

# Finanzas

# de empresas industriales

Una vez más, el Prof. Ricardo Pascale ha tenido la gentileza de ofrecernos una colaboración para esta página, que mucho agradecemos.

A. B.

5. Las deudas comerciales representan la fuente más importante de financiamiento a corto plazo en las empresas más pequeñas.

En el tramo 3, por el contrario, las deudas bancarias decaen en términos relativos y crecen las deudas comerciales. Sobre 1976 estas representaban el 48% del total de deudas a corto plazo.

se trata de una media del total de la industria, teniendo las observaciones una apreciable dispersión en torno a ella.

La tasa de rentabilidad que se obtuvo corresponde a los capitales propios aportados. Para su determinación se utilizó la técnica de flujos de fondos descontados(1), tomando como base de inversión, el monto de los patrimonios netos al inicio del período, al que se le atribuyen como flujos de fondos con el signo que corresponda, las distribuciones de utilidades, los nuevos aportes y los patrimonios finales.

## II. ESTRUCTURA DE ACTIVOS

Sobre este aspecto podemos señalar:

1. Los activos corrientes representan la proporción más importante dentro de los activos totales de las empresas.

Hacia 1976, el promedio muestra que el 69% de los activos de las empresas eran corrientes (ver cuadro 1). Dentro de ellos los créditos e inventarios eran los más significativos con casi el 62%.

En el caso del tramo 1 puede observarse el crecimiento de los valores negociables que, en 1972 alcanzaban el 1% y en 1976 representaban el 3%.

La evidencia empírica de otros países muestra menor proporción de los activos corrientes, por ej., Argentina 60% y Estados Unidos 50% (ver cuadro 1).

El crecimiento de los activos corrientes, naturalmente en términos reales entre los extremos del período, ha sido: tramo 1, 17%; tramo 2, 10%; tramo 3, 36%.

2. Alta proporción de activos fijos amortizados.

Este aspecto debe complementarse con el anterior. Las cifras de activos fijos amortizados en términos de porcentaje son:

	% de Activos fijos amortizados	
	1972	1976
Tramo 1	53	63
Tramo 2	43	48
Tramo 3	30	37

Queda asimismo de manifiesto que, a mayor tamaño de empresa, mayor proporción de activos fijos amortizados.

## III. ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO

Con referencia a la estructura que las empresas tienen en su financiamiento destacamos:

1. Alto endeudamiento

La media del endeudamiento de las empresas industriales, es decir la proporción que de los activos totales ellas las financian con deudas es el 69% que, aparece superior a las cifras de Estados Unidos (45%) y de Argentina (60%).

A nivel de tramos aparecen diferencias dignas de señalar: tramo 1, 77%; tramo 2, 71% y tramo 3, 55%.

2. Baja participación del endeudamiento a largo plazo.

Las deudas a largo plazo representan en los tres tramos considerados una baja fuente de financiamiento de la industria. Luego de experimentar una tendencia descendiente dentro del período, el promedio de activos financiados con deudas a largo plazo llegaba al 13%. Dentro de ellas, se ha experimentado en el período una evolución en su composición. En el tramo 1, las deudas fiscales y de seguridad social representaban en 1972 el

56% de las deudas a largo plazo en tanto que en 1976 llegaban a sólo el 8%. Las deudas financieras y bancarias toman mayor importancia relativa.

3. Crecimiento del financiamiento con pasivos corrientes en las empresas de mayor tamaño.

En el período 1972-1976 se pone de manifiesto un crecimiento del pasivo corriente como fuente de financiamiento. Ello aparece con claridad en los tramos 1 y 2, en tanto que en el tramo 3 se mantienen estables.

En el tramo 1, por ejemplo, la proporción de los pasivos corrientes sobre los activos totales que en 1972 era el 45% pasan a ser en 1976 al 55%.

4. Las deudas bancarias representan la fuente más importante de financiamiento a corto plazo en las empresas de mayor tamaño.

En los tramos 1 y 2, luego de mostrar un crecimiento, las deudas de corto plazo que las empresas mantienen con los bancos comerciales llega hacia 1976 al 48 y 41% respectivamente del total de pasivos corrientes.

3. El endeudamiento representa la fuente de fondos más importante de las empresas de mayor tamaño.

En efecto, en el tramo 1 el 49% de las nuevas fuentes de fondos a disposición de la empresa lo han representado nuevos endeudamientos. En segundo término aparecen las fuentes internas con un 44%. El tramo 2 muestra cifras similares para ambas fuentes (37% y 38% respectivamente), en tanto que en el tramo de empresa más pequeñas (3), las fuentes internas son la más importante con un 69% correspondiéndole a las nuevas deudas el 28% del total de fuentes a disposición.

4. Baja proporción de autofinanciamiento.

El nivel de autofinanciamiento de las empresas, esto es la proporción que representan en el total de fuentes de fondos las utilidades retenidas más las depreciaciones es el 28% en las empresas del tramo 1 y el 15% en el 2.

Este nivel de autofinanciamiento se muestra inferior al de otros países, como Colombia, Estados Unidos y Francia (que oscilan entre un 41% y más del 60%). Una excepción a estas consideraciones lo constituye el tramo 3, con un autofinanciamiento del 62%.

5. Escasa participación de nuevos aportes de capital como fuente de fondos.

Es claramente destacable la baja participación que tienen, en el período bajo análisis, los nuevos aportes de capital. Este es un fenómeno que se aprecia en los tres tramos considerados. Las cifras obtenidas son un 2, 4 y 3% respectivamente para los tramos 1, 2, y 3.

## V. LA RENTABILIDAD DE LA INDUSTRIA

Esta sección la dedicamos a repasar la estimación de la rentabilidad de la industria a que arribamos en el ya citado trabajo. La cifra obtenida corresponde a la tasa de rentabilidad privada de la industria manufacturera privada y,

El propósito de estas notas es exponer algunos aspectos de la realidad económica y financiera de la industria manufacturera uruguaya.

En primer lugar se veía la forma en que las empresas han estructurado sus activos lo que es complementado con las modalidades de financiamiento adoptadas.

Los aspectos anteriores se amplían con un análisis de la asignación de recursos por parte de las mismas y el financiamiento de esas inversiones, para el período considerado, utilizando como instrumento de análisis los estados de fuentes y usos de fondos.

La estimación de la rentabilidad de la industria ocupa luego nuestra atención para terminar con una apreciación general del proceso.

La fuente de los datos presentados proviene del trabajo "Inversión, financiamiento y rentabilidad de la industria manufacturera uruguaya" que preparamos recientemente para el Grupo Asesor de Mercado de Capitales, con el apoyo de la OEA y el B.C.U.

El período que abarca la investigación es el comprendido entre los años 1972 - 1976. Los datos se obtuvieron de una muestra de 105 empresas distribuidas en 3 tramos, formados por las empresas de 200 y más obreros (tramo 1), de 50 a 199 (tramo 2) y el de 10 a 49 (tramo 3). En el tramo 1 fue prácticamente un censo (cobertura del 97,1%), en tanto que para los tramos 2 y 3 se recogieron muestras de apreciable representatividad.

En el desarrollo de la metodología del trabajo, la preocupación fundamental se centró en el tratamiento de la información proveniente de las empresas. Métodos contables diferentes en algunas partidas del balance, su valuación y la clasificación de sus cuentas, mostraban una realidad de una gran heterogeneidad. Es probable que las complicaciones metodológicas hayan sido el obstáculo más importante a la realización de trabajos de razonable profundidad en esta área.

Los datos provenientes de las empresas, fueron estudiados y reclasificados uno a uno y año por año. Se deflacionaron las cifras a efectos de homogeneizar a precios constantes de 1972. A estos efectos se usaron los índices propios de cada rama industrial (para rubros tales como cuentas a cobrar e inventarios), en otros casos por el tipo de cambio (rubros en moneda extranjera) y, en otros el índice de precios de la formación bruta de capital fijo para el caso de los activos fijos. Asimismo, los activos fijos, se valoraron en el primer año del período en base a las relaciones que se obtuvieron entre la valuación fiscal y el índice de precios de la formación bruta de capital.

De esta forma los datos que se exponen más adelante provienen de balances y otros elementos estadísticos, homogeneizados a pesos constantes de diciembre de 1972.

El tratamiento de la base estadística fue pues, motivo de nuestra mayor preocupación. El problema de la medición es esencial en todas las ciencias. En este caso, además de los aspectos ya anotados, debió agregarse la escasísima experiencia que existe en el país en el problema, específico que enfrentamos y, la poca factibilidad de aplicar metodologías desarrolladas en otros países.

Creemos haber realizado el mayor esfuerzo a nuestro alcance dentro de la realidad estadística del país. Sin embargo, sería incorrecto suponer una medición precisa. Más correcto sería considerar la investigación como una extremadamente modesta contribución al conocimiento del comportamiento económico y financiero de las empresas industriales uruguayas, tema sobre el cual a pesar de su obvia importancia, desafortunadamente se ha gastado más tiempo en discusiones que en esfuerzos investigativos.

Las consideraciones que siguen son una síntesis de al-

#### 6. Las deudas fiscales pierden significación.

En el correr del período analizado y, para todos los tramos, las deudas fiscales pierden significación como fuente de financiamiento a corto plazo.

En el tramo 1 por ej. en 1972 eran el 24% y en 1976 el 15%.

Como media para toda la industria las deudas fiscales a corto plazo financiaban en 1976 el 7% de los activos totales.

#### 7. Las deudas externas y en moneda extranjera aumentan su participación.

La importancia de las fuentes externas como fuente de financiamiento de los activos es mayor en los tramos 1 y 2, donde en 1976 eran aproximadamente el 18%, en tanto que en el tramo 3 llegaban al 10%; es destacable a nivel de todos ellos un crecimiento de la participación de las mismas en el período bajo consideración.

Para ejemplificar, en el tramo 1 pasan del 13 al 17%. Similar consideración cabe para el endeudamiento en moneda extranjera (dentro del cual las deudas externas son una parte). En el tramo 1 las deudas en moneda extranjera sobre el total de deudas es el 26%, llegando al 41% en 1976. Similar tendencia se aprecia en el tramo 2, en donde las deudas en moneda pasan a ser en 1976 el 30% de las deudas totales, en tanto que en 1972 eran el 22%.

### IV. INFORMACION DE LOS ESTADOS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS

En las últimas dos secciones se repasaron algunos aspectos salientes sobre la base de las variables de stocks, tanto de activos como de los financiamientos. En esta, se amplía la información financiera incorporando datos de los estados de fuentes y usos de fondos. A través de ellos se logra una primera aproximación de la asignación de recursos por parte de la empresa, así como su financiamiento.

En el cuadro 2, se aprecia para cada uno de los tramos de empresas las relaciones de los estados de fuentes y usos de fondos para la totalidad del período.

A partir de ellos y, en ciertos casos de otros elementos, nos parece destacable.

#### 1. Los activos corrientes han representado el principal uso de fondos.

En los tres tramos, los activos corrientes han significado el uso más importante de fondos, con un 36, 35 y 45% del total de usos para los tramos 1, 2 y 3 respectivamente.

Después de ellos, las inversiones fijas han representado el uso más importante con un 22, 35 y 22% respectivamente.

#### 2. Los dividendos superan las utilidades reales.

A nivel agregado, la generación de utilidades reales es muestra inferior a los dividendos distribuidos. Una excepción lo representa el tramo 3, tal como ilustra el

La tasa de rentabilidad obtenida fue del 8,67 %, la que en base a la metodología seguida está expresada en términos reales.

Estudios sobre otros países de tasas similares a la señalada muestran cifras algo superiores. Petrel (2) analizando el caso argentino en el período 1961-1967 llegó al 11 %. El Prof. Arnold Harberger, estudió el caso de la India (3) y Colombia (4) obteniendo el 13 % para el primer país y el 10,2 y 11,2 % para el segundo tomando hipótesis distintas de depreciaciones.

- 1) Esta misma técnica fue utilizada por el Prof. Arnold Harberger para estimar la rentabilidad de la industria en la India.
- 2) Petrel, Amalio "Rate of Return to Physical Capital in Manufacturing Industries in Argentina" Tesis doctoral, Universidad de Chicago, Set. 1971.
- 3) Harberger, Arnold C. "Investment in Man vs. Investment in Machines: The case of India".
- 4) Harberger, Arnold C. "On estimating the rate of return of capital in Colombia".

Estudiado el caso uruguayo por los Profs. A. Harberger y Daniel Wisecarver (H-W) (1) llegan a determinar la tasa de retorno privada del Sector privado para el período 1967-1971. Trabajando sobre la base del ingreso atribuible al stock de capital privado concluyen en dos estimaciones basadas en otros tantos supuestos de depreciaciones. Los promedios de las tasas anuales a que arribaron fueron el 5,83 % y 7,35 %.

La tasa obtenida en nuestro estudio del 8,67 % para el período 1973-1976 —quizás con un sentido más realista podríamos hablar del entorno 8-9 %, es superior a los hallazgos de H-W.

A la luz de ambas estimaciones realizadas a través de metodologías diferentes podemos efectuar las siguientes consideraciones:

- a) La tasa obtenida por H-W no pertenece a la industria, sino a todo el sector privado de la economía uruguaya. Es razonable suponer que la industria pueda tener, en promedio, un retorno superior a otros sectores de la economía. Algunas evidencias así lo demuestran, y
- b) Nuestro análisis abarca un período posterior, que coincide con un crecimiento de la industria a una tasa anual acumulativa del 3,5 % en tanto que para el período estudiado en el trabajo de H-W, la tasa anual de aumento fue el 1,7 %.

Luego del estudio realizado, evaluada críticamente la metodología, tomando en cuenta el tratamiento aplicado a la base estadística, podemos concluir que la tasa que hemos hallado es, en promedio, una razonable estimación a la tasa de retorno privada de la industria privada para el período analizado.

(1) Harberger, Arnold y Daniel Wisecarver "Private and Social Rates of Return in Uruguay".

# La Mañana

MONTEVIDEO, DOMINGO 6 DE AGOSTO DE 1978

## VI. ALGUNAS REFLEXIONES FINALES

Hemos visto algunos aspectos salientes del reciente comportamiento económico y financiero de las empresas industriales uruguayas.

El análisis detenido revela que las dispersiones de las observaciones en torno a las medias expuestas son, en muchos casos amplias. Las diferencias son a menudo muy apreciables entre los distintos sectores e incluso de empresa a empresa.

Estas observaciones dificultan en alto grado el establecer conclusiones que tengan una razonable generalidad. Tentaremos, sin embargo, rescatar de este panorama, algunas consideraciones que hemos relevado en el correr de la investigación con elevadas frecuencias.

1. La financiación del crecimiento de la empresa tiene su esencia en la capitalización de la misma, es decir en deudas a largo plazo más fondos propios (capitales aportados más utilidades retenidas más depreciaciones). El financiamiento a través de deudas a largo plazo es escaso y descendió en el período.

Las aportaciones de capital, tal como se vio oportunamente cumplen un papel muy reducido cuando no insignificante. Queda pues, el ahorro de la empresa como fuente de financiamiento.

En su última expresión ésta es, principalmente, función de la tasa de rentabilidad y de la política de dividendos y retención de utilidades.

La industria uruguaya en los quince años anteriores a 1972 creció a una tasa anual del 0.7 %. A la luz de los hallazgos de Harberger y Wisecarver y los nuestros, puede suponerse que ese escaso crecimiento fuera acompañado con bajas rentabilidades.

El fenómeno inflacionario que azotó al país durante el período estudiado y, quizás lo que es peor aún los niveles ampliamente cambiantes del mismo, dificultan el conocimiento de sus resultados económicos en términos reales. Aún hoy, luego de tan amplia experiencia vivida no es tan común como sería de desear conocer los resultados reales de muchas empresas.

En estas circunstancias el diseño de política de dividendos requiere suma precisión y cautela. Muchos casos fueron observados de distribución de dividendos cuando existían pérdidas reales.

Con estos elementos no llama la atención que la empresa uruguaya aparezca en promedio con un alto endeudamiento y con un parque industrial antiguo. En realidad, nos hubiera sorprendido obtener una información distinta.

2. A lo expresado puede adicionarse la presencia reciente de normas de administración tributaria más disciplinadas, con lo que las empresas perdieron, al menos en gran medida, a las deudas con el Fisco como una fuente de recursos e incluso a largo plazo.

En los últimos veinte años de la industria uruguaya algunas realidades financieras y económicas se han escondido en leyes de "consolidaciones" a mediano y largo plazo con costos negativos.

Hoy día, la empresa ha debido recurrir a sustituir esas fuentes que, en los niveles en que existían, eran un fenómeno especial del país.

3. El proceso que venimos reseñando tuvo que financiarse con pasivos corrientes y, dentro de ellos fundamentalmente con deudas bancarias en el 23,6 %, cifra apreciable comparada con los datos sobre Argentina y Estados Unidos.

En muchos casos las empresas han adoptado el financiamiento de bancos comerciales como fuente de carácter permanente, facilitado por las renovaciones permanentes y la escasa utilización de "seasonal clean up". Todo ello además de aumentar el riesgo financiero, pesa de la misma forma en cuanto al riesgo económico por la poca sensibilidad que ha mostrado en los últimos años la tasa activa de interés ante variaciones en el ritmo inflacionario.

4. Como corolario de estas observaciones, en gran cantidad de los casos observados, al ser las fuentes de largo plazo en términos reales inferior a las inversiones de largo plazo han llevado a pérdidas sistemáticas del capital de trabajo en términos reales.

5. No quisiera terminar estas notas sin efectuar alguna consideración del futuro. El comportamiento evidenciado por las empresas en el período analizado, es, en definitiva, una resultante de un estancamiento de dos décadas del país y, además en las que existieron políticas económicas cambiantes y a veces contradictorias. Es muy difícil dirigir una empresa en un medio como ese. Acaso, hasta podría pensarse en una performance aceptable para las condiciones en que tuvieron que vivir.

Para el futuro, pues, creemos que la empresa industrial uruguaya en promedio, deberá ir acercándose a patrones más internacionales de comportamiento financiero.

Sin embargo, pensamos en que para ello deberán darse algunas condiciones, algunas de las cuales serían:

a) Estabilidad y claridad de la política económica. El empresario necesita conocer la política económica gubernamental, no sólo para las decisiones de corto plazo que afectan su capital de trabajo, como ser comprar por una u otra fuente de financiamiento o fijación de precios, por ejemplo, sino que es preciso que cuente con un horizonte de estabilidad de la política para poder diseñar más adecuadamente su estrategia de inversiones, de orientación de sus negocios, etc.

En este sentido, justo es reconocerlo, ha habido un avance en los últimos tiempos.

b) Mejoramiento de la rentabilidad real.

Obviamente no es posible diseñar recomendaciones generales precisas. Ellas serían muy diferentes de un sector a otro o de una empresa a otra.

Este es uno de los aspectos que nos ha despertado mayor preocupación. En base a todo lo expuesto y, a las condiciones propias de los mercados financieros, en el proceso de mejoramiento, la rentabilidad de la empresa cumplirá un papel preponderante.

En este sentido debe tomarse en todo momento la realidad inflacionaria del país y, operar siempre sobre bases reales tomando en cuenta no sólo las variables de flujo sino también las de stocks así como la realidad fiscal del país.

c) Política de dividendos.

Ella también debe efectuarse sobre una base realista, complementándose en este sentido con lo expuesto antes.

d) Costo de financiamiento.

Debe seguir también siendo motivo de especial preocupación que el costo del financiamiento, en términos reales, siguiera patrones razonablemente esperados.

Montevideo, Julio de 1978

En este sentido la experiencia no ha sido alentadora en el período analizado, mostrándose alguna mejoría con posterioridad al mismo.

En este aspecto debemos recordar que la empresa debe operar sobre la base de rentabilidad de activos en comparación con el costo del financiamiento de los mismos, ambos, claro está, medidos en términos reales.

La empresa pues puede llegar a mejorar la rentabilidad de los activos en base al diseño de estrategias adecuadas, sin embargo ello es sólo una parte del problema. Aun empresas altamente eficientes pueden ver dificultada su viabilidad con costos de financiamiento del 30% anual en términos reales.

**CUADRO 1**  
**BALANCES AGREGADOS**  
RELACIONES PORCENTUALES

	URUGUAY 1/		1976	Argentina 2/	EE. UU. 3/
ACTIVO	Tramo 1	Tramo 2	Tramo 3	Promedio	
Disponibilidades .....	3.8	4.8	6.5	4.9	4.2
Valores negociables .....	1.8	1.2	0.7	1.2	4/
Créditos .....	26.5	35.5	25.5	30.8	26.9
Inventarios .....	30.8	30.4	32.1	30.9	24.8
Otros Act. corrientes .....	1.2	1.6	1.3	1.4	1.7
Total Act. corrientes .....	66.1	73.5	66.1	69.2	59.6
Inversiones .....	1.6	0.1	5.0	1.7	2.6
Activo Fijo neto .....	29.3	25.9	28.0	27.7	37.9
Otros Act. no corrientes .....	3.0	0.5	0.9	1.4	4/
Total Activos .....	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>PASIVO</b>					
Deudas comerciales .....	12.0	20.0	22.7	18.1	18.4
Deudas bancarias .....	32.8	23.5	13.6	23.6	10.8
Deudas financieras .....	1.9	1.4	0.7	1.2	8.8
Deudas fiscales .....	6.0	8.6	4.3	7.3	3.0
Otros Pas. Corrientes .....	7.2	3.6	6.1	5.2	2.3
Total Pasivos Corrientes .....	59.9	57.1	47.4	55.4	43.3
Deudas a largo plazo .....	17.6	13.6	7.6	13.4	16.6
Total de deudas .....	77.5	70.7	55.0	68.8	59.9
Patrimonio neto .....	22.5	29.3	45.0	31.2	40.1
Total Pasivos .....	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

- 1/ R. Pascale, Op. CIL.  
2/ FIEL.  
3/ U.S. Federal Trade Commission.  
4/ Incluido en otros activos corrientes y no corrientes respectivamente.  
5/ Incluido en otros activos no corrientes.  
6/ Incluido en otros pasivos corrientes.

**CUADRO 2**  
**URUGUAY - FUENTES Y**  
**USOS DE FONDOS 1972-1976**  
RELACIONES PORCENTUALES

FUENTES	Tramo 1	Tramo 2	Tramo 3
1. Fuentes Internas .....	43.84	37.61	66.73
Utilidades .....	16.88	15.65	54.53
Depreciaciones .....	26.96	21.75	14.20
2. Aportes de capital .....	1.99	3.77	3.03
3. Endeudamiento .....	48.53	37.06	27.90
Deudas bancarias a c.p. ....	44.70	29.38	—
Deudas comerciales a c.p. ....	3.43	5.65	18.63
Otros pasivos a c.p. ....	0.40	0.40	9.27
Deudas a largo p. ....	—	1.63	—
4. Reducción de activos .....	5.64	21.58	0.34
Otros activos corrientes ..	2.63	—	—
Otros activos no corrientes ..	3.01	0.96	—
Activos no corrientes .....	—	—	0.34
Disponibilidades .....	—	14.56	—
Inversiones .....	—	6.04	—
<b>USOS</b>			
1. Activos corrientes .....	35.74	35.01	43.35
Disponibles .....	0.63	—	3.96
Valores negociables .....	8.33	1.55	0.56
Créditos .....	7.49	9.10	15.0
Inventarios .....	19.29	23.31	24.95
Otros Act. corr. ....	—	1.05	0.88
2. Inversiones (excl. c. p.) .....	3.88	—	0.88
3. Inversiones fijas .....	22.28	31.54	21.58
4. Reducción deudas .....	14.06	6.58	14.20
Financieras c. pl. ....	0.80	3.58	0.59
Fiscales c. p. ....	3.48	—	—
Pasivo a l. p. ....	9.78	—	11.21
Bancarias c. p. ....	—	—	2.40
Otras c. p. ....	—	2.98	—
5. Dividendos .....	22.04	26.89	17.99