Variable Profit. *Mathematics*, 9(11), Article 11. <https://doi.org/10.3390/math9111286>
- CNV. (s. f.). Recuperado 6 de julio de 2025, de <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/BuscadorGlobal>
- Cresud Sociedad Anónima. (2024).
- Darmono, D., Su'un, M., Jillbert, J., Ikawijaya, N., & Mursyidin, M. (2024). Endogenous and Exogenous Factors Affecting Capital Structure: A Theoretical Review. *Atestasi: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 7(1), Article 1. <https://doi.org/10.57178/atestasi.v7i1.753>
- Dirección Nacional de Economía, Financiamiento y Mercados. (2012, junio 28). Financiamiento al sector agroindustrial. *Dirección de Financiamiento e Inversión*, 45.
- Dobaño, R. (2023, noviembre 21). Apalancamiento financiero: Qué es y cómo se calcula (2025). *Autónomos, empresas y asesorías*. <https://getquipu.com/blog/apalancamiento-financiero/>
- Estados Financieros SAMI. (2024). S.A. SAN MIGUEL A.G.I.C.I. Y F. <https://www.sanmiguelglobal.com/inversores>

- FADA. (2025, mayo). *Aporte de las Cadenas Agroindustriales al PBI - Mayo 2025*. Google Drive. <https://drive.google.com/drive/folders/1nluD-OJUd-zMpM6YTZoPa118H6NQmXqA>
- FAO. (2023). *The State of Food and Agriculture 2023* (Food and Agriculture Organization of the United Nations). FAO. <https://doi.org/10.4060/cc7724en>
- Fernández, P. (2011). *WACC: Definición, Interpretaciones equivocadas y Errores*.
- Gallardo Abatemarco, M. A. (2017, enero 9). *El rol de la banca pública en el financiamiento agrícola en los años 90* [Text]. Centro Cultural de la Cooperación. <https://www.centrocultural.coop/revista/22/el-rol-de-la-banca-publica-en-el-financiamiento-agricola-en-los-anos-90>
- Gómez Jacinto, L. G. (2008). La Teoría del Pecking Order. *Actualidad Empresarial*, 169.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.010>
- Informe de Coyuntura del IERAL. (2023). *Fundación Mediterraneo, Año 32(1531)*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2000). Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure. En *Corporate Governance*. Gower.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- MAGyP. (2022). *Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca*. https://www.magyp.gob.ar/sitio/areas/pesca_maritima/informes/coyuntura/index.php?utm_source=chatgpt.com
- Mascareñas, J. (2001). *Costo de Capital*. Universidad Complutense de Madrid.

- Masgrau, E. G. (2005). El apalancamiento financiero: De cómo un aumento del endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 2, 71-91.
- Modigliani, F., & Miller, H. M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Association*, 53(3), 433-443.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 5(2), 154-155.
<https://doi.org/10.4013/base.20082.07>
- Mondragón-Hernández, S. A. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias. *Cuadernos de Contabilidad*, 12(30), 165-178.
- MSCI. (2025, junio 20). *MSCI: Market Classification*. <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/market-classification>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nava, O. G. (2003). *Componente a: Fortalezas y Debilidades del sector Agroalimentario*.
- NU. CEPAL. (2021). *Perspectivas de la Agricultura y del Desarrollo Rural en las Américas: Una mirada hacia América Latina y el Caribe 2021-2022*. CEPAL.
<https://hdl.handle.net/11362/47208>
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Ramírez-Herrera, L.-M., Palacín-Sánchez, M.-J., Ramírez-Herrera, L.-M., & Palacín-Sánchez, M.-J. (2018). El Estado del Arte sobre la Teoría de la Estructura de Capital

de la Empresa. *Cuadernos de Economía*, 37(73), 143-165.

<https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v37n73.56041>

Ramseyer, F., & Calzada, J. (2024, septiembre 13). *¿De dónde provino el financiamiento agrícola en la campaña 2023/24?* Bolsa de Comercio de Rosario.

<http://www.bcr.com.ar/es/mercados/investigacion-y-desarrollo/informativo-semanal/noticias-informativo-semanal/de-donde-0>

Ramseyer, F., Treboux, J., Terré, E., & Calzada, J. (2023, julio 12). *¿Cómo se financiaron los productores en la campaña 2022/23?* Bolsa de Comercio de Rosario.

<http://www.bcr.com.ar/es/mercados/investigacion-y-desarrollo/informativo-semanal/noticias-informativo-semanal/como-se-3>

Rivera Godoy, J. A. (2002). Teoría sobre la Estructura de Capital. *Estudios Gerenciales*, 18(84), 31-59.

Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

<https://doi.org/10.2307/3003485>

Salina, P. G. (2024a). *Los Agromercados en el Mercado de Capitales Argentino: Una oportunidad para su desarrollo*. 27.

Salina, P. G. (2024b, noviembre 13). *Los Agromercados en el Mercado de Capitales Argentino: Una oportunidad para su desarrollo*. Congreso Nacional e Internacional de Finanzas y Mercado de Capitales.

Sitio Web Agrometal. (s. f.). Agrometal. Recuperado 7 de julio de 2025, de

<https://www.agrometal.com/institucional/>

Sitio Web ARCOR. (s. f.). Arcor. Recuperado 7 de julio de 2025, de <https://www.arcor.com/ar>

Solomon, E. (1972). *Theorie de la Gestión Financiera*.

Testa, L. (2022, diciembre). Factores que Condicionan el Financiamiento de las pymes veterinarias en la ciudad de General Pico, La Pampa (2018-2020). *NEGOCIOS AGROALIMENTARIOS, Volumen 7(N 2)*, 23-28.

Tiscornia, L. R. (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*. Universidad Nacional de Mar del Plata.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

Universidad Nacional de La Pampa, & Perez, S. (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>