

FISIOLOGIA Y ANATOMIA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

Entendimientos y hallazgos empíricos recientes

Ricardo Pascale¹

I. Introducción

El presente trabajo que tiene su origen en nuestra presentación en el seminario de Financiamiento Societario, tiene por objeto repasar algunos rasgos estilizados fundamentales de la fisiología financiera de las empresas, en particular su financiamiento, lo que se aborda en la Parte A del trabajo. Esta parte, busca establecer algunos entendimientos básicos en el tema.

La parte B se orienta a la anatomía de las finanzas. En ella, se presentan los hallazgos de investigaciones del suscrito acerca de cuál es la realidad de las finanzas de las empresas de la industria manufacturera en el financiamiento, inversión y rentabilidad de las mismas. Nos ha parecido de utilidad, presentar esta información no siempre disponible para aquilatar los fenómenos en la realidad uruguaya.

PARTE A. Rasgos estilizados de la fisiología financiera de las empresas

II. Alcance y objetivo de las Finanzas

El tema central de las finanzas es la utilización más adecuada de los recursos financieros (caja) en términos de los objetivos de la empresa, es decir la maximización del valor de ella. En definitiva, el campo de estudio está delimitado por la mejor forma de asignar recursos financieros en el tiempo en un contexto de incertidumbre, así como el papel de las organizaciones económicas en la facilitación de esa asignación.

Entendimiento 1: las finanzas reposan sobre tres pilares básicos:

- flujos de caja*
- desplazamiento en el tiempo de los flujos, e*
- incertidumbre*

¹ Contador Público (UDELAR), Doctor en Economía Aplicada (S.I.C) por la Universitat de Catalunya. Profesor Titular de Finanzas, Maestría en Finanzas (UDELAR). Pos Doctorado en Finanzas, University of California at Los Angeles (UCLA).

Para obtener su objetivo fundamental.

Entendimiento 2: el objetivo central de las finanzas es maximizar el valor de la firma

1. Doctor en Economía Aplicada, Catedrático de Finanzas-Maestría en Finanzas de Udelar y UM. Presidente del Banco Central del Uruguay (1985-90;1995-1996)

III. Las funciones de las finanzas

Trabajando sobre esos pilares las finanzas buscan obtener ese objetivo a través de tres políticas básicas, que son:

1. **Decisiones de inversión**, sean estas en activos de trabajo como son las disponibilidades, las cuentas a cobrar y los inventarios o se en activos no corrientes como son los activos fijos (inmuebles, maquinarias y equipo, etc.). En los comienzos de la teoría financiera se enfatizaba en el estudio de las inversiones individualmente consideradas, lo que fue evolucionando a incorporar además, el efecto que cada inversión individual tiene sobre el resto de las inversiones de la empresa. O sea, que impacto tiene la inversión individualmente considerada y además su efecto en el portafolio de inversiones de la empresa.
2. **Decisiones de financiamiento**. Estas son, en buena medida el objeto del seminario que nos convoca y, por tanto, la decisión que más importancia damos en este trabajo.
¿Trata así tópicos como: cuales son la mezcla de deuda y fondos propios en la estructura financiera óptima de la empresa?; ¿Cuáles son los límites del endeudamiento?; ¿Qué proporción de fuentes de corto y largo plazo tiene que tener la empresa? ; ¿Cuál es la mezcla de monedas de esas fuentes? , por mencionar algunas preguntas que debe responder esta área de las finanzas.
3. **Política de dividendos**. Esta debe balancear aspectos cruciales de la firma. Por una parte debe retribuir a los poseedores del capital accionario y por otra, priva a la empresa de recursos propios generados internamente.

Estas tres decisiones que aquí exponemos separadamente a los efectos explicativos, en los hechos pueden concurrir conjuntamente en una decisión empresarial.

Todas ellas deberían estar orientadas al gran objetivo financiero, esto es, *la maximización del valor de la empresa*.

Cada una de estas políticas la empresa las puede hacer actuar ya sea *activamente* o *residualmente*.

Por ejemplo una política activa es mantener una proporción de endeudamiento constante en el correr de la actividad de la empresa. Una política activa de dividendos es distribuir, por ejemplo siempre el 50% de las utilidades y un ejemplo de política activa de inversiones es llevar adelante todas aquellas que aporten valor a la empresa. , es decir que tengan un valor presente neto esperado positivo.

En su devenir, la empresa toma posición- a sabiendas o no- de que estas políticas sean activas o residuales. Así por ejemplo, puede hacer activas las políticas de dividendos y de endeudamiento y entonces, queda la inversión como residual. O sea, se harán las inversiones que se puedan después de cumplir con las de endeudamiento y dividendos. O pueden ser activas las políticas de inversión y de endeudamiento, quedando como residual la de dividendos o, pueden ser activas la de dividendos e inversión y entonces queda como residual la de endeudamiento.

Estas tres políticas están interrelacionadas. Si se hacen las tres activas, seguramente se deberá incorporar nuevos aportes de capital propio. Son reducidos los nuevos aportes de capital en Uruguay en las políticas financieras de las empresas. Ello lleva a que alguna política que se pensaba activa termine siendo residual.

Entendimiento 3: las empresas, financieramente, tienen tres políticas que están interrelacionadas: inversión, endeudamiento y dividendos. Ellas pueden ser activas o residuales. Accionar como activas a las tres suele hacer necesario nuevos aportes de capital propio.

Entendimiento 4: Una patología financiera de amplia difusión en Uruguay-conforme a la evidencia empírica- es hacer activa la política de inversiones y la de dividendos y que, al no haber aportes de capital, queda residual la política de endeudamiento, llevando en muchos casos a llevar al mismo a niveles excesivos.

IV. Impuestos y financiamiento de la empresa

Las sociedades anónimas están sujetas al pago de impuestos. En el caso de Uruguay y en cuanto concierne a este trabajo dos impuestos son relevantes: el impuesto a la renta y el impuesto al patrimonio.

Para el impuesto a la renta, los intereses de las deudas son un gasto deducible. Sin embargo, los fondos propios que tienen su costo y que, por razones de riesgos involucrados son más altos que el costo de las deudas, la cuantía de su costo no es un gasto deducible para el impuesto a la renta.

De manera que, un empresario, en la opción de endeudarse o aportar fondos propios al financiamiento de la firma, si opta por la primera situación se verá beneficiado pagando menos impuesto a la renta.

De la misma forma, al tomar deuda, ella se deducirá de los activos y el patrimonio será menor que si hubiera optado por financiarse con aportes de capital propio. Por tanto, pagará menos impuesto al patrimonio.

O sea, el Fisco, en la opción de una empresa financiarse con deudas o fondos propios, - me consta que sin proponérselo como política pública- en los hechos, sin embargo hace que, fiscalmente sea más favorable financiarse con endeudamiento que con aportes de capital propio.

Entendimiento 4: al ser los intereses de las deudas un gasto deducible para el impuesto a la renta y no el costo de los fondos propios, favorece la opción de endeudarse. De la misma forma ,al endeudarse en lugar de financiarse con fondos propios pagará menos impuesto al patrimonio. En suma, en el caso uruguayo el financiarse con deudas en lugar que con fondos propios tiene, desde el punto de vista fiscal un beneficio al pagar menos impuesto a la renta e impuesto al patrimonio.

Cabe señalar que, en algunos países-muy pocos por el momento- el costo de los fondos propios ya empieza a ser reconocido como un costo y por tanto , un gasto deducible a los efectos del impuesto a la renta, subsanándose , al menos en parte ese sesgo a favor del endeudamiento.

He pensado que un ejemplo podría ser de utilidad para una comprensión más adecuada del entendimiento 4.

Ejemplo

Una empresa tiene al fin del año 1 los siguientes estados de situación y de resultados del año 1 expresados en unidades monetarias (pesos uruguayos) del año 1. Todos los activos y pasivos son en pesos y demás datos expresados, son también en pesos.

Todos los activos y pasivos están localizados en Uruguay.

La tasa de interés promedio que cuesta la deuda es el 10 % y la tasa efectiva de Impuesto a la Renta de las sociedades es el 25% y la tasa del Impuesto al Patrimonio es del 1.5%. (1)

Año 1

Estado de Situación al 31 de diciembre

Activos		Pasivos	
. Activos corrientes	700	Deudas	600
. Activos no corrientes	<u>300</u>	Patrimonio neto	<u>400</u>
-	1000		1000

Estado de Resultados (ejercicio cerrado al 31 de diciembre)

Ventas	1600	
Costos	- 1300	
Intereses	- 60	
Impuesto a la Renta	- 60	(1600-1300-60) x 0.25
Impuesto al Patrimonio	- 6	(1.5%x400)

174

(1) Las deudas son bancarias y de saldo queda incambiado durante el ejercicio. (si fueran deudas comerciales, proveedores de bienes y servicios opera igual, estas normalmente no tienen intereses explícitos.

En el año 2 la empresa debe incrementar su Activo Corriente en 100 para su manejo de fondos, por lo que, en primera instancia pasa a 800 (700+100). Para financiarlo se puede optar por deuda al mismo interés señalado o por fondos propios.

Se analizará primero la situación de financiar con **deudas**.

Los datos preliminares para trabajar el ejercicio 2, antes de la determinación final de los impuestos y el resultado es incompleto y esos datos son:

Activo Corriente	800	Deudas	700
Activo No Corriente	300		

Mientras del Estado de Resultados tenemos que es

Ventas	1600	
Costos	- 1300	
Intereses	- 70	

Ganancia antes Imp	230	
Impuesto a la Renta	- 57.5	(1600-1300-70) x 0.25
Impuesto al Patrimonio	7.5	

Ganancia Neta	165	

Es útil dejar sentado como se calculó el impuesto al patrimonio.

Activos	1330	(800 + 230 + 300)
Deudas	700	

Patrimonio a gravar	630	

Impuesto al patrimonio es igual al 1.5 % de 630 que es igual a 7.5

Cabe recordar que el gasto por impuesto a la renta e impuesto al patrimonio no constituyen gastos deducibles para el impuesto a la renta.

El Estado de Situación final del año 2 será

Activos corriente	1030	Deuda	700
		Impuestos a pagar	65
Activos no corrientes	300	Patrimonio Neto	565 (400 + 165)
	-----		-----
Total	1330		1330

La deuda por impuestos, registrada en el Estado de Situación no constituye pasivo deducible en la liquidación de impuesto al patrimonio.

Pasando ahora a la situación de financiar con **fondos propios** los resultados serían los siguientes:

Algunos elementos primarios para el estado de situación serian

Activos Corrientes	800	Deuda	600
Activos No Corrientes	300		

Con referencia al Estado de Resultados tenemos que

Ventas		1600
Costos	-	1300
Intereses	-	60
		<hr/>
Ganancia antes de Impuestos		240
Impuesto a la Renta		60
Impuesto al Patrimonio		11.1
		<hr/>
Ganancia Neta		168.9

Para el cálculo del impuesto al patrimonio se tiene

Activos		1340
Deudas	-	600
		<hr/>
		740

El impuesto al Patrimonio es el 1.5% de 740, o sea 11.1

El Estado de Situación al cabo del año 2 quedaría:

Activos Corrientes	1040	Deudas	600
Activos no corrientes	300	Impuestos a pagar	71.1
		Patrimonio Neto	668.9 (500 + 168.5)
	<hr/>		<hr/>
	340		1340

Resumiendo, la situación en el caso de financiarse con endeudamiento o con fondos propios resultaría como sigue:

	Con Deudas	Con Fondos Propios
Renta	57.5	60
Patrimonio	7.5	11.1
	<hr/>	<hr/>
	65	71.1

Este ejemplo deja como conclusiones las siguientes:

- 1. Se pagan menos impuestos si la empresa se financia con deuda que con fondos propios, 65 y 71.1 respectivamente.**
- 2. Las ganancias-tal como viene definida en el universo contable- en términos absolutos son mayores si la empresa se financia con fondos propios que con deuda. 168.5 en el primero de los casos y 165, si se financia con deuda.**
- 3. Sin embargo, la situación resulta la contraria si se consideran las ganancias por acción.**

Supongamos que en el caso de financiarse con endeudamiento las acciones fueran 400, el valor contable de cada acción sería 1,41 resultante de dividir el patrimonio neto de 565 entre 400 acciones. En cambio, en la situación de financiarse con fondos propios el valor del patrimonio neto por acción sería 1,34 que surge de dividir 668.9 entre 500.

Un resumen de los resultados de ambas alternativas sería:

	Con Deuda	Con Fondos Propios
Imp. A la Renta	57,5	60
Imp. Al Patrimonio	7,5	11,1
Resultado	164	168,9
Ganancia por acción	0,41	0,34

V. Costo de las deudas y costo de los fondos propios.

Más allá de alguna formas híbridas de financiamiento de las empresas, las dos grandes tipos de fuentes de financiamiento a que ellas acuden son, las deudas y los aportes de capital es decir los fondos propios.

El costo de una deuda, no es solo la tasa de interés que promete el instrumento de deuda utilizado. Es en realidad, la tasa de rendimiento entre los fondos que recibe la empresa y todos los pagos que debe hacer ya sea por intereses, principal, gastos , depósitos en cuenta y todo otro tipo de erogación o restricción que imponga costos explícitos o implícitos.

El costo de la deuda tiene de hecho, menor costo que la inversión que hace quien invierte sus fondos en el patrimonio de la empresa.

¿A qué se debe que los fondos propios tengan más costo que las deudas? La causa es, básicamente que los fondos propios tienen más incertidumbre en sus rendimientos que el precio que se paga por una deuda que está pactado y que es una tasa prometida.

¿Y cuál es el costo de los fondos propios? Es el *costo de oportunidad* de los mismos. Entiendo por *costo de oportunidad*, el rendimiento esperado que se sacrifica por invertir en un activo, en lugar de hacerlo en el mejor proyecto alternativo al que se renunció invertir, dentro de la misma clase de riesgo.

La determinación de ese costo de oportunidad, tomo formalización matemática sobre los años 60 del siglo XX. En particular, las investigaciones del economista de la Universidad de Stanford, William F. Sharpe quien desarrollo un modelo para su determinación que, básicamente se sigue utilizando hoy día. Sharpe en 2002, recibiría el Premio Nobel de Economía por su importante contribución que permitió pasar de un

enunciado puramente cualitativo de costo de oportunidad, a poder cuantificar el mismo. Si bien no es el único modelo desarrollado es el más vigente aun hoy.

El modelo conocido como CAPM (*Capital Assets Pricing Model*)² viene expresado de la siguiente forma:

$$R_i = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_i$$

Donde

R_i = rendimiento esperado del activo i

r_f = tasa libre de riesgo (por ejemplo, tomada como la tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos)

r_m = tasa media de rendimiento de los activos riesgosos del mercado

β_i = la medida de la sensibilidad de los rendimientos del activo i con respecto a los riesgos sistémicos.

De esta manera, podemos establecer el siguiente entendimiento sobre este punto.

Entendimiento 5: El costo de los fondos propios es mayor que el costo de las deudas para compensar la mayor incertidumbre involucrada en los primeros. El costo de los fondos propios, es el costo de oportunidad de los mismos, que viene determinado por modelos como el CAPM

VI. Hacia el endeudamiento óptimo de la empresa.

Un punto que es inevitable abordar en la vida de las empresas es hasta donde es: ¿Cuál es el límite del endeudamiento de una empresa?

Naturalmente que en la conformación de la estructura financiera de la firma existen diversos aspectos a considerar. El costo del capital en su versión tradicional así como en la postura de Modigliani y Miller de 1958 y en su posterior corrección de 1963 han dado aportes significativos para la respuesta a esa pregunta,. Pero también se agregan otras, como los efectos de los impuestos (ya sumariamente tratada antes), los costos de bancarrota, los costos de agencia, el sector a que pertenece la empresa (no es igual el

² Un análisis detallado del modelo encuentra en Ross, S. R. Westerfield, J. Jaffe y Bradford Jordan, (2016) "Corporate Finance" 11 Ed. McGraw Hill o en Pascale R. (2009) "Decisiones Financieras" 6ta Ed. Pearson-Prentice Hall.

financiamiento de un supermercado como el de una empresa como la UTE) y otras teorías que aportan elementos para configurar el límite citado.

Un abordaje completo del tema, desborda los objetivos de este trabajo, pero en la bibliografía citada más arriba puede encontrarse material detallado.

De manera que en este punto vamos a transitar por tres pasos que nos parecen imprescindibles, a efectos de una síntesis, que pueden ser de utilidad. Estos pasos pueden considerarse como sucesivos a estos efectos, aunque en la realidad pueden no ser parcial o totalmente concomitantes.

En primer lugar, para definir cuál es la estructura óptima, la teoría tradicional para definir la estructura financiera de la empresa da una primera respuesta.

La visión tradicional entiende que distintos niveles de endeudamiento afectan el valor de mercado de la empresa y, naturalmente, su costo de capital.

En efecto, por razones de riesgo, el costo del endeudamiento aparece como menor que el de los fondos propios. Ambos, a medida que aumenta el endeudamiento, tienen una evolución creciente.

¿Cómo evoluciona entonces el costo total del capital de la empresa a medida que crece el endeudamiento?

La teoría afirma que luego de una porción decreciente se efectúa un mínimo, que puede ser un punto o una gama, para comenzar entonces a crecer después.

Este costo total viene dado por:

$$k_0 = k_e p_1 + k_d p_2$$

Donde:

k_0 = Costo total del capital de la empresa.

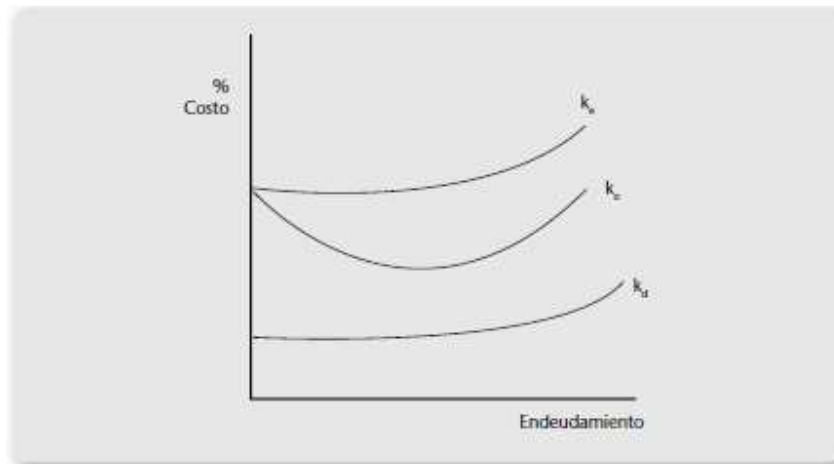
K_e = Costo de los fondos propios.

K_d = Costo del endeudamiento.

p_1 = Proporción de los fondos propios en el total del financiamiento.

p_2 = Proporción del endeudamiento en el total del financiamiento.

En los primeros niveles de endeudamiento, aunque la tasa de capitalización de los fondos propios crezca, los beneficios obtenidos por un endeudamiento a bajo costo son tales que hacen crecer el valor de mercado de las partes de capital o, visto de otro ángulo, hacen descender el costo total de capital de la empresa. Al entrar en la ponderación expresada en la ecuación, el endeudamiento a un costo más bajo que los fondos propios hacen descender el costo total.



Luego de una porción decreciente al seguir aumentando en forma moderada el endeudamiento, los beneficios referidos antes se neutralizan y el costo total se hace mínimo en un punto, o se estabiliza por un segmento definido por distintos rangos de endeudamiento.

Al seguir aumentándose el endeudamiento de la empresa los riesgos se acrecientan, tanto k_e como k_d crecen velozmente, y el costo total del capital crece.

Esta teoría, basada en lo que se conoce como enfoque de las utilidades netas, llega entonces a establecer una relación óptima de endeudamiento: sería aquella en la cual se minimiza el costo de capital conjunto.

Entendimiento 6: La firma encuentra en base al costo del capital, su estructura financiera óptima cuando ese costo se minimiza. El primer paso es ese. Saber a qué nivel de deuda se minimiza el costo del capital.

En segundo lugar, aparece un primer refinamiento. Una empresa puede encontrar su estructura financiera óptima cuando se minimiza el costo del capital. A ese nivel de endeudamiento lo hace mínimo. Pero ese nivel de endeudamiento es factible de ser solventado por la empresa? En otras palabras, puede darse el óptimo en un 60% de endeudamiento con respecto a los activos y el 40% restante con fondos propios. Pero es sustentable desde el punto de vista financiero el servicio de deuda (intereses, principal, y otros costos).

Aquí es necesario ver si los flujos resisten ese pago de servicio de deuda. En particular en situaciones adversas de la empresa. Entonces el primer entendimiento en este punto, el 6, debe complementarse con otros aportes. A eso se refiere el entendimiento 7.

Entendimiento 7. La firma se endeuda hasta donde los flujos de fondos lo permitan. Allí aparece la propensión o aversión al riesgo del empresario. Hasta donde lo permitan, significaría hasta donde en la situación adversa más probable se soporte el servicio de deuda..

Un tercer paso, lo configura: hasta donde se financia la empresa con fondos permanentes de mediano y largo plazo y hasta donde se financia con fondos de corto plazo?

Se nos hace necesario en este punto recurrir al *modelo general de la empresa* que exponemos seguidamente.

Es habitual clasificar *contablemente* los activos en corrientes y no corrientes. Entre los primeros aparecen como típicos los inventarios, las cuentas por cobrar y las disponibilidades. Los activos fijos son un ejemplo clásico de la segunda clase.

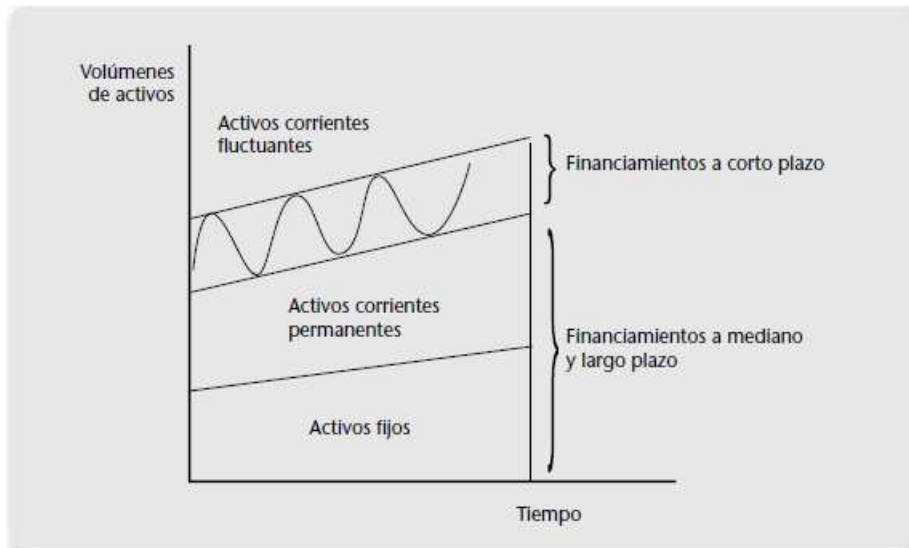
Si bien desde la perspectiva contable los inventarios se clasifican como activos corrientes, desde *el punto de vista financiero* se suele distinguir en ellos una parte que es fluctuante y otra que es permanente. En esta última porción de los inventarios deben situarse los stocks mínimos.

Una apreciación similar puede hacerse, por ejemplo, con las disponibilidades. Es difícil que una empresa no tenga establecida una caja mínima, esto es, un nivel bajo el cual no descienden sus disponibilidades.

De la misma forma, se podría repasar la situación de los demás activos corrientes, donde se percibiría una porción permanente.

Pero junto con esta porción permanente que se aprecia en cada uno de los activos corrientes, otra parte de ellos es fluctuante. Ello tiene directa relación con el ciclo de caja de la empresa. El proceso de adquisición de materias primas cuando se financia con proveedores, por ejemplo, lleva a acrecentar los activos corrientes. Luego, durante el proceso de manufacturación, se agregan a ellos otros insumos, tales como mano de obra, gastos, etcétera; vuelven, entonces, a crecer los activos corrientes. Es probable que la empresa recurra otra vez a fuentes de financiamiento ajenas para financiar estas nuevas inversiones. Por último, vende los productos y se supone que lo hace a crédito. En esta oportunidad vuelven a crecer los activos. Aquí se produce el pico de la inversión del ciclo. Finalmente, con el cobro de las cuentas por cobrar y el correspondiente pago de los financiamientos utilizados para solventar el ciclo, los activos corrientes decrecen.

Si bien experimentan un decrecimiento, ellos se ubican a un nivel superior del que tenían cuando se inició el ciclo. Ello se debe, básicamente, al ahorro de la empresa (utilidades retenidas más depreciaciones).



Los activos fijos, por otra parte, tienen una naturaleza permanente.

En suma, desde el punto de vista financiero, los activos se pueden clasificar en fluctuantes y permanentes.

Entre los primeros están las inversiones en activos corrientes que se derivan del ciclo de producción y comercialización de la empresa.

En los permanentes se suma a los activos no corrientes la posición permanente de los activos corrientes.

Esta distinción de los activos en fluctuantes y permanentes, que se recoge gráficamente, lleva su contrapartida en el financiamiento. Así, las fuentes de corto plazo, como los préstamos que otorgan los bancos comerciales o los créditos de los proveedores, se destinan en gran parte al financiamiento de los activos corrientes fluctuantes.

Por el contrario, el financiamiento de los activos permanentes (tanto corrientes como fijos) debe realizarse con fuentes de mediano y largo plazo, dentro de las que se encuentran las fuentes propias (ya sean externas o internas), o ajenas (contratadas o espontáneas).

Entendimiento 8. En condiciones de neutralidad frente al riesgo, la empresa debería financiar sus activos permanentes (sean estos la porción permanente de los activos corrientes como los activos de largo plazo como son los activos fijos), con fuentes permanentes y, con fondos de corto plazo los activos corrientes fluctuantes. No como el viejo paradigma que señalaba que solo los activos fijos se financiaban con pasivos de largo plazo. También debe incorporarse la porción de los activos corrientes que son permanentes.

PARTE B . HALLAZGOS SOBRE LA ANATOMIA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

Los hallazgos que a continuación se presentan surgen de una investigación realizada recientemente (Pascale, R “Tamaño y Finanzas” (2017). Si bien la investigación completa toma varios sectores de la economía uruguaya, en esta oportunidad por razones de espacio se presentan algunos hallazgos correspondientes a la industria manufacturera. Asimismo la investigación toma el período 2009-2015. Por las mismas razones se presentan los resultados del año 2015.

VII. Endeudamiento de las empresas

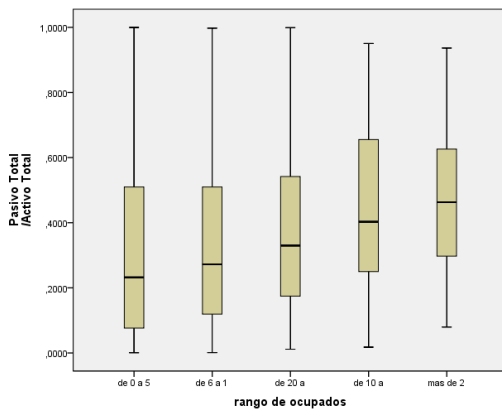
La misma esta medida por el ratio pasivo total a activo total

2015	Estratos ocupación	1 a 5	6 a 19	20 a 99	100 a 199	más de 200	de 1 a + de 200
	Cantidad empresas	811	1478	801	105	90	3285
	media	0,31364	0,33244	0,37839	0,44433	0,47135	0,34639
	mínimo	0,00068	0,00097	0,01154	0,0178	0,07969	0,00068
	máximo	0,99947	0,9974	0,99902	0,95021	0,93623	0,99947
	media ponderada	0,41583	0,28526	0,346306	0,33456	0,47211	0,40069
	cantidad de empelados/estrato	2469	16122	31299	14637	43229	107756
	% empelados por estrato	2,29	14,96	29,05	13,58	40,12	100,00

Fuente: Pascale, Ricardo (2017) op. cit.

El box-plot que continúa muestra gráficamente la evolución a nivel de estratos del endeudamiento

Pasivo Total
/Activo Total



Hallazgo 1: A mayor tamaño de empresa mayor endeudamiento

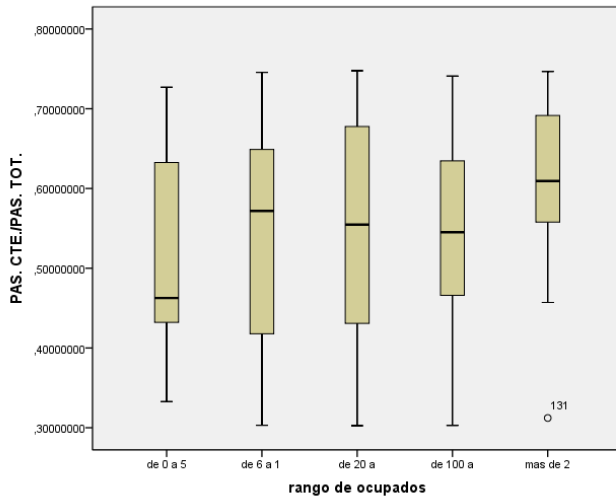
Hallazgo 2: El endeudamiento total para la muestra en promedio simple es del 35% y la media ponderada del 40%

Los resultados obtenidos de la proporción de la deuda a corto plazo en la deuda total se aprecia en el cuadro y box plot que siguen y permiten extraer los siguientes hallazgos

2015	estratos	1 a 5	6 a 19	20 a 99	100 a 199	más de 200	de 1 a + de 200
	cant. empresas	798	1462	796	105	88	3249
	media	0.99273	0.97754	0.95079	0.89848	0.84199	0.96849
	mínimo	0.33277	0.30298	0.30254	0.30283	0.31224	0.30254
	máximo	1	1	1	1	1	1
	media ponderada	0,95186	0,84308	0,84345	0,84646	0,745306	0,79028

Fuente: Pascale, Ricardo (2017) op. cit.

PAS. CTE./PAS. TOT.



Hallazgo 3. La enorme mayoría de la deuda es a corto plazo. Ella, en el total de la deuda oscila entre el 97 y 80% según se considere la media simple o la ponderada respectivamente.

Hallazgo 4 La deuda a corto plazo es menor cuanto más grande es la empresa

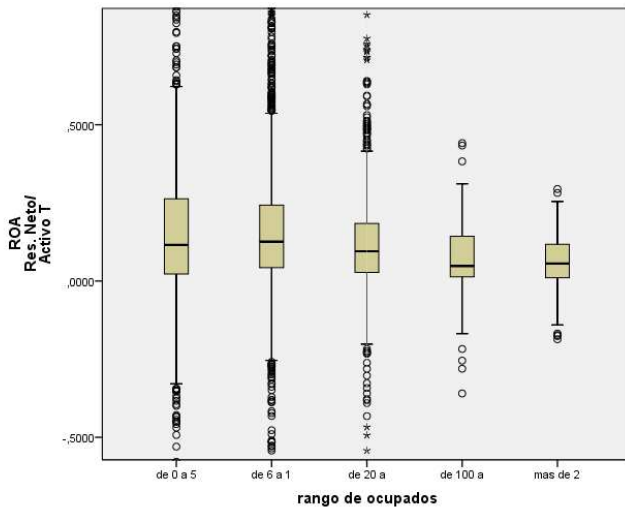
VIII. Rentabilidad de las empresas

La rentabilidad sobre activos medida como los resultados netos sobre los activos promedios arrojan los resultados que se presentan en el cuadro y box plot que continúan.

2015	<i>estratos</i>	<i>1 a 5</i>	<i>6 a 19</i>	<i>20 a 99</i>	<i>100 a 199</i>	<i>más de 200</i>	<i>de 1 a + de 200</i>
	<i>cant. empresas</i>	783	1458	798	105	90	3234
	media	0.16059	0.16788	0.11930	0.06866	0.06196	0.14796
	mínimo	-0.98284	-0.92191	-0.91983	-0.67110	-0.18652	-0.98284
	máximo	195025,00000	197581,00000	170360,00000	0.91294	0.29442	197581,00000
		0.05900	0.08829	0.11891	0.14705	0.05580	0.09143

Fuente: Pascale, Ricardo (2017) op. cit.

ROA
Res. Neto/
Activo T



De la investigación se desprenden los siguientes hallazgos.

Hallazgo 5: La rentabilidad sobre activos de las empresas oscila en promedio entre un 15% y un 9% si se consideran promedios simples o ponderados.

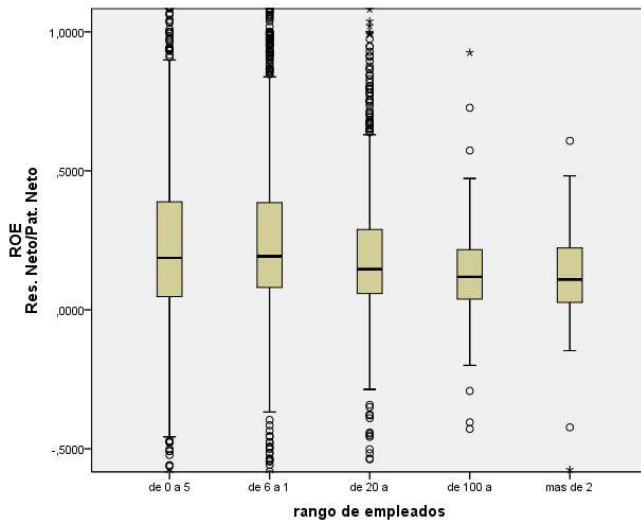
Hallazgo 6: La rentabilidad decrece a medida que crece el tamaño de las empresas.

La rentabilidad sobre el patrimonio neto viene expuesta en el cuadro y grafico que sigue. De la misma se extraen los siguientes hallazgos.

2015	<i>estratos</i>	<i>1 a 5</i>	<i>6 a 19</i>	<i>20 a 99</i>	<i>100 a 199</i>	<i>más de 200</i>	<i>de 1 a + de 200</i>
	<i>cant. empresas</i>	739	1416	774	99	87	3115
	media	0.25455	0.25954	0.18314	0.12102	0.096997	0.23043
	mínimo	-0.93705	-0.92160	-0.94535	-0.67727	-0.79502	-0.94535
	máximo	1,9288	1,9216	1,6457	0.92545	0.60794	1,9288
	media ponderada	0,10824	0,13279	0,18645	0,26633	0,11542	0,1685

Fuente: Pascale, Ricardo (2017) op. cit

ROE
Res. Neto/Pat. Neto



Hallazgo 7. La rentabilidad de las empresas medidas sobre su patrimonio neto oscila entre el 23 y 17 % según se considere la media simple o la ponderada.

Hallazgo 8. La rentabilidad sobre el patrimonio neto de las empresas disminuye a medida que la empresa tiene mayor tamaño

IX. Consideraciones finales

A través del trabajo se han expuesto algunos rasgos estilizados de la fisiología de las finanzas de las empresas, que puede aportar elementos normativos para el desempeño económico y financiero de las empresas.

Ya a nivel de evidencia empírica, se exponen los datos más recientes de que se cuenta sobre algunos aspectos de la realidad financiera de las empresas manufactureras del Uruguay. En este punto es remarcable el peculiar comportamiento en nuestro caso de las empresas según su tamaño. Como se vio a mayor tamaño corresponde mayor endeudamiento y al mismo tiempo a mayor tamaño corresponde menor rentabilidad sea esta medida sobre activos que sobre patrimonio neto.

Estos hallazgos empíricos no siempre en línea con la teoría, dan un elemento para continuar investigando ahora sobre la causalidad de este fenómeno.