

# Rasgos estilizados de las Finanzas Empresariales

Industria manufacturera y comercio en el Uruguay. 2010 – 2016.

**Ricardo Pascale\***

## 1. Introducción

La medición económica, en general, ha avanzado en los países y en el nuestro en particular. Las informaciones empero, se orientan hacia un nivel de variables agregadas de cuentas nacionales, balanza de pagos, estadísticas monetarias, precios. Sin embargo, es mucho menor, lo que se conoce acerca de las finanzas de las unidades económicas, que han mantenido considerable retraso, respecto a otras variables.

Este trabajo, se **motiva** en una falta de información que incluye la actualización de la misma. Los últimos trabajos de amplio espectro de las finanzas, de las unidades económicas, datan de varias décadas (Pascale, 1978, 1982, 1994) y las encuestas de información financiera de la Dirección General de Estadísticas y Censos (1985). Posteriormente, se han realizado estudios destacables que han apuntado, a algún aspecto específico, tal como, cuáles son los determinantes del endeudamiento. Bentancor, (1999), Monteserín y Chiapori, (2004), Munyo, (2003), Robledo, (1994), Gili (2005), Muñoz, López y Franco (2010). Más recientemente, Pascale *et al* (2013), realizaron un avance llegando hasta el año 2012 con información financiera de las empresas. Estimamos de la mayor relevancia, conocer con amplio espectro la situación de las finanzas empresariales y su rentabilidad, y esto es lo que ha motivado este trabajo que tiene como propósito, presentar con información reciente una anatomía general de la situación financiera de las empresas, que pueda ser de utilidad para académicos, profesionales y para la fijación de políticas públicas. La investigación, es muy amplia. Llegando a nivel de sectores hasta 5 dígitos de las CIIU, Rev. 4, y abarca una cantidad de información de las finanzas empresariales.

El **objetivo** de este trabajo es presentar una anatomía de las finanzas de las empresas manufactureras y comerciales en el Uruguay, poniendo en relieve los principales rasgos estilizados de las mismas. Por tanto, este trabajo, por las razones de espacio reglamentarias, presenta solo, una visión general de algunos aspectos que se consideraron más importantes.

Por otra parte, esta investigación, forma parte de un programa de investigaciones en finanzas en el que estoy abocado, por lo que pareció oportuno presentar una visión general del estado de las mismas que permita apreciar una visión panorámica del objeto de estudio. Otros trabajos posteriores, ingresan en aspectos específicos, como los de

---

\* Profesor (Emérito) Universidad de la República, Uruguay. Catedrático de Finanzas, Maestría en Finanzas (UDELAR).  
Doctor en Economía Aplicada por la Universitat de Catalunya. Pos Doctorado en Finanzas, University of California at Los Angeles.

determinantes de rentabilidad de las empresas, la productividad total de los factores en las mismas y otros temas, ver Pascale (2017).

El trabajo aborda los rasgos estilizados de tres aspectos sustantivos de las finanzas, a saber:

- **Aspectos de estructura financiera**
- **Aspectos de estructura de activos**
- **Aspectos de rentabilidad**

Está estructurado, presentando en la sección 2 la Base de datos y Método Empírico. Para en las secciones 3 y 4 abordar los rasgos de la Industria Manufacturera y el Comercio respectivamente. La sección 5 sintetiza y resume los hallazgos obtenidos, la sección 6 resume los hallazgos y conclusiones.

## **2. Base de Datos y Método Empírico**

Los datos utilizados para esta investigación provienen de la Dirección General Impositiva, de los formularios de empresas CEDE (Control Especial de Empresas) y no CEDE, con liquidación real y no ficta.

El universo estudiado, comprende a tres secciones de la clasificación CIIU Rev.4. Estas son: C, Industrias Manufactureras; G, Consumo al por mayor y al por menor y reparación de los vehículos de motor y de las motocicletas; y la H, Transporte y Almacenamiento.

Se trabajó con empresas a partir de 6 empleados, divididas en 4 estratos de ocupación, a saber de 6 a 19, de 20 a 99, de 100 a 199 y más de 200 personas ocupadas. El número de casos estudiados (empresas), ha sido variable en los años en función de los datos presentados y depurados. En 2016, último año estudiado para Industria Manufacturera las empresas fueron 2244; para el Comercio, y para Transporte 2234 para el H. La base de datos son los estados de situación y de resultados de las empresas estudiadas, provenientes de los citados formularios y fueron sujetos a un proceso de revisión con el fin de eliminar inconsistencias o errores, que pudieran distorsionar los resultados del estudio.

El periodo cubierto por el trabajo es de siete años, o sea 2009-2012 y en el trabajo se utilizaron básicamente estadísticos descriptivos a partir de ratios, para poder caracterizar financieramente la población estudiada y establecer algunos rasgos estilizados.

Se procedió en dos aproximaciones: a) ratios ponderados por las variables involucradas de manera de contemplar el peso de cada empresa en forma consistente con su tamaño, y b) ingresan todas las empresas con la misma ponderación. Se ha utilizado en la presente investigación el software SPSS.

Para el año 2016 se exponen a partir del número de empresas con que se contó los estadísticos: media, mediana, varianza, desviación típica, asimetría y curtosis. No se han incorporado todos en los años anteriores, en donde aparecen

el número de casos, la media simple y la media ponderada. En un análisis de la información de años anteriores no se advierten cambios dignos de especial mención en el comportamiento de los mismos. Ello llevó a que no se presentaran para todos los años todos los estadísticos señalados. En todo caso, se incorpora para más informar los correspondientes también al año 2013.

La información que se presenta es a nivel agregados de estas grandes secciones. En todo caso, el autor está a disposición del interesado para brindar datos a varios dígitos, naturalmente en la medida que estén dentro de las normas jurídicas.

### 3. Rasgos financieros estilizados de las Industrias Manufactureras

#### 3.1 Aspectos de Estructura Financiera

Las tablas 1 y 2, están compuestas de la siguiente forma: en la primera, se exponen los principales estadísticos descriptivos para la variable **endeudamiento (calculada como el cociente entre deudas totales y activos totales)**, para los años 2013 y 2016 y, en la segunda parte se aprecia la evolución de la media simple y ponderada de la variable endeudamiento para el periodo 2009 - 2016.

El mismo tipo de presentación se efectuará en el resto del trabajo.

**Tabla 1.**

#### Industrias Manufactureras–Endeudamiento (Pasivo Total/Activo Total) - 2013 y 2016 - Total Sector

Estadísticos Descriptivos	Total Industrias Manufactureras	
	2013	2016
N° casos	2622	2244
Media Ponderada	0.43122	0.39258
Media	0.35177	0.35325
Mediana	0.30086	0.30617
Desv. Típica	0.24424	0.24691
Varianza	0.060	0.061
Asimetría	0.690	0.653
Curtosis	-0.368	-0.483

El análisis de la información muestra una cierta estabilidad en el período estudiado del nivel de deudas en relación a los activos totales, que se ubica en la media, en torno al 40%. Es decir, el 40% de los activos es financiado con endeudamiento y el 60% con fondos propios (capital integrado y utilidades retenidas). Cabe completar estas afirmaciones con señalar la existencia de una importante dispersión de los valores, conforme lo muestra la desviación típica. Asimismo, muestra un coeficiente de asimetría positivo, lo que está demostrando que existe una mayor concentración de valores a la derecha de la media.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Tabla 2**

#### Industrias Manufactureras–Endeudamiento (Pasivo Total/Activo Total) – 2010 - 2016 - Total Sector

Estadísticos Descriptivos	Total Industrias Manufactureras						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	2735	2709	2546	2622	3099	2474	2244
Media Ponderada	0.42572	0.42771	0.42321	0.43122	0.34403	0.40046	0.39258
Media	0.36320	0.35677	0.35024	0.35177	0.41003	0.35712	0.35325

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

## Rasgo Estilizado 1.

A nivel del total de Industrias Manufactureras, el financiamiento de los activos a través de deudas llega, en 2016 al 39%. Esta cifra se ve reducida al 35% si se toma la media simple. Ello es debido al menor endeudamiento de determinado grupo de empresas como se verá más adelante. La dispersión es amplia y la asimetría positiva.

Al ingresar en los estratos de ocupación, se aprecia en la tabla 3 y en el gráfico 1, que el endeudamiento crece con el nivel de personas ocupadas. Este comportamiento se repite con ligeras variaciones en los años que incluye el periodo. Hacia 2016, el estrato de menor personal ocupado (6-19 personas) llega a 31% de deudas totales a activos totales, creciendo hasta el 46% en el estrato de más de 200 personas ocupadas. Este comportamiento, que se repite en el tiempo va a pautar un segundo rasgo estilizado del endeudamiento de las finanzas de las empresas manufactureras uruguayas.

La evidencia empírica a nivel internacional en la industria manufacturera pone de relieve que la media del total de patrimonio neto comparado con el total de deudas (Merec et al, 2016), es claramente superior en Estados Unidos que en Europa (1.89 contra 1.36 respectivamente), lo que significa que las empresa americanas utilizan más fondos propios que deudas para financiar su actividad que las empresas europeas. Estas cifras equivaldrían en términos del ratio deudas sobre activos totales a 34.6% para USA y 42.4% para Europa.

Asimismo, estas investigaciones ponen de manifiesto que el endeudamiento en USA y Europa se aproxima al uruguayo.

**Tabla 3**

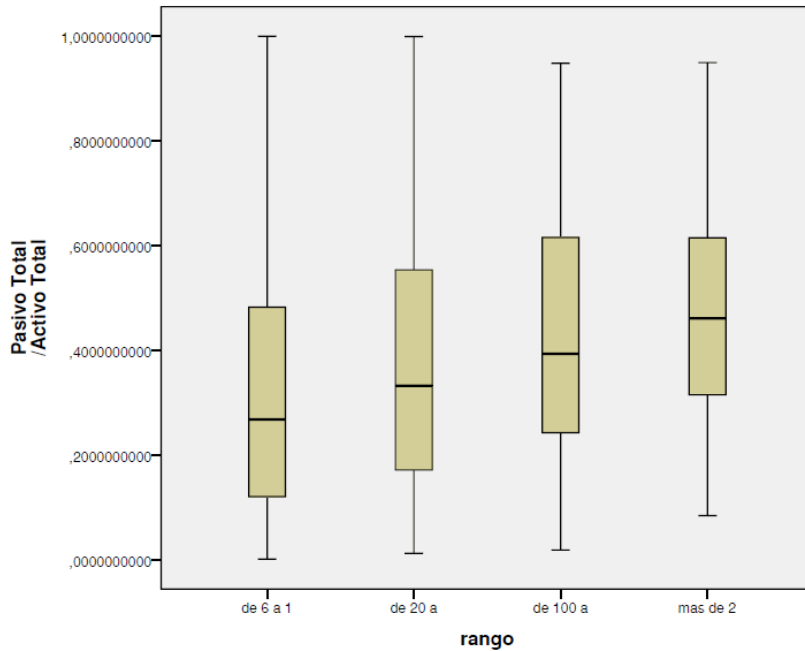
### Industrias Manufactureras – Pasivo Total/Activo Total - por Año y Estrato

Estadísticos Descriptivos	6 a 19 personas							20 a 99 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	1702	1664	1508	1551	1365	1478	1342	825	835	826	861	811	801	723
Media Ponderada	0,33072	0,33976	0,31174	0,29953	0,28933	0,28526	0,312	0,36218	0,41148	0,3879	0,41116	0,39055	0,3463	0,3372
Media	0,33839	0,33158	0,32084	0,32133	0,32913	0,33244	0,3297	0,36218	0,38228	0,3779	0,38011	0,37123	0,37839	0,3743

Estadísticos Descriptivos	100 a 199 personas							Más de 200 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	117	114	113	111	102	105	95	91	96	99	99	98	90	84
Media Ponderada	0,41697	0,37688	0,33223	0,33195	0,32936	0,33456	0,3398	0,41697	0,4755	0,49049	0,50079	0,46995	0,47211	0,4555
Media	0,44457	0,43067	0,42112	0,42578	0,43861	0,44433	0,4192	0,47973	0,48389	0,48628	0,49927	0,46122	0,47135	0,4722

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Gráfico 1 – Box-Plot<sup>1</sup> – Pasivo Total/Activo Total por Rango de personal ocupado**



Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

## Rasgo estilizado 2

**La variable endeudamiento medida como deuda total a activos totales, es mayor cuanto más grande es el tamaño de empresa.**

<sup>1</sup> El *box-plot*, contiene en la caja el 50% de los casos, en tanto que el 25% por encima y por debajo de ella son excluidos de la caja. La línea horizontal representa la mediana (el valor al percentil 50). La altura de la caja debe interpretarse como la distancia entre el primer y tercer cuartil. Las líneas que se extienden encima y debajo de la caja (conocidos como *whiskers*) representan el mayor y menor valor que no son considerados *outliers* (1,5 la altura de la caja desde los percentiles 75 y 25). Los *outliers* son representados por círculos o asteriscos (\*) y son de dos tipos, los *outliers* representados por círculos que están entre 1.5 y 3 alturas de la caja desde los percentiles 75 y 25 y; *outliers extremos*, que están más allá de 3 alturas de la caja.

### 3.2 Aspectos de Estructura de Activos

**Tabla 4 – Industria Manufacturera – Activo Corriente/Activo Total – 2013 y 2016 y Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector C	
	2013	2016
N° casos	2622	2244
Media Ponderada	0.61224	0.58935
Media	0.70382	0.71126
Mediana	0.75141	0.76477
Desv. Típica	0.22675	0.22658
Varianza	0.051	0.051
Asimetría	-0.729	-0.834
Curtosis	-0.214	-0.064

En 2016, se advierte una fuerte presencia de activos corrientes, en 59% (como media ponderada), y 71% (como media simple).

Junto con una amplia dispersión de la distribución en torno a la media, que se complementa con una considerable asimetría negativa, es decir existe una mayor concentración de valores a la izquierda de la media.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Tabla 5 Industria Manufacturera – Activo Corriente/Activo Total – 2010- 2016 y Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector C						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	2735	2709	2546	2622	3099	2474	2244
Media Ponderada	0.58580	0.57600	0.61382	0.61224	0.62127	0.59293	0.58935
Media	0.69847	0.70320	0.70442	0.70382	0.71057	0.71050	0.71126

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

La tabla 5 pone de relieve el considerable comportamiento estable del nivel de activos corrientes sobre los activos totales, en el correr del periodo considerado.

De estas comprobaciones puede señalarse el tercer rasgo estilizado.

#### Rasgo estilizado 3

**La proporción de activos corrientes con respecto a los activos totales es relativamente alta en las empresas manufacturera uruguaya, llegando al 60% como media ponderada y algo más del 70% como media simple.**

A nivel de estratos de ocupación, se advierte una baja de la proporción de activos corrientes sobre activo total, acentuándose en los tramos de mayor ocupación, como lo pone de manifiesto la tabla 6.

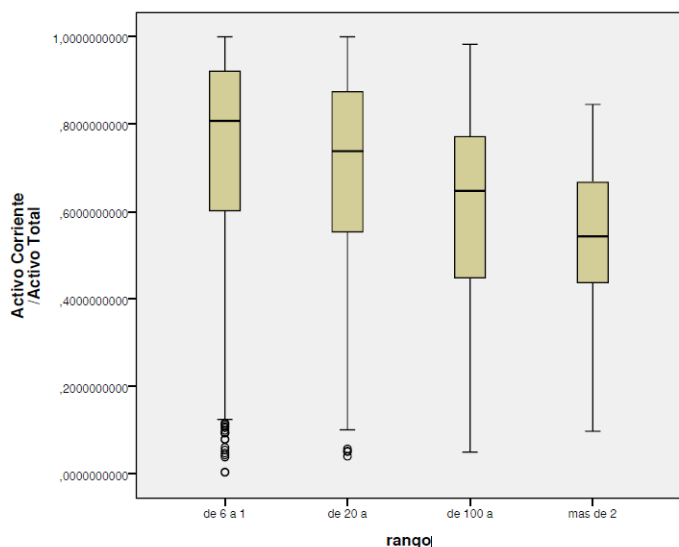
**Tabla 6 Industria Manufacturera – Activo Corriente/Activo Total – 2010- 2016 por ocupación**

Estadísticos Descriptivos	6 a 19 personas							20 a 99 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	1702	1664	1508	1755	1365	1478	1342	888	835	826	861	811	801	723
Media Ponderada	0,67878	0,69716	0,69897	0,29953	0,69589	0,64617	0,6043	0,65351	0,51422	0,64969	0,66848	0,66997	0,5638	0,5556
Media	0,72441	0,72756	0,73272	0,2833	0,72876	0,73322	0,7376	0,60886	0,68158	0,67876	0,68778	0,69248	0,69502	0,6953

Estadísticos Descriptivos	100 a 199 personas							Más de 200 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	117	114	113	111	102	105	95	91	96	99	99	98	90	84
Media Ponderada	0,63347	0,69546	0,70663	0,71506	0,74826	0,72018	0,7278	0,52498	0,53479	0,55098	0,53618	0,53975	0,54398	0,5415
Media	0,60886	0,62278	0,64139	0,65268	0,65405	0,64015	0,6122	0,5513	0,56444	0,5927	0,54786	0,54536	0,55704	0,5387

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Gráfico 2 – Box-Plot – Activo Corriente/Activo Total - por Rango de personal ocupado**



La tabla 6 y el grafico 2 dan pie a establecer un nuevo rasgo estilizado.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Rasgo estilizado 4**

**A mayor tamaño de empresa menor proporción de activos corrientes en el activo total.**

Los rasgos estilizados 3 y 4 son consistentes con los niveles de tecnología de la industria manufacturera uruguaya, que en su mayor proporción está ubicada en el estrato de baja tecnología conforme a las clasificaciones internacionales habitualmente utilizadas, como son Hatzichronoglou, T. (1997) y OECD (2003).

### 3.3 Aspectos de rentabilidad

**Tabla 7 – Industria Manufacturera – Resultado Neto/Ventas – 2013 y 2016 Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector C	
	2013	2016
N° casos	2573	2205
Media Ponderada	0.05268	0.03697
Media	0.07242	0.08820
Mediana	0.06674	0.06110
Desv. Tipica	0.11344	0.17677
Varianza	0.013	0.031
Asimetría	0.635	3.031
Curtosis	0.013	14.616

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Tabla 8 - Industria Manufacturera – Resultado Neto/Ventas – 2010-2016. Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector C						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	2695	2669	2502	2573	2336	2416	2205
Media Ponderada	0.06434	0.06239	0.06137	0.05268	0.06804	0.07297	0.03697
Media	0.07283	0.07438	0.07416	0.07242	0.07511	0.07890	0.08820

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

La rentabilidad medida como resultado neto sobre ventas en 2016, se sitúa sobre el 3.7% como media ponderada.

Ello significa un descenso sobre los años anteriores, como media simple, en cambio muestra un crecimiento llegando al 8.8%. (Tabla 8).

Debe resaltarse que la rentabilidad como media simple tiene una dispersión significativa y una asimetría positiva importante.

#### Rasgo estilizado 5

La media simple de rentabilidad sobre ventas se mantiene estable por encima de un 7%, con un crecimiento al fin del periodo considerado que alcanza el 8.8%, decayendo como media ponderada hacia el año 2016 a niveles del 3.7%.



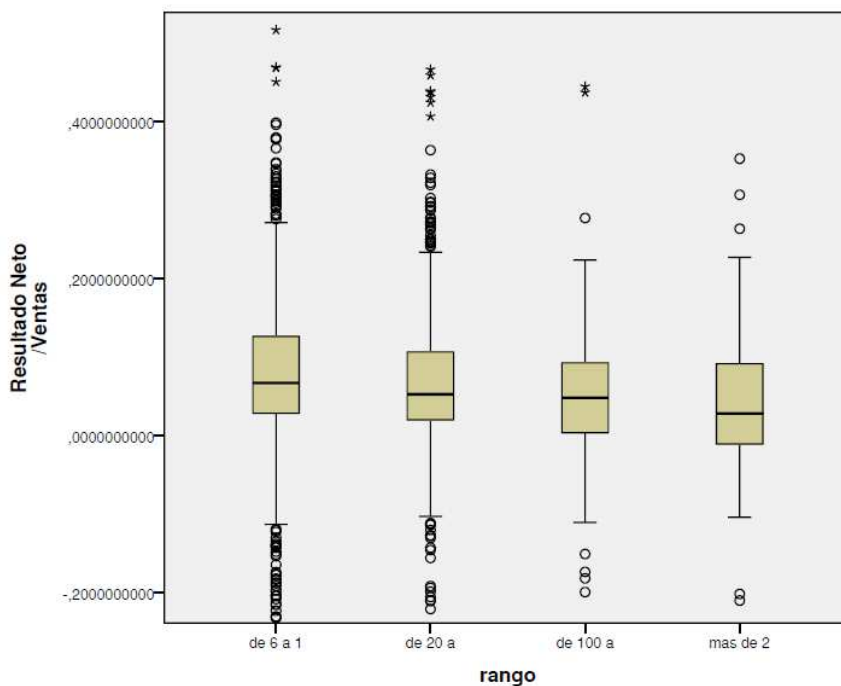
**Tabla 9 – Industria Manufacturera – Resultado Neto/Ventas - por Año y Estrato.**

Estadísticos Descriptivos	6 a 19 personas							20 a 99 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	1670	1630	1475	1513	1334	1432	1317	818	832	817	850	803	791	710
Media Ponderada	0,08098	0,0863	0,07639	0,08058	0,07958	0,09566	0,095	0,09381	0,06301	0,07055	0,069	0,07116	0,06702	0,072
Media	0,08075	0,08242	0,07921	0,08045	0,08107	0,07875	0,1051	0,06386	0,0652	0,07134	0,06695	0,06886	0,06736	0,0681

Estadísticos Descriptivos	100 a 199 personas							Más de 200 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	116	113	112	111	102	103	94	91	94	98	98	97	90	84
Media Ponderada	0,07287	0,08239	0,10087	0,08939	0,08603	0,17259	0,0523	0,03997	0,04411	0,04092	0,0282	0,05873	0,048	0,0369
Media	0,0575	0,0524	0,05982	0,05789	0,0708	0,06263	0,0497	0,02771	0,04267	0,03802	0,01802	0,04943	0,04225	0,0355

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Gráfico 3 – Box-Plot – Resultado Neto/Ventas - por Rango de personal ocupado**



Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

Los resultados de esta investigación a nivel de estratos de ocupación, muestran ya sea como media ponderada, como media simple, un comportamiento decreciente de la rentabilidad sobre ventas junto con un aumento del tamaño de la empresa medido este a través de su nivel de ocupación. (Tabla 9 y grafico 3).

### Rasgo estilizado 6

**Existe una relación inversa entre la rentabilidad sobre ventas y tamaño de las empresas (medida este por el personal ocupado). O sea, a mayor tamaño menor rentabilidad sobre ventas.**

**Tabla 10– Industria Manufacturera – ROA – 2013 y 2016 y Total Sector**

	Total Sector C	
Estadísticos Descriptivos	2013	2016
N° casos	2585	2178
Media Ponderada	0.05403	0.03715
Media	0.14523	0.13012
Mediana	0.11129	0.08642
Desv. Tipica	0.24405	0.24502
Varianza	0.060	0.060
Asimetría	1.282	1.691
Curtosis	7.439	7.881

La rentabilidad promedio ponderada sobre activos muestra una media ponderada hacia 2016 cercana al 4 % y en términos de media simple el 13%.

Debe señalarse que hay que tener presente la amplia dispersión que marca la variable al tiempo que tiene una asimetría hacia la derecha de la media.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Tabla 11- Industria Manufacturera – ROA – por Año y Total Sector**

	Total Sector C						
Estadísticos Descriptivos	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	2698	2677	2516	2585	2342	2436	2178
Media Ponderada	0.06625	0.06694	0.06355	0.05403	0.07419	0.10547	0.03715
Media	0.15457	0.15166	0.14851	0.11129	0.13834	0.13430	0.13012

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

La media en el periodo analizado, en términos ponderados muestra un decrecimiento el año 2016 en relacion a periodos anteriores. En términos de media simple aunque con altibajos se mantiene en el periodo por encima de dos digitos, llegando al citado 13% al final del periodo.

### Rasgo estilizado 7

**La media simple de rentabilidad sobre activos se mantiene estable por encima del 10%, con un decrecimiento al fin del periodo considerado que alcanza el 13%., decayendo como media ponderada hacia el año 2016 a niveles del 3.7%.**

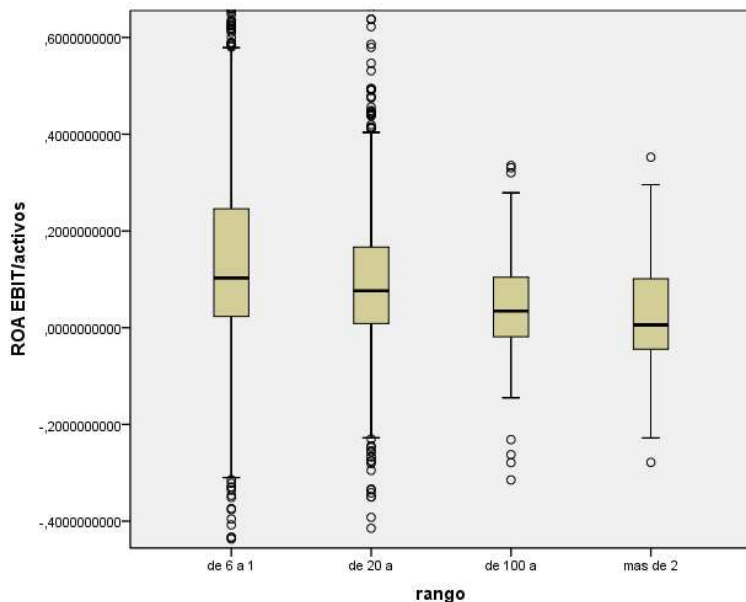
**Tabla 12 – Industria Manufacturera – ROA - por Año y Estrato.**

Estadísticos Descriptivos	6 a 19 personas							20 a 99 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	1669	1637	1485	1522	1338	1445	1281	821	830	819	853	804	795	718
Media Ponderada	0,1135	0,1201	0,09693	0,1001	0,1005	0,08199	0,07351	0,1033	0,0817	0,0869	0,07588	0,083	0,13026	0,05255
Media	0,1833	0,18003	0,16214	0,17537	0,16513	0,16238	0,1622	0,1204	0,1203	0,1222	0,11732	0,11241	0,10144	0,09757

Estadísticos Descriptivos	100 a 199 personas							Más de 200 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	117	114	113	111	102	105	95	91	96	99	99	98	90	84
Media Ponderada	0,0812	0,0858	0,1005	0,08568	0,0971	0,24733	0,0331	0,0328	0,04248	0,0348	0,02482	0,05797	0,03554	0,02584
Media	0,07497	0,06594	0,0647	0,06201	0,07194	0,03512	0,0407	0,03609	0,04002	0,03888	0,01554	0,0546	0,04164	0,0211

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Gráfico 4 – Box-Plot – ROA - por Rango de personas ocupadas- 2016**



Un análisis de los datos observados a nivel de tamaño de estrato tomado este como la cantidad de personal ocupado muestra igual que en el caso de la rentabilidad sobre ventas, ahora en la rentabilidad sobre activos un decrecimiento a medida que aumenta el tamaño de la empresa. Este comportamiento lo ha venido observando el autor desde varios años.

Un comportamiento que se repite en forma constante.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Rasgo estilizado 8**

**Existe una relación inversa entre la rentabilidad sobre activos y tamaño de las empresas (medida este por el personal ocupado). O sea, a mayor tamaño menor rentabilidad sobre activos.**

**Tabla 13 – Industria Manufacturera – ROE – por Año y Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector C	
	2013	2016
N° casos	2507	2112
Media Ponderada	0.12398	0.09012
Media	0.23727	0.21606
Mediana	0.18213	0.15633
Desv. Típica	0.32425	0.33506
Varianza	0.105	0.112
Asimetría	1.005	0.962
Curtosis	4.167	3.889

Consistente con rasgos anteriores de otras variables de rentabilidad observadas antes, también la rentabilidad sobre el patrimonio neto cae hacia 2016 a una media ponderada del 9% y en términos de media simple y en términos de media simple que alcanza un 21%.

Tiene una dispersión considerable aunque en términos relativos menores que otras variables y una asimetría positiva.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

### Rasgo estilizado 9

**La media simple de rentabilidad sobre patrimonio neto se mantiene estable por encima del 20%, con un decrecimiento al fin del periodo considerado que alcanza el 21%., decayendo como media ponderada hacia el año 2016 a niveles del 9 %.**

**Tabla 14 – Industria Manufacturera – ROE – por Año y Total Sector--**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector C						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	2634	2605	2464	2507	2292	2376	2112
Media Ponderada	0.13555	0.12624	0.14048	0.12398	0.14560	0.16937	0.09012
Media	0.25755	0.24442	0.23837	0.23727	0.23708	0.22294	0.21606

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

Al mismo tiempo consistente con años anteriores la media simple mantiene más estabilidad en tanto que la media ponderada muestra una trayectoria más estable con excepción de 2016.

Siguiendo la evidencia empírica comparada con USA y Europa, (Merec et al, 2016) las medias simples y sus desviaciones típicas (expuestas entre paréntesis) arrojan los siguientes resultados, en la industria manufacturera.

Para la rentabilidad sobre ventas en Usa llega al 5.37% (10.24%) y en Europa llega a 3.06% (11.13%). El ROA por su parte muestra un 4.78 (7.97%) y 3.35% (7.87%) respectivamente y el ROE, 11.88% (22.62%) y 7.24% (18.39%).

Se aprecia por una parte una mayor rentabilidad en los tres indicadores en Usa que en Europa, al tiempo que todos muestran una apreciable dispersión en torno a la media.

Por otra parte las cifras de Uruguay se muestran superiores en los tres indicadores.

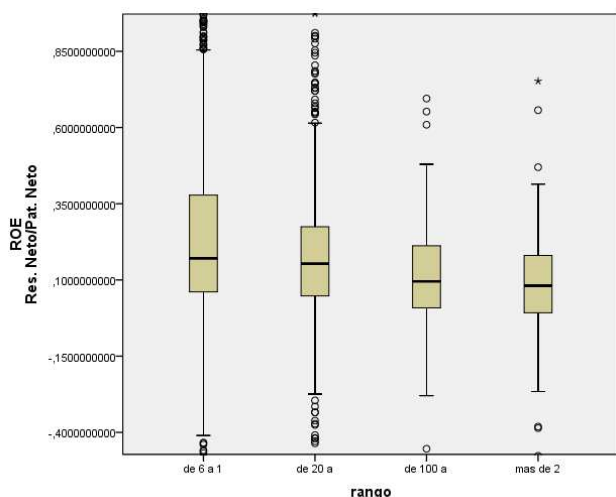
**Tabla 15– Industria Manufacturera – ROE - por Año y Estrato.**

Estadísticos Descriptivos	6 a 19 personas							20 a 99 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	1630	1586	1457	1478	1302	1416	1241	801	814	802	828	793	774	697
Media Ponderada	0,1748	0,18066	0,1575	0,15244	0,14957	0,13279	0,12513	0,17514	0,12213	0,1593	0,15696	0,15904	0,18645	0,10342
Media	0,29055	0,27508	0,27233	0,26946	0,27267	0,25954	0,25596	0,22274	0,21612	0,20824	0,20832	0,20166	0,18314	0,17408

Estadísticos Descriptivos	100 a 199 personas							Más de 200 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	114	110	108	108	100	99	93	89	95	97	92	97	87	81
Media Ponderada	0,16586	0,15551	0,17096	0,13963	0,13939	0,26633	0,06809	0,08864	0,10047	0,11231	0,09265	0,14155	0,11542	0,0874
Media	0,16937	0,15547	0,15297	0,14045	0,17438	0,12102	0,1134	0,07929	0,07788	0,07256	0,07486	0,11364	0,09699	0,08285

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Gráfico 5 – Box-Plot – ROE por Rango de personas ocupadas**



Nuevamente consistente con años anteriores en 2016 la variable muestra una caída a medida que aumenta el tamaño de la firma.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Rasgo estilizado 10**

**Existe una relación inversa entre la rentabilidad sobre patrimonio neto y tamaño de las empresas (medida este por el personal ocupado). O sea, a mayor tamaño menor rentabilidad sobre activos.**

## 4. Rasgos estilizados del Comercio

### 4.1 Aspectos de Estructura Financiera

**Tabla 16– Comercio – Pasivo Total/Activo Total – 2013 y 2016 - Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector G	
	2013	2016
N° casos	5881	5379
Media Ponderada	0.51502	0.48905
Media	0.38331	0.38943
Mediana	0.34949	0.35564
Desv. Típica	0.25067	0.25510
Varianza	0.063	0.065
Asimetría	0.444	0.450
Curtosis	-0.783	-0.776

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

El comercio, en su conjunto presenta un endeudamiento de 49% en términos de media ponderada y de 39% como media simple. Estos valores son superiores al de la industria manufacturera, con una media ponderada para el año 2016, fue el 39% y en términos de media simple un 35%.

Cabe señalar que esta media tiene un desviación típica apreciable del 25% y una asimetría positiva, (Tablas 16 y 17).

#### Rasgo Estilizado 11

**A nivel del total del comercio, el financiamiento de los activos a través de deudas llega, en 2016 al 49% como media ponderada y al 39 % si se toma la media simple. La dispersión es amplia y la asimetría positiva.**

**Tabla 17– Comercio – Endeudamiento (Pasivo Total/Activo Total)– 2010 - 2016 - Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector G						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	5349	5587	4807	5881	5551	5771	5379
Media Ponderada	0.53974	0.51807	0.52486	0.51502	0.50538	0.47304	0.48905
Media	0.399518	0.38181	0.38345	0.38331	0.38508	0.37392	0.38943

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

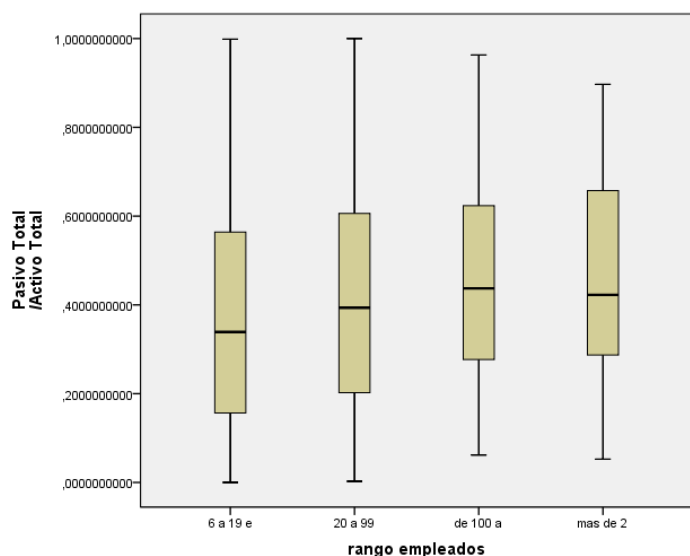
**Tabla 18– Comercio – Endeudamiento (Pasivo Total/Activo Total) – 2010 – 2016 por estrato**

Estadísticos Descriptivos	6 a 19 personas							20 a 99 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	4095	4214	3185	4340	4008	4210	3900	1147	1261	1471	1407	1409	1433	1348
Media Ponderada	0,54533	0,48166	0,51038	0,47449	0,46686	0,43696	0,40684	0,44927	0,50336	0,57845	0,5828	0,54943	0,53482	0,53215
Media	0,38718	0,37088	0,36918	0,37132	0,37244	0,37189	0,37794	0,41645	0,40997	0,40519	0,41197	0,41233	0,37643	0,41579

Estadísticos Descriptivos	100 a 199 personas							Más de 200 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	69	71	101	86	90	84	82	38	41	50	48	44	44	43
Media Ponderada	0,62999	0,57047	0,45265	0,41089	0,44495	0,6479	0,43873	0,54348	0,53556	0,53043	0,55084	0,56568	0,5731	0,56992
Media	0,46099	0,47241	0,47382	0,46476	0,47548	0,38689	0,06172	0,54348	0,48244	0,47027	0,48084	0,47943	0,46221	0,46532

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Gráfico 6 – Box-Plot<sup>2</sup> – Pasivo Total/Activo Total por Rango de personal ocupado**



Estos niveles de endeudamiento a nivel de estratos de tamaño de empresa, ponen de relieve que cuanto más grande es la empresa, más endeudamiento tiene en términos de sus activos, presentando en el estrato mayor una media ponderada 59% y una media simple de 46%.

En tanto que en el estrato inferior llega a 41% y 36% respectivamente (Tabla 18).

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

### Rasgo estilizado 12

**La variable endeudamiento a nivel del Comercio, medida como deuda total a activos totales, es mayor cuanto más grande es el tamaño de empresa.**

## 4.2 Aspectos de Estructura de Activos

**Tabla 19 – Comercio – Activo Corriente<sup>6</sup> /Activo Total – por Año y Total Sector**

	Total Sector G	
Estadísticos Descriptivos	2013	2016
N° casos	5881	5373
Media Ponderada	0.80411	0.79110
Media	0.83246	0.83474
Mediana	0.89459	0.89406
Desv. Típica	0.17878	0.17395
Varianza	0.032	0.030
Asimetría	-1.745	-1.666
Curtosis	3.237	2.840

El Comercio tomado en su conjunto, presenta un nivel de activos corrientes sobre los activos totales de las empresas de 79 y 83% como media ponderada y simple respectivamente. Estas cifras son mayores que las de la Industria Manufacturera donde las cifras son del 60 y 70%.

Cabe señalar la considerable dispersión que tienen los valores en el sector y su asimetría negativa.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Tabla 20 Comercio- Activo Corriente/Activo Total – 2010- 2016 y Total Sector**

	Total Sector G						
Estadísticos Descriptivos	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	5349	5587	4807	5881	5881	5551	5373
Media Ponderada	0.79921	0.81106	0.82309	0.80411	0.80411	0.80528	0.79110
Media	0.83085	0.82972	0.83311	0.83246	0.83246	0.83353	0.83474

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

### Rasgo estilizado 13

La proporción de activos corrientes con respecto a los activos totales es alta en las empresas del Comercio uruguayo, llegando al 79% como media ponderada y algo más del 83 % como media simple. Estas cifras en la serie de siete años considerados muestra una cierta estabilidad.



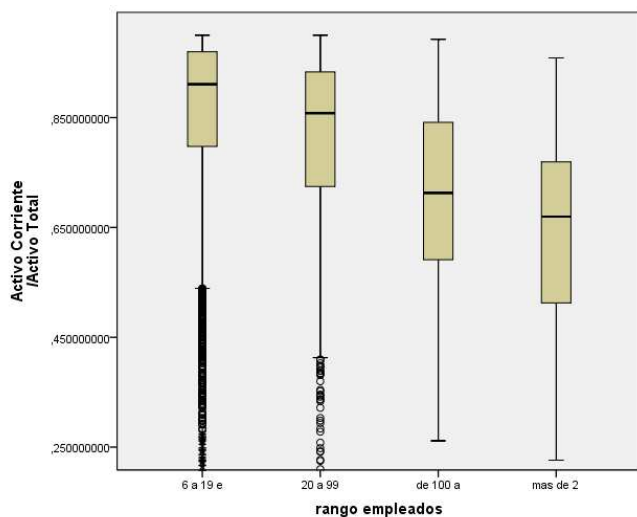
**Tabla 21 – Comercio – Activo Corriente/Activo Total - por Año y Estrato.**

Estadísticos Descriptivos	6 a 19 personas							20 a 99 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	4095	4214	3185	4340	4008	4210	3900	1147	1261	1471	1407	1409	1433	1348
Media Ponderada	0,88305	0,88087	0,89758	0,88154	0,88667	0,89331	0,88546	0,83321	0,85558	0,87335	0,86654	0,85231	0,83024	0,80987
Media	0,83933	0,83785	0,84498	0,84331	0,84522	0,84482	0,84842	0,80996	0,81175	0,81646	0,80928	0,81105	0,78197	0,8346

Estadísticos Descriptivos	100 a 199 personas							Más de 200 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	69	71	101	86	90	84	82	38	41	50	48	44	44	43
Media Ponderada	0,76093	0,77988	0,79232	0,73253	0,77332	0,6479	0,69921	0,60529	0,61265	0,63343	0,58613	0,58949	0,5932	0,55832
Media	0,77109	0,76859	0,77342	0,7602	0,75377	0,65584	0,71144	0,6556	0,65234	0,68691	0,6597	0,65207	0,63142	0,63122

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Gráfico 7 – Box-Plot – Activo Corriente/Activo Total - por Rango de personal ocupado**



El activo corriente como proporción del activo total, en el Comercio, vuelve a mostrar un comportamiento similar al de la Industria Manufacturera, mostrando así el siguiente rasgo estilizado.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Rasgo estilizado 14**

**A mayor tamaño de empresa menor proporción de activos corrientes en el activo total.**

### 4.3 Aspectos de Rentabilidad

**Tabla 22– Comercio – Resultado Neto/Ventas – 2013 y 2016 y Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector G	
	2013	2016
N° casos	5707	5349
Media Ponderada	0.05078	0.03224
Media	0.06594	0.06470
Mediana	0.04999	0.04596
Desv. Típica	0.07643	0.11135
Varianza	0.006	0.012
Asimetría	0.977	3.957
Curtosis	11.75	33.37

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

Los resultados sobre ventas muestran una media simple del 6.4 % en 2016 y del 3.2 % como media ponderada, con una desviación típica apreciable y una asimetría positiva muy marcada, (Tabla 22). Estos resultados en el caso de la Industria Manufacturera llegaban como media simple y ponderada al 8.8% y 3.7, respectivamente.

**Tabla 23 Comercio- Resultado Neto/Ventas – 2010-2016. Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector G						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	5327	5560	4787	5707	5528	5749	5349
Media Ponderada	0.05926	0.05311	0.06001	0.05078	0.05428	0.11620	0.03224
Media	0.06375	0.07051	0.06746	0.06594	0.06811	0.12581	0.06470

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DG

En una mirada del periodo analizado hasta el año 2014 la rentabilidad sobre ventas mantuvo tanto a nivel simple como ponderado una cierta estabilidad, para crecer en 2015 y decrecer en 2016 a los niveles señalados, (Tabla 23).

#### Rasgo estilizado 15

**La media simple de rentabilidad sobre ventas luego de mantenerse estable en torno al 5% como media simple y por encima del 6%, hasta el año 2014 ponderada, experimentan un crecimiento en 2015 para terminar el periodo con un 6.4 como media simple y de 3.2% como media ponderada.**

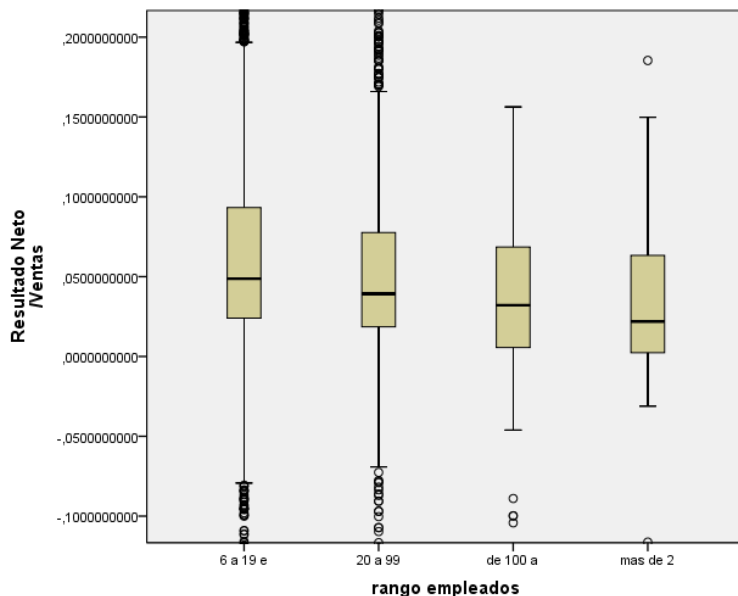
**Tabla 24 – Comercio – Resultado Neto/Ventas - por Año y Estrato.**

Estadísticos Descriptivos	6 a 19 personas							20 a 99 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	4079	4193	3170	4191	3990	4195	3884	1141	1256	1467	1385	1405	1429	1341
Media Ponderada	0,04062	0,03895	0,05311	0,04361	0,04609	0,13189	0,05132	0,04951	0,05318	0,04309	0,04084	0,04387	0,1474	0,03879
Media	0,06491	0,07321	0,0705	0,06855	0,07218	0,0943	0,06978	0,05948	0,06239	6203	0,05907	0,05898	0,21727	0,05318

Estadísticos Descriptivos	100 a 199 personas							Más de 200 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	69	71	101	84	90	82	80	38	40	49	47	43	43	42
Media Ponderada	0,08889	0,08439	0,0974	0,09238	0,08934	0,08086	0,01245	0,09075	0,047	0,04871	0,04118	0,03326	0,02809	0,0238
Media	0,05612	0,0582	0,05005	0,05211	0,03525	0,18041	0,02965	0,08114	0,06529	0,06872	0,06007	0,05722	0,0586	0,02809

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Gráfico 8 – Box-Plot – Resultado Neto/Ventas - por Rango de personal ocupado**



Cuando se ingresa a nivel de estratos de tamaño, medido por el personal ocupado se advierte en el Comercio, un comportamiento similar de caída de la rentabilidad a medida que aumenta el tamaño de la empresa, que ya se registrara en la industria manufacturera

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Rasgo estilizado 16**

Existe una relación inversa entre la rentabilidad sobre ventas y tamaño de las empresas (medida este por el personal ocupado). O sea, a mayor tamaño menor rentabilidad sobre ventas.

**Tabla 25 – Comercio – ROA – 2013 y 2016 y Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector G	
	2013	2016
N° casos	5859	5323
Media Ponderada	0.10683	0.04636
Media	0.17644	0.15114
Mediana	0.13640	0.10874
Desv. Típica	0.22560	0.22652
Varianza	0.051	0.051
Asimetría	1.952	1.767
Curtosis	10.77	9.1

La rentabilidad sobre activos (ROA) en el Comercio tomado en su conjunto, es del 15% como media simple y del 4.6 % como media ponderada para el año 2016, mostrando una dispersión expresada por la desviación típica importante y una asimetría positiva, esto es tiene la variable un marcado desplazamiento hacia la derecha que se advierte de años anteriores.(Tabla 25).

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

Las cifras del ROA en el Comercio mantienen cierta aproximación con las halladas para la Industria Manufacturera que en 2016 mostro un 13% y 3.7% como media simple y ponderada respectivamente.

**Tabla 26 Comercio- ROA – por Año y Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector G						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	5327	5558	4748	5859	5527	5036	5323
Media Ponderada	0.14378	0.12548	0.1259	0.10683	0.10977	0.14011	0.04636
Media	0.18061	0.19232	0.1696	0.17644	0.1704	0.18700	0.15114

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

ROA como media simple marca un comportamiento, relativamente estable dentro de ciertos límites en el periodo considerado, en tanto que la media ponderada presenta una caída sobre 2016 que ya se advirtió en la rentabilidad sobre ventas.

### Rasgo estilizado 17

La media simple de rentabilidad sobre activos luego de mantenerse estable en torno al 17/18 % como media simple y por encima del 10%, hasta el año 2015 como media ponderada, experimenta una caída al 4.6% como media ponderada y de 15% como media simple hacia 2016.

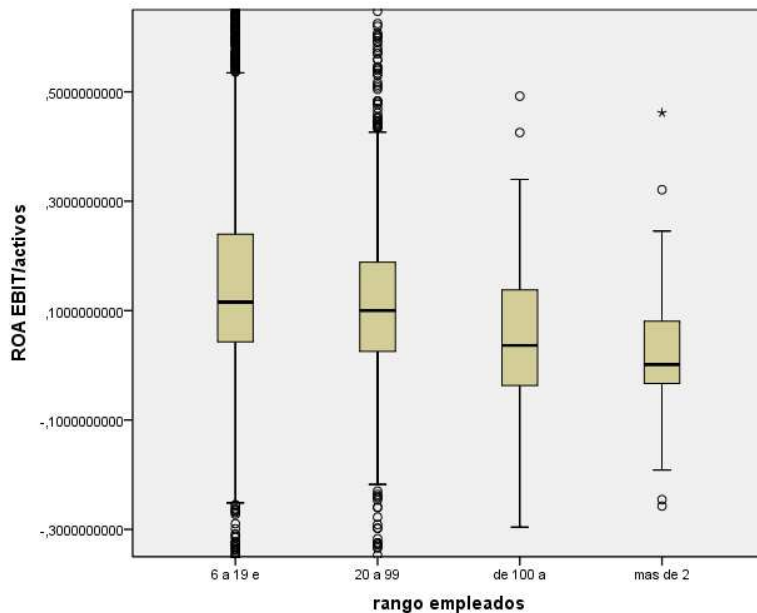
**Tabla 27 – Comercio – ROA - por Año y Estrato.**

Estadísticos Descriptivos	6 a 19 personas							20 a 99 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	4076	4189	3166	4322	3986	3918	3854	1144	1257	1467	1403	1407	1005	1344
Media Ponderada	0,12434	0,1212	0,1259	0,12064	0,1225	0,4352	0,12281	0,09679	0,11245	0,08935	0,08332	0,08139	0,18775	0,0685
Media	0,18865	0,2036	0,1821	0,19013	0,1853	0,1792	0,16663	0,15609	0,16154	0,15078	0,14241	0,13821	0,22013	0,11854

Estadísticos Descriptivos	100 a 199 personas							Más de 200 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	69	71	101	86	90	69	79	38	41	50	48	44	44	43
Media Ponderada	0,1995	0,1718	0,21023	0,17618	0,18107	0,12843	0,05762	0,1801	0,08598	0,07368	0,04348	0,02824	0,00521	0,04636
Media	0,1314	0,1237	0,0913	0,10456	0,07573	0,22324	0,04778	0,1448	0,10044	0,08503	0,0679	0,05322	0,06789	0,02645

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Gráfico 9 – Box-Plot – ROA - por Rango de Personal Ocupado**



Siguiendo un comportamiento similar a las rentabilidades antes revisadas tanto en la Industria Manufacturera como en el Comercio, se registra aquí que a mayor tamaño menor ROA.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Rasgo estilizado 18**

Existe una relación inversa entre la rentabilidad sobre activos y tamaño de las empresas (medida este por el personal ocupado). O sea, a mayor tamaño menor rentabilidad sobre activos.

**Tabla 28 – Comercio – ROE – por Año y Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector G	
	2013	2016
N° casos	5720	5155
Media Ponderada	0.24274	0.14936
Media	0.30355	0.27498
Mediana	0.23969	0.20563
Desv. Típica	0.31771	0.32129
Varianza	0.101	0.103
Asimetría	1.091	1.159
Curtosis	4.650	4.245

En cuanto dice relación con el ROE, para el año 2016, la media simple muestra un 27.5% (con una amplia desviación típica y fuerte asimetría a la derecha, y la media ponderada un 15%, cifras consistentes, aunque mayores con las encontradas en la Industria Manufacturera.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Tabla 29 Comercio- ROE – por Año y Total Sector**

Estadísticos Descriptivos	Total Sector G						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	5190	5433	4675	5720	5384	4683	5155
Media Ponderada	0.30155	0.28193	0.28384	0.24274	0.24228	0.23078	0.14936
Media	0.32145	0.33479	0.30352	0.30355	0.30012	0.30301	0.27498

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

Asimismo, se tiene una relativa estabilidad en la media simple en el periodo estudiado, en cambio decae como media ponderada en el 2016. Registrándose una caída en la media simple, consistente con la que muestra el ROA.

### Rasgo estilizado 19

La media simple de rentabilidad sobre patrimonio neto luego de mantenerse estable en torno al 30/32 % como media simple y por encima del 23%, hasta el año 2015 como media ponderada, experimenta una caída al 15% como media ponderada y de 27.5% como media simple hacia 2016.

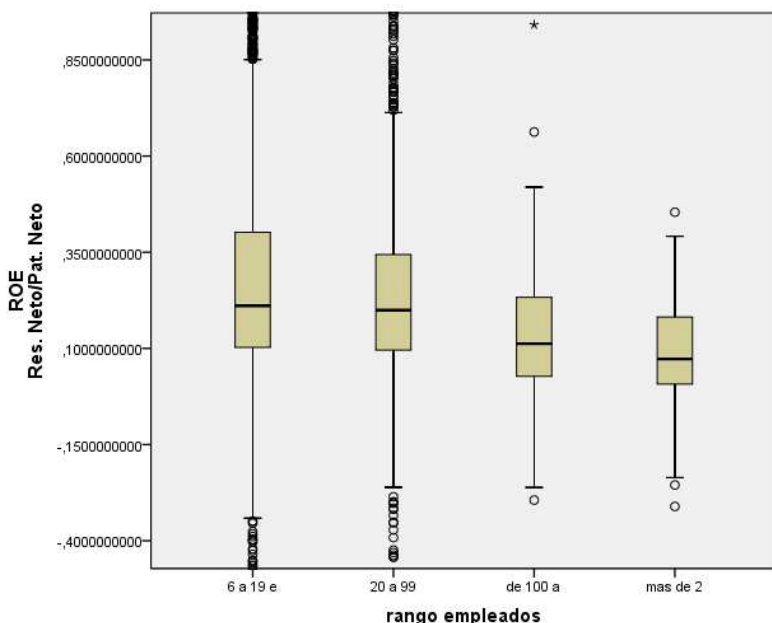
**Tabla 30 – Comercio – ROE - por Año y Estrato.**

Estadísticos Descriptivos	6 a 19 personas							20 a 99 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	3956	4078	3082	4201	3879	3752	3725	1129	1244	1445	1387	1375	842	1311
Media Ponderada	0,28973	0,26213	0,25978	0,24269	0,23437	0,3234	0,22144	0,20896	0,26568	0,23964	0,23357	0,21355	0,33717	0,17886
Media	0,3291	0,34359	0,31166	0,31698	0,31715	0,30536	0,29097	0,30142	0,31384	0,29576	0,27474	0,26457	0,2997	0,24443

Estadísticos Descriptivos	100 a 199 personas							Más de 200 personas						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N° casos	68	70	98	84	87	51	76	37	41	50	48	43	38	43
Media Ponderada	0,52006	0,3873	0,3984	0,30298	0,32875	0,1648	0,03807	0,21605	0,1987	0,18809	0,14527	0,12664	0,10217	0,14936
Media	0,26928	0,27313	0,23046	0,21826	0,19998	0,2878	0,13257	0,21021	0,20082	0,17027	0,10935	0,10407	0,16488	0,27498

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Gráfico 10 – Box-Plot – ROE por Rango de Personal Ocupado**



A nivel de tamaño empresarial, nuevamente, aparece un rasgo caracterizante ya señalado en la industria manufacturera y es que las rentabilidad de las empresa cae a medida que crece el tamaño de las mismas, medido este por el número de empleados. La tabla 30 y el gráfico 10 son elocuentes en este sentido.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos DGI

**Rasgo estilizado 20**

Existe una relación inversa entre la rentabilidad sobre patrimonio neto o fondos propios (medida el tamaño por el personal ocupado) y tamaño de las empresas. O sea, a mayor tamaño, menor ROE.

## 5. Resumen de hallazgos y consideraciones finales.

En el correr de la investigación se han relevado algunos hallazgos, dentro de los veinte establecidos, que muestran cierta regularidad.

En cuanto al **endeudamiento** de las empresas, por ejemplo, se advierte tanto a nivel de la Industria Manufacturera como del Comercio, que **las empresas a mayor tamaño, tienen mayor endeudamiento**. Rasgos estilizados 2 y 12.

Asimismo, se advierte un del **mayor endeudamiento del Comercio con relación a la Industria Manufacturera**. Rasgos estilizados 1 y 11.

En relación a **la estructura de activos**, estudiando la **proporción de activos corrientes sobre activos totales**, se advierte que la proporción tanto en la Industria Manufacturera como en el Comercio, por las razones expuestas en el correr del trabajo **es alta**.

Asimismo, cabe señalar la marcada mayor proporción de activos corrientes que tiene el Comercio en relación a la Industria Manufacturera. En el primero sus medias oscilan entre el 70 y 80 %, en tanto que en la segunda es unos diez puntos inferior, o sea 60/70%. Rasgos estilizados 3 y 13.

**Los activos corrientes decrecen como proporción de los activos totales a medida que el tamaño de la empresa crece, es una constatación que ha sido permanente**. Rasgos estilizados 4 y 14.

Por otra parte, tanto sea para el Comercio como para la Industria Manufacturera, **la rentabilidad ya sea sobre ventas, como sobre los activos, como sobre el patrimonio neto, decrece a medida que aumenta el tamaño de la empresa. Es decir, la relación entre tamaño y empresa muestra que a mayor tamaño, menor rentabilidad**. Rasgos estilizados 6, 8, 10, 16, 18, 20.

Estos hallazgos, algunos de ellos persistentes en el tiempo, han motivado al autor a realizar investigaciones acerca de la causalidad de esos comportamientos. Un primer trabajo utilizando la técnica de datos de panel, ya se ha realizado sobre las causas de la relación inversa entre tamaño y rentabilidad, (Pascale, 2017), modelizando el fenómeno y continuaran otros sobre otros comportamientos observados en esta y anteriores investigaciones.

Nuevas investigaciones, de otros autores serán bienvenidas y seguramente arrojarán más luz para comprender el comportamiento financiero de las empresas en el Uruguay.



## Referencias Bibliográficas

- Bentancor, A.; (1999): Estructura Financiera de las Empresas en Uruguay. XIV Jornadas Anuales de Economía. Banco Central del Uruguay.
- Dirección General de Estadísticas y Censos (1985): *Encuesta Financiera*. Uruguay.
- Hatzichronoglou, T. (1997), "Revision of the High-Technology Sector and Product Classification" ,OECD Science, Technology and Industry Working Papers, No. 1997/02. doi: 10.1787/134337307632
- Merec, G, J Bentley, Ch McCall y I. Merec (2016) "A comparison of the financial characteristics os US and European Manufacturing Firms". De Gruyter.
- Monteserín, G y Chiappori, D.; (2004): *Dinámica en las Decisiones de Financiamiento. Estudio aplicado a empresas instaladas en Uruguay*. XIX Jornadas Anuales de Economía. BCU.
- Munyo, I.; (2003): *La estructura financiera de las empresas y sus determinantes: Evidencia del caso uruguayo*. Trabajo monográfico para la obtención del título de Lic. en Economía. Udelar.
- Muñoz, G., López, L., Franco, G. (2010). *Determinantes de la estructura de capital de las grandes empresas manufactureras en Uruguay*. QUANTUM • Vol. 4 V • No 1.
- OECD (2003), OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2003, OECD Publishing. doi: 10.1787/sti\_scoreboard-2003-en
- Pascale, R. (2017): *Vinculación entre tamaño y rentabilidad*. En prensa
- Pascale, R.; (1994): *Finanzas de las empresas uruguayas. Contribución a la investigación de sus elementos caracterizantes*. Banco Central del Uruguay.
- Pascale, R.; (1982): *Comportamiento financiero de la industria manufacturera uruguaya (1977-1980)*. Banco Central del Uruguay.
- Pascale, R.; (1978): *Inversión, financiamiento y rentabilidad de la industria manufacturera uruguaya (1972-1976)*. Banco Central del Uruguay.
- Robledo, I.; (1994): "Estructura financiera de la empresa e inversión. El Caso Uruguayo". CERES. Documento de trabajo. Montevideo. Uruguay.
- US Department of Commerce (2013). *Quarterly Financial Report*. Quarter 1.