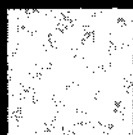


BANCO CENTRAL DEL URUGUAY



inversión, financiamiento
y rentabilidad de la industria
manufacturera uruguaya. (1972-1976)
marzo 1978

comportamiento financiero
industria manufacturera uruguaya.
(1977-1980) enero 1982

MONTEVIDEO

1982

ricardo pascale

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

**“INVERSION, FINANCIAMIENTO
Y RENTABILIDAD DE LA INDUSTRIA
MANUFACTURERA URUGUAYA.
(1972 - 1976)”**

Marzo 1978

**“COMPORTAMIENTO FINANCIERO
DE LA INDUSTRIA
MANUFACTURERA URUGUAYA.
(1977 - 1980)”**

Enero 1982

Ricardo Pascale

MONTEVIDEO

1982

SUMARIO

INVERSION, FINANCIAMIENTO Y RENTABILIDAD DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA URUGUAYA (1972 - 1976)

Marzo 1978.

1. Introducción	9
2. Metodología	10
3. Estructura de activos	14
4. Estructura del financiamiento	21
5. Fuentes y usos de fondos	29
6. Rentabilidad	33
7. Una apreciación global	38

Anexos

1. Nómina de empresas incluidas en la muestra definitiva	44
2. Formulario de Encuesta	45

COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA URUGUAYA (1977 - 1980)

Enero 1982.

1. Introducción	51
2. Breves consideraciones metodológicas	52
3. Estructuras de activos y del financiamiento	52
4. Rentabilidad	74
5. Fuentes y usos de fondos	78
6. Balances agregados de la Industria Manufacturera	86
7. Sumario de hallazgos	89

Anexos

1. Metodología	93
2. Nómina de empresas incluidas en la muestra definitiva	97
3. Formulario de Encuesta	99

PRESENTACION

Esta publicación incluye dos trabajos sobre finanzas de empresas uruguayas.

Ellas son:

1. "Inversión, financiamiento y rentabilidad de la Industria Manufacturera Uruguaya. 1972 - 1976" de marzo de 1978, y
2. "Comportamiento financiero de la Industria Manufacturera Uruguaya. 1977 - 1980" de enero de 1982.

El primero de los trabajos se llevó a cabo mediante el apoyo del Banco Central del Uruguay y la Organización de Estados Americanos, en tanto que el segundo con la cooperación del Banco Central del Uruguay.

Los trabajos estudian la realidad nacional de la industria manufacturera en cuanto a la estructura de la inversión, del financiamiento, las fuentes y usos de fondos así como la rentabilidad de las empresas.

En el segundo de los trabajos, se efectúan algunas consideraciones más detalladas a nivel de ramas industriales, respecto a estructuras de activos y financiamientos.

Asimismo, en lo relativo a la rentabilidad se presentan aproximaciones a nivel de ramas y de empresas industrialmente consideradas.

Los trabajos fueron realizados por Ricardo Pascale, quien es Profesor Titular de Finanzas de Empresas de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración.

**INVERSION, FINANCIAMIENTO Y RENTABILIDAD
DE LA
INDUSTRIA MANUFACTURERA URUGUAYA
1972 - 1976**

Marzo 1978

1. INTRODUCCION

Los objetivos del trabajo se centran en el conocimiento de algunos de los principales aspectos financieros del estrato fabril de la industria manufacturera privada uruguaya.

Los mismos quedaron definidos de la siguiente forma:

1. Análisis de las estructuras de financiamiento y de activos de las empresas.
2. Análisis de los estados de fuentes y usos de fondos de las empresas, y
3. Análisis de la rentabilidad de las mismas.

Entre los elementos tomados en consideración para su definición podemos destacar a los propios objetivos del Grupo Asesor de Mercado de Capitales. la práctica inexistencia de tratamientos razonablemente rigurosos sobre el tema en la realidad nacional, así como las características de diversos trabajos efectuados en otros países.

Con el primero de los objetivos se busca conocer la forma en que las empresas han constituido su inversión, qué proporción tiene cada uno de los activos dentro de ella y qué mutaciones han sufrido dentro del período analizado. El estudio del financiamiento de esas inversiones complementa este primer objetivo y a través del mismo se trata de conocer entre otros aspectos, cuál es la proporción de deudas a fondos propios, de financiamientos obtenidos en el exterior con respecto a locales, la importancia de las distintas fuentes de financiamiento, la mezcla dentro del endeudamiento entre corto y largo plazo así como la importancia relativa de las fuentes espontáneas y negociadas. La evolución del capital de trabajo también será cubierto dentro de este primer objetivo.

El segundo de los objetivos, relativo a los estados de fuentes y usos de fondos, apunta a detectar en qué forma la empresa ha venido utilizando dentro del período sus fondos y en qué forma los ha financiado. Entre otros aspectos interesa llegar a establecer las proporciones del autofinanciamiento de las empresas. en qué manera una determinada realidad en materia de mercados financieros ha condicionado ciertos comportamientos de las empresas, cuáles son las fuentes a que han accedido, así como también cuáles son las principales utilizaciones de fondos.

El tercer objetivo trata de la rentabilidad de la industria manufacturera privada. Este aspecto, particularmente importante, se trata a través de los capitales privados aportados.

El trabajo se desarrolla en seis secciones más. La sección 2 se destina a efectuar un repaso de la metodología utilizada, ingresando luego al estudio de la estructura de los activos (sección 3), del financiamiento (sección 4), los estados y fuentes y usos de fondos (sección 5) y la rentabilidad (sección 6).

Las secciones 2 a 6 tienen un alto contenido descriptivo, reservándose la sección 7 a una apreciación global interpretativa de la evolución reseñada en el correr del trabajo.

2. METODOLOGIA °

2.- Período.

El período que abarca el estudio correspondiente al quinquenio 1972 - 1976.

Factores de distinta índole influyeron en su determinación. Dentro de los más significativos merecen citarse, los importantes cambios ocurridos en la conducción económica del País en el período; la realidad nacional en cuanto al tipo de información a solicitar y la factibilidad de su obtención en años anteriores al período, y la existencia de algunos estudios —aunque de tipo más exploratorios— que investigaron períodos anteriores.

2.2 Sector objeto de estudio.

El sector objeto del estudio correspondió al sector fabril de las Industrias Manufactureras definiéndose al Universo de la muestra como el "Conjunto de empresas privadas que realizan actividad manufacturera y que ocupaban a 10 o más personas a la fecha del Censo Económico de 1968".

Para la selección de la muestra la única información disponible de cobertura total con que se contó fue el padrón de empresas especialmente preparado por la Dirección General de Estadísticas y Censos a los efectos del Censo Económico Nacional del año 1968. Desde esa fecha hasta el presente no ha existido otro registro y obviamente, no hay sistemas instaurados en el

El presente estudio se encuadró, a la metodología preparada previamente a tales efectos. Análisis del financiamiento de la empresa privada en el Uruguay - Metodología, Cr. Ricardo Pascale, Montevideo. Uruguay 1977.

País del tipo de "Registro permanente o vivo". El citado registro del año 1968 aparte de los datos de individualización solamente incluye la variable de ocupación por empresa. Ello prácticamente limitó la posibilidad de aplicar otro tipo de variable auxiliar en el muestreo como no sea la que deriva de la ocupación. Simultáneamente, limitó la aplicación de coeficientes de expansión en algún tipo de variable financiera que se relaciona más estrictamente con el nivel de ventas o el valor de producción.

A nivel de la selección de la muestra, sin embargo, debe reconocerse que por lo menos, en el ámbito de la industria manufacturera existe una correlación bastante fuerte entre el volumen de personal ocupado y la dimensión de la empresa.

2.3 Muestra

La muestra se realizó a partir de una estratificación que contempló:

- a) Empresas con 200 y más obreros ocupados (tramo 1).
- b) Empresas que ocupaban entre 50 y 199 obreros (tramo 2).
- c) Empresas que ocupaban entre 10 y 49 obreros (tramo 3).

A su vez, dentro de estos tramos de ocupación se contemplaron las principales ramas industriales.

Se partió de un tamaño muestral predeterminado de aproximadamente 120 unidades tipo establecimientos.

El criterio utilizado fue el de "afijación óptima" utilizando estimadoras de la dispersión por estratos, a partir de un sondeo previo. Este sondeo se derivó de la muestra de establecimientos industriales que utiliza el Banco Central del Uruguay a los efectos de la encuesta trimestral sobre nivel de actividad de la industria.

Dado que se partió de un registro de establecimientos hubo necesidad de efectuar una tarea de depuración a fin de evitar la repetición de empresas. Como se indicó anteriormente, el tamaño muestral fue de 120 empresas. Una vez efectuada la tarea de depuración dicho tamaño quedó en 114 empresas.

Corresponde destacar que el estudio definitivo no incluyó algunas empresas cuyo cuestionario llegó fuera de plazo. Por lo tanto, los resultados de la encuesta aquí presentados se refieren a 105 empresas, cuyo detalle se incluye en Anexo 1.

Los porcentajes definitivos de coberturas quedaron situados en los siguientes:

CUADRO 2.1

COBERTURA DE LA MUESTRA

Porcentajes que relacionan la ocupación de la muestra efectivamente relevada con el total de ocupación del Universo.

RAMAS / TRAMOS	1	2	3	TOTAL
	200 y +	50 - 199	10 - 49	
201 — I. FRIGORIFICA	100 %			100 %
204				
209 — RESTO I. ALIMENTICIA	90,7 %	7,9 %	1,9 %	15,5 %
21 — I. DE LA BEBIDA	100 %	25,8 %	2,6 %	46,8 %
22 — I. DEL TABACO		49,6 %		49,6 %
23 — I. TEXTIL	100 %	12,1 %	5,0 %	53,7 %
24 — I. DE CONFECCIONES Y CALZADO ...	70,4 %	5,4 %	3,9 %	15,1 %
29 — I. DE CURTIEMBRE	66,8 %	27,3 %	12,6 %	35,9 %
31 — I. PROD. QUIMICOS	100 %	7,6 %	4,9 %	15,7 %
33 — I. MAT. DE LA CONSTRUCCION	100 %	13,6 %	2,8 %	29,7 %
RESTO	100 %	2,7 %	0,6 %	18,5 %
TOTAL	97,1 %	9 %	2,5 %	33,6 %

2.4 Cuestionarios.

El cuestionario utilizado para la encuesta conjuntamente con la planilla de instrucciones se incluyen en el Anexo N° 2. Corresponde destacarse que se mantuvo un asesoramiento permanente con las empresas para ayudar y dar unidad de criterio en el llamado del cuestionario. Igualmente se solicitó a las empresas —y se obtuvo en la mayoría de los casos— estados contables patrimoniales y de resultado, para el período, lo que ayudó en la labor de crítica de los formularios.

2.5 Tratamiento de la Información.

2.5.1 Fecha de cierre de balances.

El criterio utilizado fue el de tomar como cifras correspondientes al ejercicio de cada año, las del balance y cuentas de re-

sultados cerrados entre el 30 de junio de ese año y el 29 de junio del año siguiente.

Lógicamente, con el procedimiento descrito en el apartado "cifras a precios constantes", se valoraron todas las cifras a precios de diciembre de 1972.

2.5.2 Cifras a precios constantes.

Se siguió un procedimiento en 3 etapas:

- a) Valuación a precios constantes de diciembre de 1972 de todos los rubros de activo y pasivo de cada empresa. Para ello se aplicaron los siguientes procedimientos.
 - i) Activos y pasivos corrientes. Deflación por el índice mayorista de la rama correspondiente.
 - ii) Inversiones, otros activos y pasivos a largo plazo en M/N. Deflación por el índice de precios de consumo.
 - iii) Activos y pasivos en M/E. Valuación de la moneda extranjera al tipo de cambio financiero vendedor de diciembre de 1972.
 - iv) Activos fijos. Para el año 1972, se ajustó el valor fiscal por el coeficiente 1.3516 (relación obtenida entre el valor fiscal y el valor real, según se describiera en la metodología original). Para los años siguientes, se ajustó dicho valor por compras y ventas a precios de diciembre de 1972, según se detalla en el punto siguiente.
 - v) Compras y ventas de activos fijos. Compras; deflación de valores corrientes por el índice implícito de precios de inversión bruta fija.
Ventas; partiendo de los datos a valor fiscal, se multiplicaron por 1.3516 para llevarlos a valor real, y luego se deflactaron por el índice de precios de la inversión bruta fija.
 - vi) Amortización acumulada de activos fijos. Para el año 1972, se ajustó el valor fiscal por el coeficiente 1.3516 para llevarla a valor real. Para los años siguientes, se acondicionó la amortización del año, calculada sobre los saldos de activos fijos al cierre

del ejercicio anterior, a las tasas de 2 % y 5 % anual para construcciones y equipos respectivamente ⁽¹⁾.

- b) El patrimonio neto, a precios constantes, se calculó luego como la diferencia de activo menos pasivo a precios constantes, computado según el procedimiento detallado en a).
- c) Para los estados de fuentes y usos de fondos se computaron los incrementos anuales de los rubros de activo y pasivo referidos, además de los siguientes conceptos a precios constantes:
 - i) Dividendos en efectivo. Su valor a precios de diciembre de 1972 resultó de deflactar los valores corrientes por el índice mayorista de la agrupación industrial correspondiente.
 - ii) Aportes de capital. Se deflactaron por el mismo procedimiento.
 - iii) Utilidades. Este concepto se calculó de la siguiente manera: Utilidades (año t a $t + 1$) Incremento del patrimonio neto menos Aportes de capital (t a $t + 1$) más Dividendos pagados en efectivo (t a $t + 1$).

Corresponde destacar que los conceptos incluidos en i, ii e iii, que corresponden a flujos anuales, fueron deflactados con índices promedios anuales que coinciden en cada caso con el de la fecha del ejercicio del balance.

3. ESTRUCTURA DE ACTIVOS

En esta sección se efectúa el análisis de los activos de las empresas manufactureras. El mismo se realiza por tramos. Cuando se consideró oportuno se comentaron algunas características a nivel de rama. ⁽²⁾

(1) Estos coeficientes de amortización corresponden a las tasas utilizadas en otros estudios a nivel de la industria manufacturera. Véase "El Desarrollo Industrial de América Latina - Uruguay" CIDE, presentado por CEPAL, 1967 al Simposio Internacional sobre Desarrollo Industrial UNIDO, Atenas 1967.

(2) En el Apéndice Estadístico del trabajo original aparecen en nuevos pesos constantes de diciembre de 1972, además de los balances agregados por tramos, los correspondientes a cada una de las ramas consideradas dentro de ellos.

3.1 Tramo 1.

Como ya se expuso en la sección 2, en este tramo se incluye la rama "Industrias Alimenticias" compuesta fundamentalmente por los frigoríficos exportadores. La evolución económica y financiera de estos últimos ha sido muy particular. De una situación financiera altamente comprometida para la que debió instaurarse un régimen financiero especial para el sector ⁽³⁾ y de rentabilidades negativas que llevaron en algún caso a la existencia de patrimonios también negativos, ha pasado a rentabilidades positivas en ciertos casos altas que han cambiado lógicamente la situación financiera. Los grandes cambios que ha mostrado la evolución de la rama frigorífica ha hecho que en el estudio del tramo 1 se presenten los datos totales obtenidos para el tramo y, luego excluyéndola.

Los cuadros 3.1 y 3.2 muestran un conjunto de relaciones seleccionadas, que nos permiten efectuar las siguientes consideraciones.

- a) Los activos corrientes representan la proporción mayoritaria con relación a los no corrientes. Para el total del tramo en el período analizado oscilan entre el 57 % (1973) y el 66 % (1976) del total de activos. Esta proporción es más importante si se elimina la rama alimenticia (cuadro 3.2), en cuyo caso los extremos son 70,68 % (1973) y 75,68 % (1976). Las diferencias entre ambas series de proporciones se explica en función de los menores inventarios y créditos que muestra la rama alimenticia en nuestro país.
- b) Aunque leve, los activos corrientes muestran en el correr del período un aumento de su participación dentro de los activos totales. Concomitantemente con esta evolución experimentada en los activos corrientes, los activos fijos netos han decaído. Es decir, la reposición de activos fijos no ha llegado a alcanzar las depreciaciones.
- c) Sin tomar en consideración la rama alimenticia el activo más importante está representado por las existencias, para los cinco años considerados, llegando a un máximo del 38,96 % (1975) y un mínimo de 32,87 (1972). El activo que le sigue en importancia son los créditos, participando con extremos de 30,68 % (1972) y 27,58 % (1973). Los activos fijos —ampliando lo expresado antes— vienen perdiendo significación, pasando del 24,88 (1972) a 20,67 % (1976).

(3) El mismo fue instituido por el decreto 402/971 de 30 de junio de 1971.

CUADRO 3.1

TRAMO 1

ESTRUCTURA DE ACTIVOS

Relaciones seleccionadas (%)

	1972	1973	1974	1975	1976
Act. corrientes / Act. totales	60,43	57,53	62,69	63,47	66,06
Act. no corrientes / Act. totales	39,53	42,47	37,31	36,53	33,94
Disp. / Activos totales	4,24	3,36	2,54	2,65	3,79
Val. Negoc. / Act. totales	0,30	0,35	0,84	1,01	1,81
Créditos / Act. totales	27,23	25,71	29,00	26,79	28,53
Inv. / Act. totales	23,36	24,54	27,52	31,45	30,73
G. P. por Antic. / Act. totales	5,41	3,62	2,90	1,57	1,21
Act. Fijos / Act. totales	30,76	36,95	32,20	30,82	29,20
Disp. / Act. corr.	7,02	5,83	4,06	4,18	5,74
Val. Negoc. / Act. corr.	0,50	0,60	1,32	1,59	2,74
Créditos / Act. corr.	45,03	44,59	46,25	42,21	43,20
Inv. / Act. corr.	38,52	42,69	43,76	49,55	46,50
G. P. por Antic. / Act. corr.	8,95	6,28	4,62	2,46	1,83
Act. fijos / Act. no corr.	77,8	87,0	86,31	84,38	86,05

CUADRO 3.2

TRAMO 1 Sin Ind. Alimenticia

ESTRUCTURA DE ACTIVOS

Relaciones seleccionadas (%)

	1972	1973	1974	1975	1976
Act. corrientes / Act. totales	72,12	70,68	72,77	74,62	75,68
Act. no corrientes / Act. totales	27,88	29,32	27,23	25,38	24,32
Disp. / Activos totales	5,27	4,07	3,23	3,64	4,93
Val. Negoc. / Act. totales	0,62	0,68	1,45	1,74	3,37
Créditos / Act. totales	30,68	27,58	29,41	28,43	29,97
Inv. / Act. totales	32,87	36,53	37,05	38,96	35,90
G. P. por Antic. / Act. totales	2,67	1,82	1,62	1,85	1,50
Act. Fijos / Act. totales	24,88	26,63	23,63	20,69	20,67
Disp. / Act. corr.	7,31	5,76	4,44	4,87	6,51
Val. Negoc. / Act. corr.	0,86	0,96	2,0	2,34	4,45
Créditos / Act. corr.	42,54	39,02	40,41	38,10	39,60
Inv. / Act. corr.	45,57	51,68	50,92	52,21	47,45
G. P. por Antic. / Act. corr.	3,71	2,58	2,27	2,48	1,99
Act. fijos / Act. no corr.	89,2	90,8	86,76	81,49	84,99

- d) Las disponibilidades muestran un cierto decrecimiento como parte de las inversiones totales de las empresas hacia los años 1973, 1974, y 1975, mostrando un aumento hacia 1976.
Para el total del tramo la máxima se produce en 1972 con un 4,24 % y el mínimo valor en 1974 con 2,54 %. Estas cifras sin contar la industria alimenticia son en los mismos años 5,27 % y 3,23 %.
- e) Es asimismo claramente detectable el crecimiento de los activos constituidos por valores negociables que engloba el conjunto de inversiones de corto plazo que la empresa adquiere en los mercados financieros. Sin contar la industria alimenticia, su participación pasa de un 0,62 % (1972) a un 3,37 % (1976).
- f) En las diferentes ramas la participación de los activos corrientes tiene variaciones a veces significativas. La Industria del cuero (sin calzado) y la fabricación de calzado, prendas de vestir y otros artículos confeccionados con textiles supera en muchos años el 90 %; en tanto que en la fabricación de productos y sustancias químicas, bebidas y productos minerales no metálicos oscilan entre el 30 y el 40 %.
La industria textil y varios ocupan un lugar intermedio situándose en la mayor parte de las observaciones entre el 70 y el 80 %. La frigorífica entre el 50 y 60 %.

3.2 Tramo 2.

En el cuadro N° 3.3 se exponen las relaciones seleccionadas correspondientes al tramo. De ellas pueden extraerse las siguientes conclusiones:

- a) La participación de los activos corrientes en el total de los mismos aparece —en forma similar— al tramo 1 como la de mayor importancia, terminando en el período analizado en el 73,57 %.
A diferencia del mismo, sin embargo la participación se mantiene en general en torno a la cifra con que termina. La explicación aparece seguidamente.
Los activos totales para la muestra analizada muestran para el total del período un ligero crecimiento (M nuevos pesos 31.297 en 1972 y M N\$ 33.797 en 1976). El mismo fue acompañado tanto por los activos corrientes como por los fijos. Los primeros comenzaron con M nuevos pesos 22.668 y terminan en 1976 con 24.886, en tanto que los segundos crecen también pasando en términos netos de M N\$ 7.663 a M N\$ 8.717.

- b) El activo que más participa en el total son los créditos hacia los extremos del período (35,2 % en 1972 y 35,48 % en 1976), en tanto en el período intermedio aparecen de una magnitud similar a los inventarios, en especial en 1974 y 1975 con una participación en torno al 32 % del total de cada uno.
- c) Si bien la inversión en los activos más líquidos (caja y valores negociables) viene decreciendo durante el período, de un 10,91 % en 1972 a un 6,02 % en 1976, es detectable que ella es en general durante el período analizado superior a la del tramo 1. En efecto la media para el tramo 2 es del 7,78 %, en tanto que para el tramo 1 es el 5,78 %.
- Cabe aún una observación. Mantienen más activos líquidos, pero sin mostrar en el período inversiones rentables apreciables (con excepción de 1976). Es decir se optó en general por mantener las reservas de caja en su expresión más líquida mostrando una postura menos arriesgada aunque seguramente sacrificando rentabilidad.
- d) Las disponibilidades van perdiendo importancia a medida que avanza el período considerado. Los activos corrientes en general mantienen su participación. El cambio se produce principalmente hacia existencias. Estas últimas que en 1972 eran el 24,82 %, en 1975 llegaban al 33,9 %.

CUADRO 3.3

TRAMO 2

ESTRUCTURA DE ACTIVOS

Relaciones seleccionadas (%)

	1972	1973	1974	1975	1976
Act. corrientes / Act. totales	72,43	69,59	73,35	74,0	73,57
Act. no corrientes / Act. totales	27,57	30,41	26,65	26,0	26,43
Disp. / Activos totales	10,21	8,37	6,42	5,34	4,82
Val. Negoc. / Act. totales	0,7	0,95	0,6	0,3	1,2
Créditos / Act. totales	35,20	28,41	32,54	32,4	35,48
Inv. / Act. totales	24,82	30,34	32,35	33,9	30,39
G. P. por Antic. / Act. totales	1,43	1,52	1,47	1,99	1,66
Act. Fijos / Act. totales	24,48	26,95	24,66	25,0	25,79
Disp. / Act. corr.	14,09	12,03	8,75	7,22	6,55
Val. Negoc. / Act. corr.	1,06	1,38	0,87	0,38	1,64
Créditos / Act. corr.	48,60	40,82	44,37	43,78	48,23
Inv. / Act. corr.	32,27	45,59	44,11	45,94	41,32
G. P. por Antic. / Act. corr.	1,98	2,18	1,91	2,69	2,26
Act. fijos / Act. no corr.	88,80	88,62	92,52	96,14	97,60

- e) Los activos corrientes como porcentaje del total de activos es superior en la industria del calzado (entre el 83 y 90 %) que en la alimenticia (71 a 80 %), la del tabaco (65 a 68 %) productos minerales no metálicos (50 - 60 %) o bebidas (64 - 72 %).

3.3 Tramo 3.

El cuadro 3.4 resume la información referente a la estructura de activos tramo 3.

Del mismo pueden establecerse:

- a) La proporción de los activos corrientes aparece menor que en los tramos anteriormente analizados, terminando en 1976 en el 66,2 %, luego de comenzar (1972) con un 61,3 %.
- b) El crecimiento de los activos totales es apreciable en el período. Medido en términos reales crecen un 25,8 % (para la muestra M N\$ 4.891 en 1972 y M N\$ 6.155 en 1976).
Este crecimiento derivado de un incremento en los niveles de actividad, es mayor que en los otros tramos.

CUADRO 3.4

TRAMO 3

ESTRUCTURA DE ACTIVOS

Relaciones seleccionadas (%)

	1972	1973	1974	1975	1976
Act. corrientes / Act. totales	61,3	60,3	62,7	67,0	66,2
Act. no corrientes / Act. totales	38,7	39,7	37,3	33,0	33,8
Disp. / Activos totales	6,3	5,8	5,35	8,35	6,53
Val. Negoc. / Act. totales	6,7	1,62	0,2	0,8	0,76
Créditos / Act. totales	24,90	26,43	27,56	25,33	25,57
Inv. / Act. totales	28,32	25,61	28,15	31,55	32,12
G. P. por Antic. / Act. totales	32	34	30	28	28
Act. Fijos / Act. totales	1,1	0,8	0,9	1,0	1,2
Disp. / Act. corr.	10,27	9,62	8,53	12,46	9,87
Val. Negoc. / Act. corr.	1,13	1,6	1,2	1,18	1,15
Créditos / Act. corr.	41	43,8	44,9	37,79	39
Inv. / Act. corr.	46,3	42,46	45,1	47,1	49,7
G. P. por Antic. / Act. corr.	1,8	1,4	1,4	1,5	1,82
Act. fijos / Act. no corr.	0,82	0,85	0,83	0,85	0,83

En efecto, los números en % han sido para el período analizado:

Tramo 1 (*)	11,8
Tramo 2	7,99
Tramo 3	25,8

(*) Sin considerar industria alimenticia.

El aumento del nivel de actividad induce corrientemente a un incremento en los niveles de inversión en activos corrientes con mayor elasticidad que en el caso de los activos fijos. En este tramo parece confirmarse. Los activos corrientes crecen un 35,9 %, en tanto que los activos fijos lo hacen en un 14,5 %.

Una comparación con los otros tramos se expone seguidamente:

	Crecimiento de activos corrientes	Crecimiento de activos fijos
Tramo 1	17,33	-7,64
Tramo 2	9,7	13,75
Tramo 3	35,9	14,5

(*) Sin considerar industria alimenticia.

- c) En cuanto al activo que ocupa la mayor inversión se produce una evolución en el correr del período. En efecto hacia el comienzo (1972) los activos fijos representaban el activo más importante con un 32 %. Al terminar el período (1976) el activo de mayor importancia eran los inventarios con un 32,12 %.
- Este comportamiento es propio de empresas que están en proceso de crecimiento.
- d) Es detectable a nivel de este tramo una menor presencia de activos fijos amortizados.

Los datos para los tres tramos son los siguientes:

	% Act. Fijos amort. (1972)	% A. F. amort. (1976)
Tramo 1	53	62,5
Tramo 2	42,8	48,1
Tramo 3	29,87	36,6

Es probable que incida en este aspecto una mayor juventud de algunas empresas que muestran alto dinamismo en el tramo 3.

- e) Cabe señalar que los activos más líquidos significan una proporción apreciable del total, con una media del 7,4 %. Los datos obtenidos muestran una escasa sensibilidad en la administración de las reservas de caja con miras a obtener una mayor rentabilidad.

ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO

Esta sección se destina al desarrollo —en un enfoque básicamente descriptivo— de las estructuras de financiamiento de las empresas manufactureras.

4.1 Tramo 1.

Por las razones expuestas en 3.1 los datos de este tramo se presentan para el total del mismo y, luego excluyendo la industria alimenticia. En los cuadros 4.1 y 4.2 se resume la información obtenida, a partir de la cual extraemos las conclusiones que se exponen seguidamente.

- a) La mezcla deudas / fondos propios en el financiamiento de las empresas alcanza, para el tramo tomado en su conjunto, altas participaciones de las deudas con un máximo del 84,63 % en 1975 y un mínimo del 76,57 % en 1974.

En esta evolución pesa en forma apreciable la industria alimenticia y dentro de ella la frigorífica, que ha mostrado incluso en varios casos existencia de patrimonios negativos y, para lo cual existe —como ya se recordó— un régimen financiero especial.

La participación del endeudamiento excluyendo la industria alimenticia, muestra una máxima del 69,83 % en 1975 y un mínimo del 60,67 % en 1972.

- b) Las proporciones de pasivos corrientes y a largo plazo con respecto a los activos son diferentes cuando se excluye la industria alimenticia, las que son 44,84 % y 15,83 % en 1972 y terminan el período en 55,04 % y 10,92 %.

Dadas las características especiales del financiamiento de la industria frigorífica, las consideraciones que continúan se refieren al tramo sin la industria alimenticia. Cuando se consideró necesario se efectuaron referencias a ellas.

CUADRO 4.1
TRAMO 1
ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO
Relaciones seleccionadas (%)

	1972	1973	1974	1975	1976
Deudas / Activos totales	77,10	78,67	76,57	84,63	77,56
Pasivo a l. plazo / Act. totales	33,76	31,03	23,68	21,55	17,65
Fondos propios / Act. totales	22,90	21,33	23,43	15,37	22,44
Deudas comerc. / Pas. corr.	30,69	24,74	23,07	26,85	20,14
Deudas banc. / Pas. corr.	35,75	46,37	53,10	51,42	54,68
Deudas financ. / Pas. corr.	5,58	3,62	2,58	2,85	3,15
Deudas fisc. y Seg. Soc. / Pas. corr.	15,22	13,31	10,56	8,64	10,98
Otros Pas. c. p. / Pas. corr.	12,76	11,96	10,70	10,22	11,95
Deudas banc. a l. p. / Pas. a l. p.	43,92	39,13	39,00	53,37	57,63
Deudas financ. a l. p. / Pas. a l. p.	18,48	21,07	20,15	23,01	23,97
Deudas fisc. y Seg. Soc. / Pas. a l. p.	18,04	12,52	10,62	7,45	3,38
Otras deudas a l. p. / Pas. a l. p.	5,94	2,91	7,86	11,98	9,11
Deudas externas / Total de Act.	17,85	22,83	18,34	18,14	15,39
Deudas externas / Total de deudas	23,15	29,02	23,95	21,44	19,84
Deudas ext. a c. p. / Deudas ext.	38,03	42,41	37,95	56,97	51,08
Deudas ext. a l. p. / Deudas ext.	61,97	57,59	62,05	43,03	48,92
Deudas en M/E / Total de deudas	30,59	40,99	35,18	37,34	42,26
Capital de trabajo	36416,80	17060,50	18676,3	750	12152,70
(M N\$ dic. 1972)					
Razón corriente	1,40	1,21	1,19	1,01	1,10

CUADRO 4.2
TRAMO 1 Sin Ind. Alimenticia
ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO
Relaciones seleccionadas (%)

	1972	1973	1974	1975	1976
Deudas / Activos totales	60,67	65,26	64,74	69,83	65,96
Pasivo corriente / Act. totales	44,84	50,56	52,84	57,51	55,04
Pasivo a l. plazo / Act. totales	15,83	14,70	11,92	12,32	10,92
Fondos propios / Act. totales	39,33	34,74	35,26	30,17	34,04
Deudas comerc. / Pas. corr.	30,19	31,92	31,88	35,70	25,83
Deudas banc. / Pas. corr.	28,03	36,53	40,97	39,68	47,84
Deudas financ. / Pas. corr.	5,0	3,34	3,25	2,23	3,16
Deudas fisc. y Seg. Soc. / Pas. corr.	23,71	17,77	14,4	13,64	14,6
Otros Pas. c. p. / Pas. corr.	10,69	10,44	9,53	8,76	8,03
Deudas banc. a l. p. / Pas. a l. p.	20,30	28,50	31,38	32,56	40,82
Deudas financ. a l. p. / Pas. a l. p.	11,72	14,82	15,0	28,53	34,0
Deudas fisc. y Seg. Soc. / Pas. a l. p.	55,69	38,60	35,11	19,22	8,34
Otras deudas a l. p. / Pas. a l. p.	11,54	15,32	14,75	15,30	9,16
Deudas externas / Total de Act.	13,0	19,1	14,9	21,72	17,33
Deudas externas / Total de deudas	21,42	29,22	23,03	31,1	26,25
Deudas ext. a c. p. / Deudas ext.	83,97	86,65	80,4	75,01	66,13
Deudas ext. a l. p. / Deudas ext.	16,03	13,35	19,6	24,99	33,87
Deudas en M/E / Total de deudas	25,73	40,0	31,16	42,14	40,81
Capital de trabajo	25,700	17254,5	18482,3	17592	21734,7
Razón corriente	1,61	1,4	1,38	1,30	1,38

- c) El tramo muestra un endeudamiento creciente, y, lo que es propio de la realidad nacional, con una baja participación del endeudamiento a largo plazo. La tendencia es por el contrario a que el endeudamiento a largo plazo va perdiendo significación en el correr del período ganándola los pasivos corrientes.

Las necesidades financieras derivadas del crecimiento que experimentaron sus activos fueron financiadas con un mayor endeudamiento. Las deudas totales para la muestra eran a diciembre de 1972 M N\$ 57.216 en tanto que al final del período llegaban a M N\$ 69.478, ambas valuadas a pesos del 31 de diciembre de 1972. Junto a ese panorama los fondos propios en términos reales sufren una ligera disminución.

La presencia de una proporción cada vez mayor de deudas corrientes, vienen a sustituir o a cubrir las necesidades de financiamientos permanentes. Ciertas prácticas locales hacen transformar en los hechos, algunos financiamientos, en especial los bancarios, que son típicamente de corto plazo en fuentes de largo plazo o al menos de mediano. La solución adoptada, es sin embargo riesgosa y muy a menudo más costosa que otras alternativas.

- d) En la composición del pasivo corriente, que es la fuente que como se explicó financia el proceso, se aprecian algunos cambios estructurales que pasamos a reseñar.

Las deudas comerciales bajan su participación en los extremos del período.

Las deudas fiscales y de seguridad social pierden significación (del 23,71 % en 1972, pasan al 14,6 % en 1976).

Las deudas financieras también pierden significación.

Estas bajas en la participación son atendidas por las deudas bancarias que suben del 28,03 % en 1972 al 47,84 % en 1976. El financiamiento de la empresa es en 1976 mucho más dependiente de los bancos comerciales, que lo era en 1972.

- e) En las deudas a largo plazo aparecen algunos cambios en la composición.

Al comienzo del período (1972) las deudas fiscales y de seguridad social eran 55,69 % del total de deudas a largo plazo. En 1976 eran el 8,34 %.

Esa reducción en la participación de las deudas fiscales fue cubierta con deudas bancarias a largo plazo así como financieras. Las primeras pasan de 20,30 % (1972) a 40,82 % (1976), en tanto que las segundas para los extremos del período eran el 11,72 % y el 34 %.

f) Las deudas fiscales y de seguridad social (de corto y de largo plazo) representaban en 1972 el 32,1 % de las deudas totales de la empresa y el 19,53 % de sus activos. A fines de 1976, las cifras eran el 14 % y 9,27 % respectivamente, siendo más del 90 % de corto plazo.

g) Las deudas externas aumentan su participación en el financiamiento de la empresa. En 1972 ellas representaban el 13 % de los activos y el 21,42 % de las deudas totales. En 1976 las proporciones eran el 17,33 % y el 26,25 % respectivamente.

Las deudas externas que en su mayor parte eran de corto plazo en 1972 (83,97 %, van mostrando un aumento de los de largo plazo, que en 1976 eran el 34 %).

Las deudas totales en moneda extranjera crecen su participación en el endeudamiento y como proporción del financiamiento del activo. En 1972 ellas eran el 25,7 % del total de deudas y el 15,63 % del activo. En 1976 las mismas eran el 41 % y el 27 % respectivamente.

h) Se aprecia a nivel global una pérdida del capital de trabajo entre los extremos del período del orden del 15 %. La razón corriente global baja de 1,61 a 1,38.

i) El endeudamiento acusa diferencias en las distintas ramas. Fabricación de calzados oscila en el período entre el 68,79 %, y la del cuero (sin calzado) entre el 65 y 80 %. Fabricación de productos minerales no metálicos permanecen debajo del 50 %. Textiles se mantiene en un entorno del 70 % en tanto que fabricación de sustancias y productos químicos llega al máximo en el 55 %. Todas las ramas industriales aumentan la participación de las deudas externas y en moneda extranjera en el financiamiento.

Las deudas en moneda extranjera como el total de deudas permanece con cierta estabilidad en los Productos minerales no metálicos 27 % en 1972 y 30 % en 1976, creciendo en fabricación de sustancias y productos químicos del 2 % en 1972 al 30 % en 1976.

En fabricación de calzados es mucho menos significativa (6 % en 1976) que en las otras ramas además de las ya citadas (bebidas 21 %, varios 60 %).

4.2 Tramo 2.

En el cuadro Nº 4.3 se resume la información relativa a las estructuras del financiamiento de las empresas del tramo 2.

Del mismo y del balance del tramo pueden extraerse algunas observaciones.

- a) La participación de las deudas en el financiamiento, crece en el período bajo consideración comenzando con un 65,88 % en 1972 y terminando con un 70,71 %.
- b) En forma similar que en tramo 1 los pasivos corrientes experimentan un crecimiento que cubren la caída de la participación de las deudas a largo plazo y de los fondos propios en el financiamiento de la empresa.

CUADRO 4.3

TRAMO 2

ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO

Relaciones seleccionadas (%)

	1972	1973	1974	1975	1976
Deudas / Activos totales	65,88	67,20	66,44	70,02	70,71
Pasivo corriente / Act. totales	51,75	54,34	53,56	57,23	57,11
Pasivo a l. plazo / Act. totales	14,13	12,86	12,88	12,79	13,60
Fondos propios / Act. totales	34,12	32,80	33,56	29,98	29,29
Deudas comerc. / Pas. corr.	38,11	44,45	41,31	35,82	35,13
Deudas banc. / Pas. corr.	29,54	26,78	31,04	41,45	41,16
Deudas financ. / Pas. corr.	5,31	4,14	3,40	2,59	2,46
Deudas fisc. y Seg. Soc. / Pas. corr.	17,51	16,16	16,17	14,04	14,92
Otros Pas. c. p. / Pas. corr.	9,52	8,47	8,07	6,10	6,33
Deudas banc. a l. p. / Pas. a l. p.	63,59	63,43	45,98	46,35	29,87
Deudas financ. a l. p. / Pas. a l. p.	5,88	6,85	26,42	33,50	33,61
Deudas fisc. y Seg. Soc. / Pas. a l. p.	14,65	7,24	8,45	5,32	8,59
Otras deudas a l. p. / Pas. a l. p.	5,65	14,46	10,42	7,64	7,11
Deudas externas / Total de Act.	14,03	18,45	18,35	16,89	18,37
Deudas externas / Total de deudas	21,30	27,45	27,61	24,12	25,98
Deudas ext. a c. p. / Deudas ext.	37,62	49,91	47,93	43,18	54,0
Deudas ext. a l. p. / Deudas ext.	62,38	50,09	52,07	56,82	46,0
Deudas en M/E / Total de deudas	22,04	28,64	28,74	25,65	30,09
Capital de trabajo	6472	4257	6251	5471	5565
Razón corriente	1,4	1,28	1,37	1,29	1,29

Los pasivos corrientes pasan del 51,75 % (1972) a 57,11 % (1976), en tanto que las deudas a largo plazo evolucionaron del 14,13 % (1972) a 13,60 % (1976) y los fondos propios de un 34,12 % (1972) a un 29,29 % (1976).

El ligero crecimiento de los activos en el período ha sido financiado con mayores deudas, al decaer en términos reales el volumen de los fondos propios entre los extremos.

Las deudas totales pasan de M N\$ 20.618 en 1972 a M N\$ 23.898 en 1976 ambos en pesos constantes de diciembre de 1972. El patrimonio neto evoluciona de M N\$ 10.679 a M N\$ 9.899.

- c) Dentro del pasivo corriente, que en definitiva fue la fuente que ha financiado el proceso (al igual que en el tramo 1), se aprecian algunos cambios.

Sobre la base de considerar los extremos del período disminuyen su participación las deudas comerciales (38,11 % a 35,13 %) las deudas financieras (5,31 % a 2,46 %), las deudas fiscales y de seguridad social (17,51 % a 14,92 %) y otros (9,52 % a 6,33 %). Las deudas bancarias cubren estas caídas, pasando de 29,54 % (1972) a 41,16 % en 1976.

- d) El pasivo a largo plazo experimenta algunos cambios en su conformación perdiendo significación las deudas bancarias y fiscales ganándola las deudas financieras (5,88 % a 33,61 %).

- e) Las deudas fiscales y de seguridad social (de corto y largo plazo) que en 1972 representaban 17,42 % del total de deudas y el 11,14 % de los activos, pasan en 1976 al 13,7 % y el 9,7 % respectivamente.

- f) El endeudamiento externo crece también en el período. Sobre el total de deudas las externas representaban en 1972 el 21,30 % y en 1976 el 25,98 %. La proporción de estas deudas sobre el activo también crece pasando del 14,03 % al 18,37 %.

Dentro de las deudas externas se aprecia un crecimiento de las de corto plazo (37,62 % a 54 %) con la disminución consiguiente en el largo plazo (62,38 % a 46 %).

Las deudas en moneda extranjera aumentan en relación con el total de deudas pasando de 22,04 % al 30,09 % en los extremos del período. En el financiamiento de los activos las deudas en moneda extranjera crecen pasando del 14,52 % (1972) al 21,3 % en 1976, tomando al igual que en el tramo 1 más dependiente el costo del financiamiento de la empresa de la evolución de tipo de cambio.

- g) El capital de trabajo entre los extremos del período decrece en términos reales en 14 %, en tanto que la razón corriente que en 1972 era el 1,4 pasa al 1,29 en 1976.

4.3 Tramo 3

El cuadro N° 4.4 muestra las relaciones seleccionadas a los efectos de analizar la estructura del financiamiento de las empresas de este tramo.

CUADRO 4.4

TRAMO 3

ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO

Relaciones seleccionadas (%)

	1972	1973	1974	1975	1976
Deudas / Activos totales	62,67	51,58	46,23	56,74	55,08
Pasivo corriente / Act. totales	47,68	42,78	39,12	47,82	47,49
Pasivo a l. plazo / Act. totales	14,99	8,8	7,13	8,92	7,59
Fondos propios / Act. totales	37,33	48,42	53,77	43,26	44,92
Deudas comerc. / Pas. corr.	41	42	49	54	48
Deudas banc. / Pas. corr.	38	24	27	24	28
Deudas financ. / Pas. corr.	3	2	2	3	2
Deudas fisc. y Seg. Soc. / Pas. corr.	11	18	11	9	9
Otros Pas. c. p. / Pas. corr.	7	14	11	10	13
Deudas banc. a l. p. / Pas. a l. p.	—	2	1	—	—
Deudas financ. a l. p. / Pas. a l. p.	44	71	38	71	74
Deudas fisc. y Seg. Soc. / Pas. a l. p.	34	17	30	9	9
Otras deudas a l. p. / Pas. a l. p.	22	10	46	20	16
Deudas externas / Total de Act.	7	7	2	8	10
Deudas externas / Total de deudas	11	13	5	15	19
Deudas ext. a c. p. / Deudas ext.	7	6	27	40	56
Deudas ext. a l. p. / Deudas ext.	93	94	73	60	44
Deudas en M/E / Total de deudas	24	21	16	23	31
Capital de trabajo	666	789	1121	1070	1.150
Razón corriente	1,29	1,41	1,60	1,40	1,39

A partir del mismo y de los datos de base contenidos en el Apéndice Estadístico, se pueden efectuar las siguientes consideraciones.

- La participación del endeudamiento en la mezcla del financiamiento de estas empresas es menor que en los tramos 1 y 2, y se muestra decreciente. Las deudas con respecto a los activos totales eran el 62,67 % en 1972 y pasan a ser el 55,08 % en 1976.
- Al igual que los otros tramos evidencia una baja y decreciente participación del financiamiento a través de deudas a largo plazo (de 14,99 % a 7,59 %). El pasivo corriente se mantiene constante a niveles del orden del 47,5 % del total de los activos. La baja de pasivo a largo plazo fue cubierta con fondos propios, que pasan del 37,33 % (1972) al 44,92 % (1976).

- c) El financiamiento del crecimiento de los activos se ha efectuado con una alta participación de fondos propios, lo que como se verá más adelante se refleja en un crecimiento del capital de trabajo. Desde un ángulo financiero muestran en conjunto un comportamiento comparativamente más sano.
- d) Dentro de los pasivos corrientes el más importante son las deudas comerciales que pasan del 41 % al 48 % en los extremos del período. Es este un comportamiento que se aprecia con frecuencia en las empresas de menor dimensión. El acceso al crédito bancario es más común en las empresas de mayor tamaño. En este caso pierden incluso significación en el período (38 % a 28 %). Las deudas fiscales al igual que en los tramos anteriormente expuestos bajan su participación.
- e) Dentro de las deudas a largo plazo también pierden significación las fiscales y de seguridad social pasando del 34 % al 9 % (1976). Ganan importancia relativa las deudas financieras pasando del 44 % al 74 %.
- f) Las deudas fiscales disminuyen sus proporciones en el financiamiento. En efecto en 1972 representaban un 17,2 % sobre las deudas totales y un 10 % de los activos. Al fin del período era el 12,96 % y el 5,2 % respectivamente.
- g) Las deudas externas también crecen en el período analizado pasando del 7 al 10 % del total de activos, y del 11 al 19 % en el total de deudas. Estas cifras son inferiores a las registradas en los tramos 1 y 2. Aparece lógico este comportamiento. En general las empresas grandes y medianas tienen mayores facilidades para poder acceder a estos financiamientos, o por el mejor conocimiento, de los medios financieros internacionales. Al igual que en los otros tramos también se produce un incremento de las deudas externas de corto plazo con respecto a las de largo plazo. En 1972 eran el 7 % y 93 % respectivamente, en tanto que en 1976 las proporciones eran el 56 y 44 %.
- El endeudamiento en moneda extranjera en el total de deudas también crece (24 % a 31 %). Con respecto a los totales las proporciones pasan del 15 % en 1972 al 17,23 % en 1976.

5. FUENTES Y USOS DE FONDOS

Las consideraciones efectuadas en 3 y 4 sobre las estructuras de los activos y el financiamiento de las empresas, se complementan en esta sección a la luz de los datos obtenidos a través de los estados de fuentes y usos de fondos.

El análisis se efectúa a nivel de cada uno de los tramos presentando el cuadro de proporciones de las distintas fuentes y usos de fondos para los extremos del período.

5.1 Tramo 1.

El cuadro 5.1 muestra las relaciones de las diferentes fuentes y usos para el tramo sin considerar la industria alimenticia. A partir del mismo se extraen las siguientes conclusiones:

- a) El endeudamiento, y dentro del mismo a corto plazo, ha sido la fuente de fondos más importante (48,53 %). Las deudas bancarias de corto plazo han tenido dentro del mismo una participación fundamental (44,7 %). Complementa en este sentido lo establecido en la sección 4 en donde ya se había señalado la creciente participación del endeudamiento en el total del financiamiento del activo.
- b) Las fuentes internas compuestas por las utilidades más las depreciaciones representan la segunda en orden de importancia. Se exponen las utilidades totales y no las utilidades retenidas. El haber trabajado con la cifra neta de dividendos hubiera hecho perder parte de la información que pueden ser de interés. Las aportaciones de capital con un 2 % del total de fuentes es el ítem de menor importancia, en tanto que las reducciones de activos como fuentes de fondos no representan una proporción apreciable (5,64 %).
- c) La participación del endeudamiento en el total de fuentes aparece similar a la relevada en la Argentina con un 46,9 % ⁽⁴⁾, y a Colombia ⁽⁵⁾ con el 48,27 %, aunque superior a los Estados Unidos ⁽⁶⁾ con un 39,52 %.

(4) Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas. "La financiación de las empresas industriales en la Argentina", 1961-1969. Noviembre de 1971.

(5) Pieschacón, Camilo V. "Política económica y mercado de capitales. Seminario de Mercado de Capitales en el Uruguay". Banco Central del Uruguay, Tomo II. Mont. Dic. 1973.

(6) Extraído del U.S. Federal Trade Commission and Securities and Exchange Commission. "Quarterly Report for Manufacturing Corporations" Fourth quarters, 1960 and 1969. (Washington D.C. U.S. Government Printing Office, 1961 and 1970).

CUADRO 5.1

TRAMO 1 (Sin Ind. Alimenticia)

FUENTES Y USOS DE FONDOS 1972-1976

Relaciones seleccionadas (%)

FUENTES	
1. Fuentes internas	43,84
Utilidades	16,88
Depreciaciones	26,96
2. Aportes de capital	1,99
3. Endeudamiento	48,53
Deudas bancarias a c.p.	44,70
Deudas comerciales a c.p.	3,43
Otros pasivos a c.p.	0,40
4. Reducción de activos	5,64
Otros activos corrientes	2,63
Otros activos no corrientes	3,01
USOS	
1. Activos corrientes	35,74
Disponibles	0,63
Valores negociables	8,33
Créditos	7,49
Inventarios	19,29
2. Inversiones (excl. c.p.)	5,88
3. Inversiones fijas	22,28
4. Reducción deudas	14,06
Financieras c.p.	0,80
Fiscales c.p.	3,48
Pasivo a l.p.	9,78
5. Dividendos	22,04

d) El autofinanciamiento, esto es la proporción que representan en el total de fuentes las utilidades retenidas más las depreciaciones, es el 27,9 %. Esta proporción si se efectúa una comparación internacional aparece como inferior agudizándose con los países de alto grado de desarrollo. En Colombia se sitúa en un promedio 1966-68 en el 41,13 % ⁽⁷⁾ en tanto que en Estados Unidos ⁽⁸⁾ llega al 50 %, en Alemania 78 % y Francia 64 % ⁽⁹⁾.

(7) Pieschacón, Op. cit.

(8) Op. Cit.

(9) Communauté Economique Européenne. "Le Développement d'un Marché Européen des Capitaux" Bruselas 1966.

- e) El uso de fondos más importantes está representado por los activos corrientes con un 35,74 %. Las inversiones fijas y los dividendos en efectivo le siguen en importancia participando con el 22,28 % y 22,04 % respectivamente.

Estudios efectuados en Argentina ⁽¹⁰⁾ sitúan el uso en activos corrientes en el 39,6 % del total y para Estados Unidos llega al 33 %.

Las inversiones en activos fijos aparecen más reducidas en el caso argentino (32,8 %) que en Colombia con un 44 % y que en los Estados Unidos con el 55 % .

- f) Entre los corolarios financieros más evidentes de comportamientos como el reseñado, aparece la ya referida pérdida de capital de trabajo. En efecto, el manejo de los ítems de largo plazo se torna crucial. En el caso que nos ocupa el ahorro de la empresa (utilidades retenidas más depreciaciones) más los aportes de capital y la caída de activos no corrientes es inferior a los usos de largo plazo integrado por las inversiones en activo fijo, inversiones financieras y bajas de deudas de largo plazo.

5.2 Tramo 2.

En el cuadro 5.2 aparecen las fuentes y usos de fondos para todo el periodo.

Del mismo puede establecerse que:

- a) Aunque presentando diferencias en cuanto al énfasis en algunos datos observados, el tramo 2 muestra en cuanto a las grandes líneas del comportamiento financiero similitudes con el tramo 1.
- b) Las dos fuentes de fondos más importantes son las internas compuestas por las utilidades más las depreciaciones llegando al 37,61 % y el aumento del endeudamiento (37,06 %). Dentro del endeudamiento, también en este tramo las deudas bancarias de corto plazo (29,38 %) juegan un papel decisivo.
- c) La reducción de activos aparece en un segundo lugar de importancia, con un 21,56 %, aunque asume una proporción mayor que en el tramo 1. Las bajas de activos se producen principalmente en las disponibilidades y en inversiones de mediano y largo plazo que mantenían las empresas.

(10) FIEL. Op. Cit.

CUADRO 5.2

TRAMO 2

FUENTES Y USOS DE FONDOS 1972-1976

Relaciones seleccionadas (%)

FUENTES

1. Fuentes internas	37,61
Utilidades	15,86
Depreciaciones	21,75
2. Aportes de capital	3,77
3. Endeudamiento	37,06
Comerciales c.p.	5,65
Bancarios c.p.	29,38
D. fiscales c.p.	0,40
D. a largo p.	1,63
4. Reducción de activos	21,56
Disponibilidades	14,56
Inversiones	6,04
Otros act. no corr.	0,96

USOS

1. Activos corrientes	31,05
Valores negociables	1,55
Créditos	9,35
Inventarios	23,31
Otros Act. corr.	1,05
2. Inversiones fijas	31,54
3. Reducción deudas	6,56
Financieras c.p.	3,58
Otras a c.p.	2,98
4. Dividendos	26,89

- d) El autofinanciamiento aparece muy bajo, con un 14,7 % del total de fuentes, siendo inferior al 27,9 % del tramo 1, cifra distante a las observaciones registradas en otros países.
- e) Al igual que en el tramo 1, en este caso también se registra una pérdida del capital de trabajo tal como lo expusimos en la sección 4, debido nuevamente a que la asignación neta de fondos de largo plazo como ser los activos fijos menos las disminuciones de inversiones y otros activos no corrientes han sido superiores a la generación de fondos no corrientes, formados por las deudas a largo plazo, las aportaciones de capital y el ahorro de la empresa (utilidades retenidas más depreciaciones).

La empresa debió endeudarse a corto plazo y reducir algunos activos para financiarse. Como resultancia la razón corriente también cae.

5.3 Tramo 3.

El cuadro 5.3 resume la información para el tramo 3.

Las principales conclusiones son las siguientes:

- a) Las fuentes internas representan más de los dos tercios del total de fuentes a disposición de las empresas en el período y, las propias superan el 70 %.

El resto viene representado por nuevos endeudamientos (27,9 %), en tanto que la reducción de activos carece de importancia (0,34 %).

El comportamiento es bien distinto en caso de los tramos 1 y 2.

- b) El uso de fondos más importante estuvo representado por los activos corrientes (45,35 %). Esta es una situación típica de empresas en crecimiento. El activo fijo aparece como la utilización siguiente en importancia (21,58).

Los dividendos (17,99 %) y la reducción de deudas (14,20) complementan los otros usos importantes.

- c) Es natural a la luz de lo observado una alta participación del auto financiamiento. En efecto, para el período considerado llega al 61,81 %.

- d) El capital de trabajo crece entonces por la amplia superioridad del ahorro de la empresa más los aportes de capital y las reducciones de otros activos no corrientes frente a los usos en activos fijos, inversiones y bajas de deudas a largo plazo.

6. RENTABILIDAD

Esta sección trata acerca de la determinación de la tasa de rentabilidad privada de la industria privada uruguaya. Hemos dedicado un especial interés a este aspecto por considerarlo importante desde varios ángulos. Se trata de una primera aproximación a partir de la cual —mediante algunas modificaciones— puede determinarse la tasa social de descuento a utilizarse en la evaluación de proyecto. De la misma manera orienta en forma preliminar en cuanto al impacto de la inversión privada al proceso

CUADRO 5.3

TRAMO 3

ESTADO DE FUENTES Y USOS DE FONDOS 1972-1976

Relaciones seleccionadas (%)

FUENTES	
1. Fuentes internas	68,73
Utilidades	54,53
Depreciaciones	14,20
2. Aportes de capital	3,03
3. Endeudamiento	27,90
Comerciales c.p.	18,63
Fiscales c.p.	0,04
Otros pas. c.p.	9,23
4. Reducción de activos	0,34
Activos no corrientes	0,34
USOS	
1. Activos corrientes	45,35
Disponibilidades	3,96
Valores negociables	0,56
Créditos	15,0
Inventarios	24,95
Otros Act. corr.	0,88
2. Inversiones (excl. c.p.)	0,88
3. Inversiones fijas	21,58
4. Reducción deudas	14,20
Bancarias c.p.	2,40
Financieras c.p.	0,59
A largo plazo	11,21
5. Dividendos	17,99

de crecimiento. Finalmente, su estimación marca un camino en uno de los aspectos más complejos y cruciales en finanzas, esto es, la determinación del costo del capital en el caso de los fondos propios.

6.1 Metodología.

La tasa de retorno que se determinó corresponde a los capitales propios aportados.

El método utilizado para la determinación de la rentabilidad de las inversiones en la industria fue el de flujo de fondos descontados.

Se consideró que el total de los patrimonios netos es el total de la inversión al comienzo del período. Esa inversión produce en los distintos años fondos que están representados por los dividendos, a los que hay que deducirle las nuevas inversiones conformadas por las aportaciones de capital. Al fin del período la suma de los patrimonios totales se consideran recuperados.

Con estos datos se tiene un flujo de fondos al que se calcula la tasa de rentabilidad o tasa interna de retorno ⁽¹¹⁾.

Las informaciones a nivel de tramo se agregaron expandidas en la forma expuesta en la sección 2, para obtener las cifras totales estimadas para la industria. De igual manera se procedió para los dividendos y nuevas aportaciones de capital.

La determinación que presentamos corresponderá pues, a la tasa promedio de la industria ⁽¹²⁾.

3.2 La tasa de rentabilidad obtenida.

Los datos agregados de flujos de fondos, con los que se arriba a una tasa de rentabilidad del 8,67 % son los siguientes:

Año	Flujo de Fondos
1972	(231850)
1973	6699
1974	13248
1975	18688
1976	278855
Tasa de rentabilidad	8,67 %

La importancia y dificultad de determinación de una tasa de rentabilidad privada de la industria privada ameritan los siguientes comentarios, a efectos de lograr una más ajustada interpretación de los mismos.

- a) Cuando se determina una magnitud como la presente es común preguntarse acerca de las virtudes de la metodología seguida. En la misma se debió tropezar con un problema cuya solución perfecta es en extremo difícil por no decir imposible, esto es los cambios acaecidos en los niveles de precios.

(11) Como se recordará la tasa interna de retorno

$$\text{es la } i \text{ que satisface } \sum_{j=0}^n \frac{F_j}{(1+i)^j} = 0$$

(12) Sólo se excluye a la alimentación por las razones ya expuestas antes.

La solución por la que se optó fue, a nuestro juicio adecuada a la luz de la realidad estadística del país. Asimismo a través de las mismas se logró reducir al mínimo, una de las fuentes de incertidumbre más grande en este tipo de trabajos que fue el tratamiento de los activos fijos.

- b) Los coeficientes de expansión, han sido en base a la única variable con que se podía hacer tomando en cuenta los datos estadísticos disponibles en el país. Ella fue la ocupación. Más allá de recordar —en el caso de nuestro país en especial— una alta correlación entre ocupación y tamaño, debemos establecer que hubiéramos preferido expandir en este caso con una variable más idónea, como ser capitales.
- c) Si bien en otros estudios en general se abarcan períodos similares al nuestro, conclusiones más contundentes se obtendrán si el mismo hubiera sido más amplio.
- d) El tratamiento de la base estadística fue todo lo cuidadosa posible y dada la necesidad de revisión y atención de empresa por empresa y año por año, hizo incluso imposible la utilización de computadoras.
- e) La tasa obtenida es un promedio. Ella tiene en torno a la media una apreciable dispersión. Algunos sondeos efectuados a nivel de rentabilidad de empresas así lo confirman.

6.3 Algunas comparaciones.

Consideramos útil efectuar alguna comparación de nuestra estimación, con los hallazgos efectuados en otros estudios.

Petrei ⁽¹³⁾ estimó la tasa de retorno privada de la industria manufacturera en la Argentina para el período 1961-1967, trabajando sobre la base de beneficios netos y capital físico (edificios, equipos e inventarios). Concluye a partir del promedio simple de las tasas anuales obtenidas, que la tasa privada de retorno se situó para el período abarcado en un 11 %.

El Prof. Arnold Harberger ha realizado varios estudios sobre este punto en distintos países. Para la India ⁽¹⁴⁾ la tasa de

(13) Petrei, Amalio. "Rates of Return to Physical Capital in Manufacturing Industries in Argentina". Tesis doctoral. Universidad de Chicago, Set. 1971.

(14) Harberger, Arnold C. "Investment in Man vs. Investment in Machines: The Case of India", puede encontrarse en su selección de trabajos "Project Evaluation". Chicago, Markham Publishing Co. 1973.

retorno para la industria se situó, cuando utilizó el método de tasas internas de retorno trabajando sobre datos del Banco de Reserva de la India sobre 1001 industrias para el período 1955 - 1959 llega a determinarlo en torno al 13 %. Cabe señalar que el objetivo era determinar la tasa social de descuento, por lo tanto las rentas atribuidas al capital incluyen el impuesto a la renta de las empresas.

Para Colombia el Prof. Harberger ⁽¹⁵⁾ ha efectuado estimaciones de la tasa de retorno del sector privado, que al igual de India se trata de una tasa social por el tratamiento de los impuestos.

Para 1967 la sitúa, tomando distintas hipótesis de depreciación, entre el 10,2 % y 11,2 %.

Estudiado el caso uruguayo por los Profesores A. Harberger y Daniel L. Wisecarver ⁽¹⁶⁾ llegan a determinar la tasa privada de retorno 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 dos diferentes supuestos de depreciaciones. Los promedios de las tasas anuales obtenidas son el 5,83 % y 7,35 %.

La tasa obtenida por nosotros del 8,67 % para el período 1973 - 1976, es pues superior a los hallazgos de los Profs. Harberger y Wisecarver.

A la luz de ambas estimaciones, realizadas a través de diferentes metodologías podemos efectuar algunas consideraciones.

En primer lugar:

La tasa obtenida por los Profs. Harberger y Wisecarver, pertenece no a la industria, sino a todo el sector privado de la economía uruguayo. Es razonable suponer que la industria pueda tener en promedio un retorno superior a otros sectores de la economía. Algunas evidencias así lo demuestran.

En segundo lugar:

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

(15) Harberger, Arnold C. "On Estimating the Rate of Return of Capital in Colombia" reproducido en su citado "Project Evaluation".

(16) Harberger, Arnold C. and Daniel L. Wisecarver. "Private and Social Rates of Return in Uruguay".

de los Profs. Harberger y Wisecarver, la tasa anual de aumento fue el 1,7 %.

Después del estudio realizado, evaluada críticamente la metodología, tomando en cuenta el tratamiento aplicado a la base estadística y efectuados ciertos tests contra algunas variables macroeconómicas, podemos concluir que, el 8,67 % que hemos hallado es, en promedio, una razonable estimación de la tasa de retorno privada de la industria privada en el Uruguay para el período analizado.

7. UNA APRECIACION GLOBAL

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 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.

7.1 Algunas comparaciones Internacionales.

Antes de efectuar algunos comentarios globales, hemos creído oportuno presentar algunas comparaciones de la situación uruguaya con otros países.

En el correr de la sección se presentan dos cuadros. El 7.1 muestra la estructura de los balances agregados de 1976 por tramo en términos de porcentajes sobre el activo o pasivo total, obteniendo un balance promedio de la industria manufacturera uruguaya para el año 1976. La media se obtuvo de acuerdo al procedimiento descrito en 2.

En el cuadro 7.2 se incluyen las estructuras de los balances de las empresas industriales manufactureras obtenidas en la Argentina y en los Estados Unidos de América con los cuales puede contrastarse nuestra realidad. En el primer caso con un país en proceso de desarrollo con una industria más desarrollada que la nuestra y, en el segundo con un país altamente industrializado.

CUADRO 7.1

BALANCES AGREGADOS - 1976 - URUGUAY

(Relaciones Porcentuales)

ACTIVO	TRAMO 1	TRAMO 2	TRAMO 3	PROMEDIO
Disponibilidades	3,8	4,8	6,5	4,9
Valores negociables	1,8	1,2	0,7	1,2
Créditos	28,5	35,5	25,5	30,8
Inventarios	30,8	30,4	32,1	30,9
Otros act. corrientes	1,2	1,6	1,3	1,4
Total act. corrientes	66,1	73,5	66,1	69,2
Inversiones	1,6	0,1	5,0	1,7
Activo fijo neto	29,3	25,9	28,0	27,7
Otros act. no corrientes	3,0	0,5	0,9	1,4
Total Activos	100,0	100,0	100,0	100,0
PASIVO				
Deudas comerciales	12,0	20,0	22,7	18,1
Deudas bancarias	32,8	23,5	13,6	23,6
Deudas financieras	1,9	1,4	0,7	1,2
Deudas fiscales	6,0	8,6	4,3	7,3
Otros pas. corrientes	7,2	3,6	6,1	5,2
Total Pas. corrientes	59,9	57,1	47,4	55,4
Deudas a largo plazo	17,6	13,6	7,6	13,4
Total de deudas	77,5	70,7	55,0	68,8
Patrimonio neto	22,5	29,3	45,0	31,2
Pasivo total	100,0	100,0	100,0	100,0

CUADRO 7.2

BALANCES PROMEDIO

(Composición Porcentual)

ACTIVO	ARGENTINA (1)	E.E.U.U. (2)
Disponibilidades	4,2	4,4
Valores negociables	(3)	1,2
Créditos	28,8	17,8
Inventarios	24,8	23,2
Otros act. corrientes	1,7	3,6
Total act. corrientes	59,6	50,2
Inversiones	2,6	(4)
Activo fijo neto	37,9	39,6
Otros act. no corrientes	(3)	10,2
Total Activos	100,0	100,0
PASIVO		
Deudas comerciales	18,4	8,8
Deudas bancarias	10,8	4,5
Deudas financieras	8,8	(5)
Deudas fiscales	3,0	2,1
Otros pas. corrientes	2,3	9,6
Total Pas. corrientes	43,3	25,0
Deudas a largo plazo	16,6	20,4
Total de deudas	59,9	45,4
Patrimonio neto	40,1	54,6
Pasivo total	100,0	100,0

(1) Incluido en otros activos no corrientes.

(1) FIEL, op. cit.

(2) U.S. Federal Trade Commission, Op. Cit.

(3) Incluido en otros activos corrientes, y no corrientes respectivamente.

(4) Incluido en otros activos no corrientes.

(5) Incluido en otros pasivos corrientes.

Los datos que muestran los cuadros revelan apreciables diferencias entre nuestro país y la Argentina y los Estados Unidos de América.

Entre ellas, podemos citar:

- a) La participación de los activos corrientes en el total de activos, en nuestra industria con un 70 %, la más grande de los casos considerados. Ello trae obviamente inversa repercusión en las inversiones fijas.

Puede haber a este respecto varias explicaciones. En el caso argentino el desarrollo industrial cuenta con un mayor componente de ramas de capital intensivas. Asimismo, es bien probable que los activos fijos tengan en el caso uruguayo una mayor antigüedad y por lo tanto el monto amortizado sea mayor. En el caso de los Estados Unidos, las diferencias se ven acrecentadas.

- b) El financiamiento se caracteriza por la presencia de una elevada participación del endeudamiento (68,8 %) y en especial deudas a corto plazo (55,4 %). Los datos para la Argentina muestran menor endeudamiento (59,9 %) y en los Estados Unidos menor aún (45,4 %).

7.2 Reflexiones finales.

- 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 esta 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 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, 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 ciertas 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 optar 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 considerarse 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.
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 por 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. Aún empresas altamente eficientes pueden ver dificultada su viabilidad con costos de financiamiento del 30 % anual en términos reales.

ANEXO I

NOMINA DE EMPRESAS INCLUIDAS EN LA MUESTRA DEFINITIVA

ABAL HNOS. S.A.
 AGUERRE HNOS. S.A.
 Enrique ALONSO E HIJOS S.A.
 ALUMINIO DEL URUGUAY S.A.
 ANTIA MOLL & CIA. LTDA.
 ARINSA
 J. AZADIAN S.A.
 BECAM S.A.
 BROMYROSS S.A.
 CALNU
 CALZADOS SASSI S.A.
 CAMPOMAR & SOULAS S.A.
 CERVECERIA Y MALTERIA PAYSANDU S.A.
 CINOCA S.A.
 CIPA S.A.
 CHEKER S.A.
 CIA. BAO S.A.
 CIA. DE ENVASES S.A.
 CIA. DE PINTURAS S.A.
 CIA. DE PROD. AGRICOLAS S.A.
 CIA. GENERAL DE FOSFOROS S.A.
 CIA. NACIONAL DE CEMENTO S.A.
 CIA. SALUS S.A.
 CIA. URUGUAYA DE CEMENTO PORTLAND
 S.A.
 CONAPROLE
 COOPAR LTDA.
 COSMEX S.A.
 COUSA S.A.
 COMEX S.A.
 CRISTALERIAS DEL URUGUAY S.A.
 CUERYGOM S.A.
 CUOPAR S.A.
 CURTIEMBRE BRANAA S.A.
 CURTIEMBRE RAMPONI S.A.
 CYBARAN S.A.
 DELBONO & PENA S.A.
 DISCAL S.A.
 DYMAC S.A.
 EL MAESTRO CUBANO S.A.
 EMBOTELLADORA ORANGE CRUSH S.A.
 ESTABLECIMIENTOS COLONIA S.A.
 ESTABLEC. FRIGORIFICOS DEL CERRO S.A.
 ETERNIT URUGUAYA S.A.
 EVERFIT S.A.
 FABRICA NACIONAL DE PAPEL
 FABRICA NACIONAL DE VIDRIO
 FABRICAS NACIONAL DE CERVEZA S.A.
 FABRICA URUGUAYA DE NEUMATICOS S.A.
 FIBRATEX S.A.
 FRIGORIFICO CANELONES S.A.
 FRIGORIFICO COMARGEN S.A.
 FRIGORIFICO FRAY BENTOS S.A.
 FRIGORIFICO MELILLA S.A.
 FRIGORIFICO TACUAREMBO S.A.
 FRIGORIFICO Y MATADERO CARRASCO S.A.
 GENERAL ELECTRIC S.A.
 GRAMON S.A.
 HALSON S.A.
 HIPERTEX S.A.
 HISISA S.A.
 IDALA S.A.
 INDU S.A.
 IMPROGRAN S.A.
 IPUSA S.A.
 LABORATORIO ICUVITA S.A.
 LA MEDIA LUNA S.A.
 LA MUNDIAL S.A.
 LANASUR S.A.
 LA NUEVA CERRO S.A.
 LA REPUBLICANA S.A.
 J. MARTINEZ REINA S.A.
 MASLIAH HNOS. S.A.
 M.A.U.S.A.
 METZEN & SENA S.A.
 MIGUELETE S.A.
 MONTE PAZ S.A.
 MONTEVIDEO REFRESCOS S.A.
 MOSCA HNOS. S.A.
 NIREA S.A.
 NORDEX S.A.
 OSAMI S.A.
 PAMER S.A.
 PASSADORE CARRAU & MUTIO S.A.
 J. PASTORINO S.A.
 PAYCUEROS S.A.
 PAYLANA S.A.
 PENINO & CORONA S.A.
 PEPSI COLA INTERAMERICANA S.A.
 PHUASA
 QUIMUR S.A.
 C. RAMPONI E HIJOS S.A.
 R.A.U.S.A.
 RELOS S.A.
 RINFE S.A.
 ROCCO S.A.
 RUSSI & BURASTERO S.A.
 SADIL S.A.
 SOC. EDITORA URUGUAYA S.A.
 P. SOBRINO S.A.
 SUDAMTEX S.A.
 TALA S.A.
 TEM S.A.
 TINTEX S.A.
 TUPLAN S.A.
 T.Y.M.S.A.

ANEXO II — CUESTIONARIO

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Encuesta sobre formas de financiamiento de la
Empresa Privada en el Uruguay

I. INFORMACION
GENERAL

Dirección:

Teléfono:

Nombre de la Empresa
Naturaleza Jurídica
Rama
Estrato
Responsable del
Formulario
Encuestador

Fecha de Cierre
del Balance:

	1972	LI	1973	LI	1974	LI	1975	LI	1976	LI
II. BALANCE										
ACTIVO										
1. Caja y Bancos m/n. . .										
2. Caja y Bancos m/e. (1)										
3. Disponibilidades (1 + 2)										
4. Valores negociables m/n. (2)										
5. Valores negociables m/e. (1)										
6. Valores negociables (4 + 5)										
7. Deudores por ventas m/n. (3)										
8. Deudores por ventas m/e. (1)										
9. Otros deudores										
10. Créditos (7 + 8 + 9) . .										
11. Existencias (5)										
12. Otras existencias										
13. Inventarios (11 + 12) . .										
14. Gastos pagados por anticipado										
15. Activos corrientes (3+6+10+13+14)										
16. Inversiones en m/n. (2)										
17. Inversiones en m/e. (1)										
18. Inversiones (16 + 17) . .										
19. (Construcciones incl. tierras) (4)										
20. Amortiz. Const. (5)										
21. Equipos y otros activos fijos (4)										
22. Amort. equipos y otros activos fijos (5)										
23. Activo fijo bruto (19 + 21)										
24. Amort. acumuladas (20 + 22)										

	1972	LI	1973	LI	1974	LI	1975	LI	1976	LI
25. Otros activos										
26. Activo no corriente (18+23+24+25)										
27. Total de Activos (15 + 26)										
PASIVO										
Deudas comerciales en m/n.										
Deudas comerciales en m/e.										
Deudas comerciales (28 + 29) (1)										
Deudas bancarias en m/n. . .										
Deudas bancarias en m/e. locales (1)										
Deudas bancarias en m/e. externas (1)										
Deudas bancarias (31 + 32 + 33)										
Deudas financieras en m/n. . .										
Deudas financieras en m/e. locales (1)										
Deudas financieras en m/e. externas (1)										
Deudas financieras (35 + 36 + 37)										
Deudas fiscales y de seg. social										
Otros pasivos a corto plazo										
Pasivo corriente (30+34+38+39+40)										
Deudas com. largo plazo en m/e. externas (1)										
Deudas bancarias largo plazo m/n. (6)										
Deudas bancarias largo plazo m/e. locales (1)										
Deudas bancarias largo plazo m/e. externas (1)										
Deudas bancarias largo plazo (43 + 44 + 45)										
Deudas financieras largo plazo m/n. (6)										
Deudas financieras largo plazo m/e. locales (1)										
Deudas financieras largo plazo m/e. externas (1)										
Deudas financieras largo plazo (47 + 48 + 49)										
Deudas fiscales y de Seg. Social a largo plazo										
Otras deudas a largo plazo .										
Pasivos a largo plazo (42+46+50+51+52)										
Total de deudas (41 + 53)										
Capital (7)										

	1972	LI	1973	LI	1974	LI	1975	LI	1976	LI
Reservas por revalúos										
Reservas										
Util. retenidas de ejerc. anter.										
Util. retenidas del ejercicio .										
Patrimonio neto										
(55+56+57+58+59)										
Pasivo más patrimonio neto										
(54 + 60) (61 = 27)										
III. CUADRO DE PERDIDAS Y GANANCIAS										
62. Ventas netas (8)										
63. Costo de prod. de lo vendido										
64. Costo de comercialización (9)										
65. Gastos generales y de adm.										
66. Gastos financieros (10)										
67. Impuestos										
68. Resultados operativos (62-63-64-65-66-67) .										
69. Rentas y otros resultados no operativos (11) .										
70. Resultados del ejercicio (68 + 69)										
IV. MOVIMIENTO DE ACTIVOS FIJOS										
71. Adquisiciones (12)										
72. Ventas (13)										
73. Amort. acum. ventas (13)										
V. APORTACIONES DE CAPITAL										
74. Incremento en las integraciones de capital (14)										
VI. DISTRIBUCION DE UTILIDADES										
75. Resultado del ejercicio .										
76. Directorio y síndico . . .										
77. Dividendos en efectivo .										
78. Reservas										

(1) En los casos de rubros en moneda extranjera se deberá especificar en llamado aparte (que deberá ponerse su número en el casillero LI) el monto y la divisa correspondientes.

(2) Los valores negociables en moneda nacional deberán expresarse por su valor corriente de mercado a la fecha de cierre del balance. Estas inversiones al igual que las del

item 5 corresponden a inversiones de corto plazo, entendiéndose por tal aquellas que se mantendrán en el activo por menos de un año.

- (3) Por su valor neto de previsión para incobrables.
- (4) Por su valor bruto fiscal en el año 1972, es decir sin deducir depreciaciones. En el balance ajustado sólo deberá consignarse la cifra para 1972, quedando en blanco los casilleros correspondientes a los ítems 19 y 21 en los años 1973, 1974, 1975 y 1976.
- (5) Monto total de las depreciaciones fiscales acumuladas. Estas deben consignarse todos los años.
- (6) Cuando sean reajustables, expresarlos por su valor corriente.
- (7) En el balance ajustado se dejará en blanco el ítem 56 para todos los años.
- (8) Ventas brutas menos devoluciones, bonificaciones, etc.
- (9) Incluye gastos de venta, reparto, publicidad, promoción y todo otro costo vinculado a la función de comercialización.
- (10) Incluye intereses, comisiones, recargos y todo otro tipo de costo vinculado a los financiamientos bancarios, comerciales, financieros o fiscales. Asimismo se deberá incluir las diferencias de cambio provenientes de financiamientos.
- (11) Todo otro resultado no operativo (ventas de activos fijos, intereses activos, etc.).
- (12) Deberán consignarse por su valor corriente de adquisición.
- (13) Deberán computarse por su valor fiscal.
- (14) Solamente aquellos que provienen de un efectivo aporte.
- (15) Incluye los stocks de materias primas, productos en proceso, productos terminados y mercaderías.

Se terminó de imprimir en
el mes de noviembre 1982
en Imprenta Rosgal S.A.
Urquiza 3090 - T. 80 05 29
Montevideo • Uruguay

Comisión del Papel - Edi-
ción impresa al amparo del
Art. 79 de la Ley 13.349

Depósito Legal 182.940/82