

## Información Importante

La Universidad de La Sabana informa que el(los) autor(es) ha(n) autorizado a usuarios internos y externos de la institución a consultar el contenido de este documento a través del Catálogo en línea de la Biblioteca y el Repositorio Institucional en la página Web de la Biblioteca, así como en las redes de información del país y del exterior con las cuales tenga convenio la Universidad de La Sabana.

Se permite la consulta a los usuarios interesados en el contenido de este documento para todos los usos que tengan finalidad académica, nunca para usos comerciales, siempre y cuando mediante la correspondiente cita bibliográfica se le de crédito al documento y a su autor.

De conformidad con lo establecido en el artículo 30 de la Ley 23 de 1982 y el artículo 11 de la Decisión Andina 351 de 1993, La Universidad de La Sabana informa que los derechos sobre los documentos son propiedad de los autores y tienen sobre su obra, entre otros, los derechos morales a que hacen referencia los mencionados artículos.

**BIBLIOTECA OCTAVIO ARIZMENDI POSADA**  
UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
Chía - Cundinamarca

# La Estructura de Financiamiento de las empresas grandes no financieras en Colombia: Un estudio desde la perspectiva de la financierización para Colombia 2005-2015.

Isaías Carriazo Gómez\*

Daniela Céspedes Cortes\*

## Resumen

El trabajo tiene como propósito sentar una base teórica para investigaciones futuras acerca del fenómeno de la financierización y su presencia en Colombia, de manera que las conclusiones no van direccionadas en afirmar o denegar la existencia de la financierización en el país sino en el análisis de la estructura de capital y de financiamiento de las empresas no financieras para entender en un primer momento las estrategias de inversión de las firmas en Colombia. Se realiza una revisión literaria de la teoría de la financierización y la teoría de la estructura de capital. Se realiza un análisis descriptivo de los datos financieros que deben reportar las empresas a la Superintendencia de Sociedades y se llega a conclusiones como que el método de financiamiento de las empresas más utilizado sigue siendo el crédito, que a pesar de que el mercado de capitales en Colombia no sea tan profundo, se puede pensar en que existe una relación entre el desempeño de este y el ejercicio de las empresas en Colombia, pues se muestra cierta relación con los datos y choques sucedidos en el mercado financiero como el escándalo de Interbolsa, todo esto sienta la base para abordar de alguna manera el estudio de la financierización en Colombia.

\*Asistentes de la investigación dirigida por Diego Guevara PhD.

## Abstract

The purpose of the present work is to set a theoretical base to further investigations of the financialization phenomenon and its presence into the Colombian economy, in that sense, the conclusions are not aimed at affirm nor deny the actual existence of the financialization inside the country but conclusions consist in an analysis of the financing and capital structure of the nonfinancial companies as a first step to understand the investment strategies of the Colombian firms. A literary review about the financialization theory and the capital structure theory is done. A descriptive analysis of the financial data is done, the data is retrieved from the reports that the companies present to the Superintendencia de Sociedades on a yearly basis, and some conclusions are reached such as that the credit remains being the most used method of financing the company's operations, also that despite the Colombian capital market is not as profound as others, we can think about an existing relation between the performance of the companies and the context of the country's capital market, because the data shows a correlation with shocks presented in the capital market, such as the Interbolsa scandal. All the above sets a base to a possible approach to the study of financialization in Colombia.

## Introducción

El estudio sobre las estrategias de inversión que poseen las firmas ha sido de gran importancia para comprender las dinámicas de negociación actuales. Un fenómeno que ha saltado a la vista en la actualidad es la utilización de rentabilidades por parte de las corporaciones no financieras para incursionar en operaciones del mercado financiero en busca de beneficios mayores para las compañías, bajo el marco de las corrientes heterodoxas de la economía, este fenómeno se conoce como la financiarización. Existen diferentes determinantes que pueden llevar a una compañía a direccionar sus estrategias en este sentido, tales como las mayores rentabilidades registradas en los mercados financieros o el menor costo que presentan diferentes activos financieros en comparación con los costos que poseen algunos activos de capital fijo, entre otras razones. La financiarización como fenómeno posee diferentes implicaciones estudiadas a través de evidencia empírica por diversos autores, por ejemplo la inestabilidad del sector real de la economía pues la continuidad y el correcto funcionamiento de las firmas que componen este sector ya no dependen únicamente de su desempeño en relación con su actividad principal, sino también del comportamiento de los mercados financieros, adicionalmente se pueden encontrar trabajos que relacionan la desigualdad con la financiarización.

En Colombia existe un mercado financiero no muy profundo si se compara con el que existe en países de ingresos altos, sin embargo, es un mercado financiero muy activo de la región Latino-Americana y que ha logrado una mayor sofisticación a través del tiempo, de manera que es relevante estudiar si el fenómeno de la financiarización ha empezado a manifestarse en la economía del país de alguna forma. El propósito de esta investigación no es llegar a una conclusión acerca de la presencia o no de la financiarización al interior de la economía colombiana, sino más bien sentar una base teórica para investigaciones futuras de alguno de los determinantes que podrían evidenciar el fenómeno, de manera puntual, el objetivo es realizar un análisis descriptivo de la estructura de capital que poseen las firmas grandes que se encuentran bajo la vigilancia y regulación de la Superintendencia de Sociedades en Colombia, esto fundamentado en que la estructura de capital de una compañía ayuda a comprender las estrategias de inversión y financiamiento que poseen las firmas. El enfoque primordial va direccionado en comprender el comportamiento de los ingresos no operacionales de las firmas sometidas al estudio, con el objetivo de dar una idea de cómo las actividades diferentes a la principal de cada compañía han impactado su desempeño a través del tiempo, contemplando que parte de los ingresos no operacionales pueden provenir de actividades de negociación del mercado financiero.

El trabajo en un primer momento presenta una revisión de la teoría existente sobre el concepto de la financiarización y de la financiarización a nivel firma, posteriormente se realiza una revisión literaria sobre las teorías detrás de la estructura de capital, empezando con el desarrollo de la teoría a través del tiempo para finalizar con los estudios realizados en Colombia acerca de este tema, la tercera parte es una breve explicación de las variables estudiadas y una presentación del contexto histórico de las sociedades en Colombia, la cuarta parte es la descripción de los datos utilizados, el informe de tratamiento aplicado a la base de datos, el análisis de la estadística descriptiva y por último unas conclusiones generales sobre lo observado.

## 1. ¿Qué es financiarización?

El término financiarización empezó a ser utilizado con frecuencia a principios de los años noventa, sin embargo ha estado presente en la literatura desde los años sesenta (Sawyer, 2013), Epstein (2005) en su libro *Financiarización y la Economía Mundial* define la financiarización como “el crecimiento del papel que desempeñan las instituciones financieras, los mercados financieros, los intermediarios y los objetivos financieros en la operación doméstica e internacional de las economías”, sin embargo esta definición no tiene un enfoque específico, puede referirse a cualquier periodo de tiempo o a cualquier economía del mundo, por esta razón Krippner define la financiarización en Estados Unidos como “el patrón de acumulación en el cual las ganancias se obtienen principalmente por canales financieros en lugar de por medio del comercio y la producción de materias primas” (Krippner, 2005. p. 174). Hoy en día la financiarización es vista como un proceso que no solo se manifiesta en las últimas tres o cuatro décadas sino como un patrón que tiene sus orígenes en el surgimiento y desarrollo del dinero, el crédito, las tasas de interés y los instrumentos financieros (Sawyer, 2013), es decir un proceso que se remonta mucho más atrás en el tiempo, en este sentido es importante resaltar que la financiarización no es exclusiva de un periodo de tiempo o de un lugar específico, más bien es un fenómeno que ha mostrado diferentes comportamientos a través del tiempo, evidenciando periodos de financiarización altos así como momentos de financiarización, por lo cual, es importante entonces analizar las diferentes etapas de financiarización que se han manifestado a través del tiempo e identificar cuáles fueron las características que llevaron a un mayor o menor grado de financiarización en un periodo de tiempo específico, también es necesario aclarar que la financiarización se muestra de maneras diferentes dadas las circunstancias o el contexto en el cual se desarrolle, factores como la regulación en cierto período son determinantes para las dinámicas de financiarización (Sawyer, 2013). La Sociedad de Financiarización Económica y Desarrollo Sostenible –FESSUD por sus siglas en inglés- elaboró un trabajo en el cual especifican ocho características principales de la financiarización, entre las cuales las más importantes son (Sawyer, 2013):

- Proliferación y expansión a gran escala de los mercados financieros.
- Desregulación del mercado financiero y de la economía en general.
- Surgimiento de instituciones, mercados e instrumentos financieros altamente complejos.
- Dominancia del sector financiero sobre la industria.
- El consumo se sustenta en extensiones de crédito.

Sin embargo, estas características mencionadas tienen la intención de relacionarse con economías occidentales e industrializadas, de manera que el fenómeno de financiarización se puede presentar en otro tipo de economías sin poseer alguna de estas características. Otro factor importante que ha sido determinante para las dinámicas de financiarización que no se menciona en el trabajo de la FESSUD es el de la titularización, el cual ha llevado a un cambio de modelo en los bancos e instituciones financieras que solía ser de originar y retener títulos a un modelo de originar y distribuir, este elemento es importante porque afecta la efectividad y los objetivos de la política monetaria de una economía generando un crecimiento de activos y pasivos de manera acelerada en relación al crecimiento del Producto Interno Bruto, esta cuestión se denomina “finanzas ficticias” (Sawyer, 2013).

## Financiarización a través del pensamiento económico

El desarrollo del capitalismo ha sido apoyado por el auge de la banca, la inclusión financiera, la búsqueda de mayor rentabilidad lo que lleva consigo el desarrollo de productos financieros sofisticados que cumplan con el objetivo sin importar el impacto en la economía y en la sociedad. Esto es un proceso del cual los padres de la economía a pesar de ser tan pequeño su impacto ya se interesaban tomando fuerza a principio de los años 90 siglo XX por la Escuela de la regularización Francesa, Post-Keynesianos y los Marxistas (Guevara, 2015).

La financiarización es consecuencia del exceso de liquidez que una economía posee, logrando que el sector implicado opte por ahorrarlo o invertirlo obteniendo un mejor resultado en sus estados financieros (AMV, 2005) para llegar a este punto debemos hablar de los inicios de la financiarización el cual lo aborda David Ricardo (1821) quien critica a los bancos (Money men) por emitir bonos (recoge dinero) sin importar la depreciación de la moneda e inflación en los precios. Este exceso de liquidez la reconoce David Ricardo como capital flotante reinvertido por medio de préstamos en sectores industriales y productivos (Guevara, 2015).

De una manera más compleja, Marx da su aporte al tema con sus tomos "El Capital" donde apoya el hecho que la banca use este capital flotante para la realización de obras. Clasificando este por su plazo y los compromisos que acarrear (Capital ficticio) este capital no derivado de la producción tenía sus compromisos respaldados por la tesorería (títulos) por la capitalización anticipada (Guevara, 2015).

A pesar del aporte positivo acerca de la financiarización, muestra su preocupación por la destrucción de valor, los ingresos financieros son derivados de la plusvalía y las acciones constituyen un capital ficticio cuyo valor es un derecho virtual sobre la plusvalía (Guevara, 2015).

A comienzos del siglo XX, el economista austriaco Joseph Schumpeter apoyaba la re-inversión de los excesos de liquidez los cuales son transferidos por medio de los bancos a los empresarios innovadores y emprendedores. En línea con el desarrollo del pensamiento económico Keynes hace la distinción entre el capital empresarial y financiero donde el primero era estable, dinámico (siglo XIX) debido a la paciencia de sus empresarios donde la ganancia inmediata no era el objetivo, por ende, los proyectos de largo plazo sostenibles y rentables eran su meta principal. El economista reconocía que este tipo de capital era basado en expectativas idealizadas y el segundo producto del periodo de entreguerras del siglo XX inestable y propenso a crisis financieras debido a que su fin era el retorno inmediato sin importar el crecimiento potencial de la firma (Guevara, 2015). En este punto se puede apreciar la descentralización de las empresas donde empieza su dueño a preocuparse por su rentabilidad para después pasar a terceros sin sentido de pertenencia que se interesan por la utilidad inmediata y no por el fortalecimiento de la misma.

Durante la edad dorada del capitalismo que se da después de treinta años de la segunda guerra mundial debido a la estabilidad económica y una desigualdad insignificante comparada con este siglo pero dicha estabilidad se ve cuestionada por Hyman Minsky por medio de su Hipótesis de Inestabilidad Financiera de esta manera esta hipótesis sugiere que en periodos de prosperidad las economías capitalistas tienden a moverse de una estructura financiera con características estables hacia una estructura inestable donde predominan la especulación y "las finanzas Ponzi" (Guevara, 2015).

El auge de las finanzas fue marcada por sucesos que refundaron drásticamente las bases del sistema capitalista. El primero fue la crisis de las políticas keynesianas y el fin del régimen de acumulación fordista (Guevara, 2015) reforzado por la baja rentabilidad en los sistemas productivos que llevaron a la inversión en el sistema financiero con una flexibilidad por los bancos, apertura del mercado el fin de los acuerdos de Bretton Woods en el año de 1971 y la consecuente abolición del sistema cambiario de paridades fijas o patrón oro-dólar, una mayor liberalización de los mercados financieros, apertura de cuenta de capital, privatizaciones y en general, una serie de hechos que favorecen a las finanzas con una inclusión que llevo a los créditos a poblaciones que implicaban un alto riesgo crediticio y que hoy hacen parte del sistema.

Después de los diferentes procesos que vivió el sistema financiero, este se ve afectado por la crisis del 2008 donde los bancos de mayor estabilidad se vieron afectados hasta el punto de declararse en banca rota debido a la burbuja inmobiliaria que se sostuvo por casi 5 años. Lo que trajo consigo un sinnúmero de recomendaciones porque la estabilidad del sistema financiero depende de las personas y su integridad como agentes del mismo.

### El proceso de financiarización en América Latina y Colombia.

A pesar de lo pequeños que son los mercados financieros en países en vía de desarrollo (países de la periferia) se evidencia un proceso de financiarización en la liberalización, un mayor rol de la banca y un aumento del flujo de la inversión extranjera donde la tasa de interés es el principal instrumento de este proceso (Guevara, 2015).

Años posteriores a la segunda guerra mundial, citando a Guevara los sistemas financieros eran regulados con techos para las tasas de interés, créditos a ciertos sectores productivos, intervención del estado e inversiones forzadas para después quitarle los límites a las tasas de interés impulsados por los pensamientos de McKinnon diciendo que esto incentivaría el ahorro, disminuir presiones tributarias, aumento de la inversión extranjera buscando una mejor distribución del ingreso lo que llevo consigo a una crisis debido a que los inversionistas golondrinas solo se atraían por las altas tasas de interés y las consecuencias que esto traía solo afectaba a la economía emergente, después se da la privatización y una continua desestabilización de los países desarrollados en sus economías y sociedad

En Colombia, empieza el proceso de financiarización en los años 70 y 80 con la sustitución de importaciones y algunas medidas de bajo riesgo pero que aun así generó la crisis de los 80 debido a los auto préstamos. En los 90, se permite la entrada de capital extranjero, privatización de los bancos donde un banco prestaba diferentes servicios (Multibanca) y toman fuerza los fondos de pensiones permitiendo la inclusión financiera. En 1996, una de las crisis más grandes que ha tenido que vivir Colombia se desata por una burbuja inmobiliaria, donde el banco central se privatiza, se quitan las bandas cambiarias, y se toman una serie de recomendaciones que hacen los organismos mundiales. Posterior a la década de los 90 y con el inicio del siglo XXI con la recuperación económica del sector financiero hasta la época de 2008 (Guevara, 2015) donde después nos vemos afectados por una enfermedad holandesa debido a que solo nos valemos de bienes no duraderos como en este caso el petróleo y dependemos de la oscilación de su precio sumándole la corrupción que ha martirizado al país desde tiempos remotos reforzando la volatilidad propia de los mercados financieros.

## ¿Cuáles son las implicaciones de la financiarización?

Dadas las numerosas formas en las que la financiarización se ha manifestado, vale la pena preguntarse qué implicaciones tiene este fenómeno sobre el panorama general de una economía y las dinámicas sociales, dado que la financiarización puede presentarse de diversas formas y en diferentes niveles no hay una lista de consecuencias fijas, las que serán mencionadas a continuación son aquellas que fueron evidentes a través del tiempo cuando el fenómeno estuvo presente.

En el trabajo elaborado por la FESSUD se recogieron diversos efectos que puede llegar a tener la financiarización sobre la economía, el primero fue la disminución de los niveles y de la eficacia que tiene la inversión real a causa de la expansión de instrumentos y actividades financieras a expensas de la inversión real, adicionalmente se menciona la priorización del valor financiero por encima del desempeño económico, ambiental y social, además una influencia directa e indirecta sobre las políticas económicas y sociales, y por ultimo ligar los aspectos económicos y sociales a la volatilidad de los mercados financieros ocasionando así un entorno social y económico más riesgoso (Sawyer, 2013). Inevitablemente la financiarización otorga una importancia mayor a las instituciones financieras que bajo el marco de este fenómeno dejan de lado su papel como intermediarios para convertirse en el principal motor y pilar de las economías, generando así un posible estancamiento del sector productivo (Tauss, 2012). A pesar de que la financiarización es un fenómeno del que se ha hablado bastante, es difícil encontrar literatura de las corrientes ortodoxas de la economía y las finanzas que lo incorporen, en estas corrientes del pensamiento se habla acerca del desarrollo financiero o crecimiento de las finanzas con la particularidad que en esta literatura se encuentra una relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico (Sawyer, 2013). Así mismo la financiarización va acompañada de un cambio en el comportamiento de inversión de las firmas apelando a lo que se conoce como la ideología de valor del accionista, en el cual las utilidades y el crecimiento de las compañías pasan a segundo plano para que la maximización de valor de las acciones se convierta en prioridad, esta situación suele suceder con frecuencia en compañías grandes de economías industrializadas (Davis, 2013), en compañías de menor tamaño se evidencia una demanda alta de activos financieros líquidos a razón de los aumentos en la volatilidad buscando de esta manera cubrirse pero dejando de lado la inversión en activos fijos lo cual puede generar desaceleración en diversos sectores económicos (Davis, 2013).

La revolución en la orientación de la administración de las firmas en donde se busca maximizar el valor de mercado implica una disminución en la acumulación de capital, que en la teoría económica es sinónimo de una desaceleración de la economía en general, en este sentido la financiarización cuando se desarrolla de esta forma presenta una disminución de la acumulación de capital que puede ser dañina para la economía (Stockhammer, 2004). En el modelo económico capitalista es indispensable la accesibilidad a nuevas fuentes que generen la demanda necesaria para la reinversión de una porción de las utilidades y mantener el ciclo productivo, sin embargo la financiarización puede entorpecer este proceso en la medida que la reinversión va encaminada hacia el sector financiero y no hacia el funcionamiento o la actividad productiva de la compañía (Tauss, 2012). La financiarización también ha llevado a que los salarios y las compensaciones de las personas que se encuentran al interior del sector financiero crecieran de manera acelerada, sin embargo, este crecimiento comparado con el crecimiento de los salarios en las economías es desproporcionado, por lo cual la financiarización también ha sido un elemento fundamental para el comportamiento de la inequidad y la desigualdad.



## 2. Primeros aportes teóricos a la estructura de capital

La estructura óptima de capital de una compañía ha sido un elemento de debate a lo largo del tiempo, desde la década de 1950 con las primeras aproximaciones teóricas realizadas por Modigliani y Miller (1958, 1963), Meckling y Jensen (1976, 1986) y Ross, Leland y Pyle (1977) con su teoría de las señales, que significaron la base para las investigaciones posteriores.

Modigliani y Miller en 1958 realizaron un estudio en el cual utilizaron supuestos que emulaban el comportamiento de mercados perfectos, de allí se obtuvo la tesis de la irrelevancia, la cual afirma que el valor de una compañía debe ser indiferente a su composición de capital, posteriormente, estos mismos autores realizaron diversos cambios a sus modelos para incluir diferentes variables que no se tuvieron en cuenta al primer momento del estudio que los llevaron a diferentes conclusiones, una de estas fue que las compañías debían buscar endeudarse para financiar su operación, pues los recursos obtenidos por este medio eran menos costosos que los recursos propios (Miller, 2009) esto sucede por el alivio de la carga fiscal que implica el endeudamiento, conclusión que se mantiene hasta el día de hoy y que hace parte de las teorías de estructuras de capital bajo el marco de mercados perfectos, sin embargo, no es la única teoría que existe bajo este marco, la otra corriente se conoce como la *tesis tradicional*. La *tesis tradicional* hace referencia a los trabajos previos a los aportes de Modigliani y Miller que partían únicamente de las hipótesis de los mercados perfectos, los cuales cumplían con las siguientes características: i) Los mercados de capitales operan sin costo ii) La información no tiene costo iii) Para todos los participantes del mercado la manera de acceso es idéntica iv) Las expectativas son iguales para todos los agentes v) No hay costos de quiebra vi) Los mercados son competitivos. Este enfoque hablaba acerca de una estructura de capital en donde se utilizara de manera moderada el endeudamiento como mecanismo de financiación del capital, afirmando que el endeudamiento es la manera menos costosa, pero que significaba un incremento gradual de las exigencias por parte tanto de los acreedores como de los accionistas hasta llegar a un punto en donde el costo del endeudamiento disminuyera el valor de la firma (Zambrano & Acuña, 2011)<sup>1</sup>.

Otra teoría importante sobre la composición de capital de una firma es la teoría del *Trade Off*, la cual afirma que existe una combinación óptima entre capital y deuda que maximiza el valor de la firma, esta combinación es resultado del equilibrio entre los costos y beneficios que conlleva el endeudamiento, diferentes autores han trabajado sobre esta teoría, dentro de los cuales se destacan Cruz (2003), quien afirma que el nivel de endeudamiento de una firma aumentará hasta que el escudo de impuestos tendrá un valor marginal que disminuirá por los costos financieros, esto sucede porque entre mayor sea el nivel de endeudamiento de una compañía su nivel de credibilidad y confianza por parte de sus acreedores será menor pues disminuye la certeza sobre la capacidad que tiene la firma para responder con sus obligaciones, a esto se le conoce como un costo indirecto del endeudamiento. Otros aportes importantes sobre esta teoría son los de Jensen y Meckling (1976), Warner (1977), Bradley, Harrel y Kim (1984), Moreno (1985), Mackie-Mason (1990), Shapiro (1991) y Shyam y Myers (1994).

---

<sup>1</sup> La tesis tradicional y la proposición de Modigliani y Miller en su segundo estudio, han estado sujetas a diferentes críticas que no son mencionadas pues su revisión no aporta a la base teórica de la presente investigación, dichas críticas son analizadas de manera profunda en el trabajo realizado por Zambrano y Acuña (2011)

Otra teoría importante sobre la estructura del capital es la del *Pecking Order*, esta teoría nos habla que no existe un balance óptimo entre capital y deuda sino que la elección de los principales mecanismos de financiamiento de una compañía vienen dados por una elección jerarquizada por parte de la gerencia de la firma dadas unas preferencias (Zambrano & Acuña, 2011), esta teoría es ampliamente aceptada por las razones expuestas por Frank y Goyal (2007), quienes afirman que el comportamiento de la gerencia actual prefiere siempre buscar primero una manera de financiación interna, y solo en caso de no conseguir el capital suficiente optan por recurrir a la financiación externa, bien sea por medio de préstamos, emisión de bonos y por último de acciones. Dentro de los trabajos importantes sobre esta teoría podemos encontrar a Myers (1984), Myers y Majluf (1984), Shyam y Myers (1994), Frank y Goyal (2007), Aybar (2004) y Eriots (2007).

Dentro de la literatura de estructura óptima de capital existe una corriente que afirma que en economías que poseen un mercado de capitales amplio, se presenta una dinámica de financiamiento en donde se busca ir acorde a los tiempos del mercado de valores, es decir, las compañías están dispuestas a emitir acciones o bonos únicamente cuando el mercado se comporte de manera favorable, de otro modo van a recurrir a la financiación interna o por medio de créditos bancarios, a esta corriente se le conoce como la teoría del *market-timing behavior* (Mejía, 2013).

A través de los diversos enfoques que han tenido los estudios respecto a este tema, se han encontrado diversos factores que pueden llegar a ser determinantes para la estructura de capital de una firma, uno de ellos es la tangibilidad de los activos, los activos tangibles hacen referencia a todos aquellos activos de capital fijo que posee una compañía, diferentes trabajos han encontrado una relación empírica entre los activos tangibles de una compañía y su nivel de endeudamiento, donde se observa que mientras mayores sean sus activos tangibles mayores serán sus niveles de endeudamiento (Mejía, 2013). Este aspecto toma suma importancia en nuestra investigación pues los activos financieros no son considerados como activos tangibles, de manera que es válido preguntarse si puede llegar a existir una relación entre las compañías que presentan niveles bajos de apalancamiento y alguna posible participación de estas en el mercado financiero.

Siguiendo con el estudio realizado por Mejía (2013), el autor enuncia otros factores que pueden ser determinantes para la estructura de capital, uno de ellos es la rentabilidad, medida como la utilidad en relación con los activos y que se ha encontrado que posee una relación negativa con el endeudamiento, otro elemento mencionado por este autor es el tamaño y la edad de la empresa, donde se ha encontrado evidencia empírica que sugiere que mientras mayor sea el tamaño y la edad de la empresa, sus niveles de apalancamiento serán mayores. Por último Mejía habla acerca de las oportunidades de crecimiento que tienen una compañía, elemento que tradicionalmente ha sido asociado con la inversión en investigación y desarrollo (I&D) que realiza una firma, la relación que posee esta variable con el endeudamiento posee un elemento clave y es la regulación de las economías, mientras menor sea la regulación, las compañías van a tener más incentivos para buscar incursionar en diferentes mercados y volverse más productivas, es bajo este contexto que el gasto en investigación y desarrollo por parte de las firmas aumenta, los diferentes trabajos realizados como el de Ovtchinnikov (2010) han mostrado que bajo este contexto la relación entre el endeudamiento y la inversión en I&D es negativa. En circunstancias diferentes a periodos de desregulación la evidencia muestra que la relación es positiva entre estas dos variables (Ramírez y Kwok, 2010).

## El estudio de la estructura de capital en Colombia

En Colombia la preocupación por entender la estructura de financiamiento y de capital de las firmas es un fenómeno relativamente nuevo, puesto que como se mencionaba anteriormente el mercado financiero no es tan amplio como el de otros países y se prefiere recurrir a los medios tradicionalmente convencionales, sin embargo estudios como los de Sarmiento y Salazar (2005), quienes encontraron que las empresas preferían la financiación interna puesto que existía mucha asimetría en la información del financiamiento externo, conclusión similar al estudio realizado por (Tenjo G., López E, & Zamudio, 2006), que encontró que las empresas financian sus operaciones mayoritariamente por medio de créditos bancarios. Estudios como el de (Tenjo, Martínez, & Lopez, 2007) encontraron que las dinámicas de estructuración de capital en Colombia se ajustan en gran medida a la teoría del *Pecking Order*, esto sucede a causa de las fallas de mercado en términos de información que generan una jerarquización de los mecanismos de financiamiento por parte de la gerencia.

En un aporte importante sobre este tema (Arbeláez, Perry, & Becerra, 2010) realizan una investigación sobre los determinantes de la estructura de financiamiento en Colombia, con una preocupación sobre los niveles bajos de crecimiento y una probable relación de esto con la ausencia de un mercado de capitales más dinámico y profundo. Dicha investigación fue realizada por medio de un análisis de los datos a nivel firma de la estructura de financiamiento en Colombia para los años comprendidos entre 1995 y 2008. Un elemento importante que es mencionado en este trabajo es que las empresas en Colombia tienden a financiar su capital de trabajo tradicionalmente por medio de créditos bancarios de corto plazo, adicionalmente, que la principal forma de inversión para la expansión es por medio de la reinversión de utilidades. En respuesta a por qué el mercado de capitales en Colombia está compuesto por tan pocas empresas, los autores encontraron que existen grandes obstáculos para las empresas de menor tamaño que desincentivan su incursión en el mercado financiero dada la regulación establecida, de manera que el mecanismo principal para el financiamiento de las pequeñas empresas es la reinversión de utilidades y esta proporción de utilización de las utilidades como medida de financiamiento disminuye a medida que el tamaño de la empresa aumenta. A pesar de esto sería erróneo pensar que la participación de las empresas grandes en el mercado financiero para apalancar su operación es grande, pues la evidencia encontrada por los autores en esta investigación sugiere que el mecanismo más utilizado por parte de las empresas grandes es el crédito financiero doméstico, esto hace referencia a préstamos con entidades bancarias locales, la participación de las empresas grandes en el mercado financiero es pequeña y a de las empresas pequeñas es casi irrelevante. Otra observación importante de este estudio es la generalidad en los plazos de la deuda sin importar el tamaño de la empresa, de manera generalizada, las empresas en Colombia tienden a tener la mayoría de su deuda en corto plazo y una porción pequeña para el largo plazo. Todo lo anterior es evidencia para que los autores puedan concluir que el mercado financiero colombiano puede presentar una oferta de productos muy reducida para las necesidades que presentan las firmas, así mismo que las restricciones financieras son amplias y limitan la participación de las compañías y por último que los costos que implica incursionar en este mercado pueden ser muy elevados por lo cual las compañías prefieren hacer uso de recursos propios (Arbeláez et al., 2010). Se le dedicó especial atención a este estudio pues será la base teórica para el tratamiento y el análisis de los datos del presente trabajo.

### 3. Conceptos importantes y contexto histórico de las Sociedades en Colombia.

#### Cuentas del Balance General

En el balance general se muestran las cuentas óptimas para entender la forma en que las empresas se están financiando, de manera que elegimos las mismas cuentas de los pasivos que usó Perry en su estudio “Estructura de financiamiento y restricciones financieras de las empresas en Colombia” las cuales son: i) Obligaciones financieras: Comprende el valor de las obligaciones de largo y corto plazo contraídas mediante establecimientos de crédito o de otras instituciones financieras. ii) Proveedores: Obligaciones de corto y largo plazo por adquisición de servicios/bienes para la fabricación o comercialización de los productos. iii) Otros Proveedores: Es una cuenta conformada con las cuentas corrientes comerciales, casa matriz y compañías vinculadas de largo y corto plazo. iv) Accionistas: Es la agregación de las cuentas deuda con accionistas o socios, con directores y dividendos o participaciones por pagar de corto y largo plazo. v) Instrumentos financieros: Cuenta conformada por los títulos, bonos y papeles comerciales. vi) Capital suscrito y pagado: Es un pasivo que tiene la empresa con los socios y accionistas. vii) Reservas: Son los excedentes que tiene la empresa para reinvertir y el resultado de ejercicios anteriores, el cual comprende el valor de los resultados obtenidos en ejercicios anteriores por utilidades acumuladas, que estén a disposición del máximo órgano social, o por pérdidas acumuladas no enjugadas (PUC, s.f.) utilizadas para conocer el financiamiento de las empresas año tras año.

#### Ingresos operacionales y no operacionales

Por otro lado buscando observar el proceso de financiarización que las empresas han tenido durante el periodo se toma el estado de resultados el cual nos ofrece una ventaja pues podemos diferenciar los ingresos operacionales y los ingresos no operacionales los primeros son entendidos como los ingresos producto de la actividad económica principal de la empresa mediante la entrega de bienes o servicios, estos ingresos deben identificarse con la razón social de la empresa con base a la definición se determinó que los ingresos operacionales son las ventas y los no operacionales son aquellos ingresos provenientes de transacciones diferentes a los del objeto social e incluye entre otros, ítems relacionados con operaciones de carácter financiero en moneda nacional o extranjera.

De esta manera se obtiene una base de datos con la información consolidada de diez años de los estados de resultados y las cuentas antes mencionadas del balance general de más de cinco mil empresas no financieras.

#### Contexto histórico de las sociedades comerciales en Colombia

La Superintendencia de Sociedades se fundó en el año 1931 como una entidad dependiente del Estado, con el fin de realizar control sobre las sociedades comerciales en Colombia, su creación se hizo mediante la expedición de la Ley 58 de 1931, su fin constitucional fue el siguiente: “ velar por la ejecución de las leyes y decretos que se relacionen con las sociedades anónimas con excepción de establecimientos bancarios” (Velez, 2012). Esta ley se hizo efectiva hasta octubre de 1939, año en el cual se estable a la Superintendencia de Sociedades Anónimas como una dependencia del Ministerio de Economía Nacional (Velez, 2012). A través de la década siguiente a su establecimiento, la vigilancia de la Superintendencia se amplió paulatinamente hasta alcanzar a todo tipo de persona jurídica en cuyo capital participa inversión extranjera, exceptuando únicamente a las empresas que

estén sometidas al control de la Superintendencia Bancaria, por este motivo el nombre de la entidad fue reemplazado a la Superintendencia de Sociedades.

En la década de 1980 Colombia se vio sumida en una crisis institucional privada que llevo a realizar cambios estructurales en los elementos que la Superintendencia debía vigilar, así como el tamaño de las compañías a las cuales debían prestarle más atención, de manera que fue un periodo en el cual la Superintendencia se dedicó a vigilar únicamente a las sociedades cuya actividad pudiese llegar a tener alguna implicación sobre el interés público, pues se argumentaba que la vigilancia de tantas sociedades pequeñas llevaba únicamente a entorpecer el proceso de vigilancia efectiva que debía realizar la Superintendencia (Velez, 2012), aun así, para 1991 la Superintendencia ya no estaba encargada únicamente de vigilar sociedades comerciales que tuviesen activos totales por encima de los 150 millones de pesos, sino que su gestión se extendió a fondos ganaderos, comisionistas de bolsa, sociedades administradoras de consorcios comerciales, bolsas de productos y compañías mercantiles, todas estas entidades que se encuentran bajo la regulación de la superintendencia tienen la obligación de enviar el resumen de su actividad por medio de los balances generales, estados de resultados y flujos de efectivo, dicha información es verificada y consolidada por la Superintendencia y es de carácter pública (Velez, 2012).

El mejoramiento continuo de la vigilancia de la Superintendencias es importante para lograr un mercado con simetría de información y transparencia en la misma donde se tiene a la mano cada reporte financiero de la entidad permitiendo a los inversionistas una información completa sobre el uso de su capital y al país un balance real de la economía generando una profundización financiera de las empresas del país buscando financiarse, cubrirse o expandirse.

#### 4. Tratamiento de los datos y estadística descriptiva de las variables estudiadas

De acuerdo con el objetivo de la investigación se utilizaron las siguientes bases de datos:

Estado de resultados, balance general y flujo de efectivo de las empresas que se encuentran bajo la vigilancia y regulación de la Superintendencia de Sociedades, estas empresas tienen la obligación de proporcionar información financiera consolidada a este ente regulador y la información es pública, de esta manera la Superintendencia genera una base de datos anual en donde se consolida la información de todas las empresas. La ventana de tiempo de la investigación es de diez años y se utiliza la información desde el último año disponible, de manera que los años son de 2015 a 2005. Los datos presentados en estas bases se muestran en miles de pesos.

Las bases que proporciona la Superintendencia no contienen necesariamente las mismas empresas año a año, esto se debe a posibles fusiones entre empresas, liquidaciones, cambios de la razón social, entre otros motivos, por esta razón se trabaja en base a las empresas que aparecen en la información del año 2015, de manera que para evitar errores por valores faltantes todas aquellas empresas que no aparezcan entre 2005-2015 fueron omitidas.

Adicionalmente se toma la decisión de trabajar únicamente con las empresas medianas y grandes, en Colombia ha existido una discusión amplia respecto a la definición y métodos de clasificación de las empresas por tamaño (Nieto, Timoté, Sánchez, & Villareal, 2015), pero basándonos en el Plan Nacional de Desarrollo “Prosperidad para Todos” (2010-2014), se utiliza el criterio de ventas para

discriminar entre empresas pequeñas, mediana y grandes, de manera que todas empresas cuyas ventas superen los \$250.000.000 de pesos en ventas anuales son las que serán tenidas en cuenta para la investigación. A pesar de que existen otros criterios para la clasificación de empresas, utilizamos ventas porque este es el criterio que utiliza el sector financiero para realizar la clasificación de las empresas (Nieto et al., 2015), dado que nuestro interés es ver las dinámicas que tienen estas empresas no financieras con el sector financiero, nos apegamos a este criterio. Adicionalmente vale la pena aclarar que se trabaja con empresas medianas y grandes porque la regulación en Colombia en cuanto a incursión en actividades financieras y la poca profundidad que tiene este mercado en Colombia hace que para las empresas pequeñas existan muchas dificultades para involucrarse en actividades financieras (Arbeláez et al., 2010).

### Estadística de los ingresos operacionales y no operacionales

Se hizo un análisis descriptivo y fundamental donde se explican los pisos, techos y sus puntos críticos en la primera gráfica se observa el ingreso operacional y en la segunda el ingreso no operacional cada una respecto al tiempo.

Gráfica 1: Ingresos Operacionales de las super sociedades



Fuente: Supersociedades y cálculos propios.

Gráfica 2: Ingresos no operacionales de las super sociedades



Fuente: Supersociedades y cálculos propios.

En la gráficas podemos observar el comportamiento de los ingresos operacionales a través del tiempo donde se observa una tendencia alcista en el periodo de 2005 a 2006 se ve un crecimiento lineal de la variable esto se respalda con el crecimiento de la economía y su dinamismo debido al aumento del consumo de los hogares y la inversión evidenciándose en la rentabilidad de las empresas donde sus indicadores como el margen operacional demostró una mejora con variaciones positivas desde el 2003 a 2006 pasando de 6,9% a 9,3% (Sociedades, 2007) .

Las empresas grandes y medianas obtuvieron beneficios mayores por una administración eficiente tanto en recursos humanos, técnicos y financieros. Los ingresos operacionales aumentaron de 2004 a 2005 un 13,2% y entre 2005 y 2006 crecieron un 19,4% esto se relaciona directamente con el aumento significativo de la inversión y el consumo en 26,8% y 5,6% respectivamente las tasas de crecimiento de las empresas grandes y medianas durante este periodo fue de 16,4% y 32,3% (Sociedades, 2007)

En el periodo de 2007 a 2008 se observa un crecimiento importante debido a que a mediados de 2008 está el punto más alto desde 2005 a 2010. En el contexto macro económico la economía tuvo

un mejoramiento de 2006 a 2008 tanto en el sector real como en el sector financiero esto se evidencia en las gráficas de 2005 a 2006 los ingresos no operacionales se mantienen constantes y son casi cero por otro lado en el 2006 empiezan a tener un crecimiento exponencial llegando a uno de sus puntos más altos de todo el periodo estudiado, este crecimiento se debe a la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros para crear empresas y ampliarlas además hay crecimiento porque muchas empresas empezaron a registrar sus estados de resultados (Sociedades, Informe comportamiento real de economía, 2009). A mediados del 2008 se observa una profundización financiera respaldada por un mejoramiento de la economía así mismo cuando llega al punto más alto se ve una caída amplia que toca piso en 2010 debido al miedo que trajo consigo la crisis financiera del 2008 en Estados Unidos por la burbuja inmobiliaria.

En el 2011 hay un crecimiento nominal de los ingresos operacionales de 17,1% mucho mayor al registrado en el 2010 que fue de 9,4% (Sociedades, Informe comportamiento real de economía, 2012) lo que respalda la caída de los ingresos no operacionales hasta el punto más bajo en 2010 y hace un repunte hacia 2011 con una mejora de la economía colombiana desde 2011 hasta 2015 podemos observar una tendencia positiva en los ingresos operacionales y la mejora continua de los ingresos no operacionales los cuales se ven afectados por los movimientos del mercado financiero mostrando una caída desde 2011 hasta 2012 .

En el 2012, el crecimiento de la economía fue de 4% mostrando una menor dinámica que el 2011 (PIB 6,6%) esta desaceleración fue causada por la reevaluación, el decrecimiento de la industria, el impacto de las decisiones de política monetaria con el fin de mantener la estabilidad económica y el débil crecimiento de sectores importantes como la construcción y la minería (Sociedades, Informe comportamiento real de economía, 2013). En cada uno de los gráficos se observa el contexto macro de la economía colombiana mostrando una caída en los ingresos operacionales, pero en los ingresos no operacionales hay un crecimiento lineal esto puede ser producto de la reevaluación aumentan las importaciones llevando consigo la obtención de algunos productos financieros para cubrirse y la inversión en las empresas petroleras aprovechando su rentabilidad.

Para el siguiente año los comportamientos de las variables estudiadas tienen una relación inversa mientras los ingresos operacionales suben con la mejora de la economía con un PIB de 4,9% debido al aumento del consumo privado impulsado por las bajas tasas de interés en el gasto de los hogares y el comportamiento positivo de la construcción. El efecto de la mejora de la economía en el año 2013 se refleja en el aumento de 6,3% en los ingresos operacionales (Sociedades, Informe comportamiento real de economía, 2014).

La caída en los ingresos no operacionales del año 2013 al 2014 podría explicarse por la baja credibilidad que se tuvo del mercado financiero debido al escándalo de interbolsa en este periodo. El cual se desató en noviembre del año 2012 originado por las prácticas riesgosas e irresponsables de la comisionista pero este choque se evidenció en 2013 con la caída de los ingresos no operacionales de las empresas que vela la Superintendencia de Sociedades.

Desde el 2014 se evidencia un crecimiento lineal de los ingresos operacionales y exponenciales en los no operacionales lo cual puede explicarse por la profundización e inclusión financiera que ha tenido el país. En el 2014 el crecimiento de la economía fue de 4,6% jalado por la construcción

con una variación en sus ingresos operacionales de 7,2% frente al 2013 en las empresas grandes y medianas de la Superintendencia de Sociedades. En el año 2015 las variables estudiadas crecen a tasas diferentes con una tasa de crecimiento de la economía de 3,1% no obstante, comparado con las economías de América Latina fue un crecimiento óptimo con un incremento de sus ventas en 15,68% pero una disminución de 10 puntos básicos en la utilidad neta causada por el aumento en los costos y gastos y aumento de los ingresos no operacionales basado por un proceso de inclusión y profundización financiera (Sociedades, Informe comportamiento real de economía, 2016).

### El coeficiente de correlación entre los ingresos operacionales y no operacionales a través de los años

Los coeficientes de correlación estandarizan la relación entre variables logrando un mejor análisis cuando se tiene el contexto en que se está analizando la relación. En este estudio de las empresas de la Superintendencia de Sociedades en el periodo de 2005 a 2015 se observa la correlación entre los ingresos operacionales y no operacionales.

Gráfica 3: Correlación entre los ingresos operacionales y no operacionales



Fuente: Supersociedades y cálculos propios.

En la gráfica 3 se evidencia una correlación positiva en los niveles de 50% a 70% para el periodo de 2005 a 2006 respaldado por el dinamismo de la economía que se evidenció con un crecimiento de la economía de 6,8% en el 2006 apoyada por la industria manufacturera, construcción, comercio, sector de servicios, transporte, almacenamiento y comunicaciones con una variación anual de 10,79%, 14,36%, 10,69%, 9,42% respectivamente. En el caso de los establecimientos, financieros, seguros, inmuebles y servicios de las empresas se evidencia un crecimiento anual de 1,37% lo cual respalda la gráfica 2 con una variación mínima de los ingresos operacionales de 2005 a 2006 (DANE, 2007).

En el año 2007, la correlación entre los ingresos operacionales y no operacionales de la muestra homogénea estudiada fue de 5,51% con un crecimiento de la economía de 7,62%. Al descomponer el resultado del PIB por ramas de actividades que apoyaron el crecimiento, se presentaron las siguientes variaciones: Industria manufacturera 10,62%; construcción 13,31%; comercio y servicios 10,40%; transporte, almacenamiento y comunicaciones con un cambio respecto al año anterior de



los establecimientos financieros que tuvieron una variación de 8,26%, lo cual apoya el aumento de los ingresos no operacionales del año 2006 al 2007 (DANE, 2008). La correlación del 5% antes mencionada podría ser explicada porque el crecimiento de los ingresos no operacionales fue mayor que el de los ingresos operacionales.

En el 2008, la CEPAL en sus estudios económicos explica la desaceleración que tuvo Colombia pasando de crecer de 7,62% a 2,5% basándose en la crisis financiera de estados unidos y el sector fiscal. La primera razón es debido al descenso previsto de los ingresos por concepto de exportaciones, remesas e inversión extranjera directa y la segunda es a causa de limitantes de la política fiscal para aumentar el gasto y mover la economía (CEPAL, 2010). Esta situación la refleja la débil correlación de las variables de 37,27% acompañada con una caída de los ingresos no operacionales del año 2008 al 2009 debido al escándalo financiero en estados unidos y una caída no tan profunda de los ingresos operacionales.

El coeficiente de correlación que se presenta en el año 2009, fue de 5,61% afectada por un contexto de incertidumbre, pero una recuperación de la economía en 0,8% con signos de mejora en el tercer trimestre en el informe de la CEPAL se explican las causas de la desaceleración de la economía colombiana basándose en la crisis financiera internacional, los sectores que registraron la mayor contracción durante el año fueron la industria, el comercio y la agricultura. Por otra parte, la pérdida de confianza de los consumidores e inversionistas se tradujo en un fuerte deterioro del componente privado del consumo y la inversión (CEPAL, 2010, pág. 119). Esta pérdida de inversionistas y de confianza hacia el mercado financiero lleva consigo a que los ingresos no operacionales caigan y los ingresos operacionales aumenten de manera lineal a una menor tasa.

En el año 2010, la economía toma impulso y la profundización financiera toma una tendencia al alza demostrado por una correlación de 69,54% basado en una mejora de los indicadores con un crecimiento de 4,3% con señales de mejora en el 2011. La estrategia del presidente Santos, asumida en agosto de 2010, impulsando a sectores de la economía: innovación, infraestructura, agricultura, minería y vivienda y una reducción del gasto un 2,8% respecto al año anterior para una mayor sostenibilidad de las finanzas públicas lo que permitió el crecimiento de la economía. En el 2011 la economía creció 5,9% casi 2 puntos por encima del año anterior (2010) impulsado por el dinamismo del mercado interno, las exportaciones tradicionales y el cumplimiento de la política monetaria por el bando de la república confirmado con una reducción del desempleo en niveles inferiores al 10% impulsado por la mejora en la política fiscal (Atehortúa, López G, & Mesa, 2011) y el otorgamiento de grado de inversión de las firmas Fitch Ratings, Standard & Poor's y Moody's. Las razones aducidas para la calificación fueron la estabilidad macroeconómica, las favorables perspectivas de crecimiento a mediano plazo y el manejo de la deuda pública, así como el fortalecimiento del marco legislativo para lograr una adecuada gestión fiscal (CEPAL, COLOMBIA, 2012).

En el año 2012, la correlación entre las variables es de -0,06% lo que implica una relación insignificante e inversa entre las variables con un crecimiento de la economía de 4% y una reducción del dinamismo de la economía. Esto se refleja en el comportamiento de las variables con una menor tasa de crecimiento acompañado del escándalo de Interbolsa antes mencionado en noviembre de 2012 y el cual tiene sus repercusiones en el año siguiente.

En el 2013, el crecimiento de la economía fue de 4,3% a pesar de un primer trimestre poco dinámico la economía reacciono a las políticas de estímulo que impulsaron el consumo y la inversión de la mano de una política monetaria eficiente (CEPAL, Informe Macroeconómico, 2014). La correlación que se presenta es positiva en 3,53% con un crecimiento de los ingresos operacionales por la mejora de la economía y una caída en los no operacionales por la situación de Interbolsa.

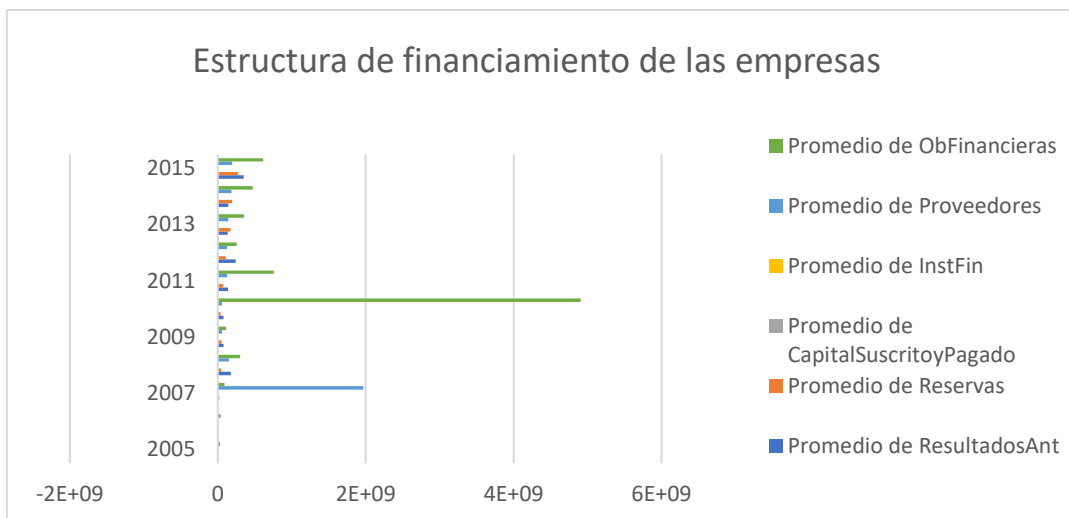
En el periodo del 2014 al 2015 se observa un mejoramiento de las variables con un coeficiente de correlación de 10,28% y 15,82% respectivamente lo que implica una mejora de las variables fundamentado por un crecimiento de la economía de 4,6% en 2014 respecto al año anterior. El dinamismo de la economía se evidenció en un fortalecimiento de la demanda interna, en particular a través de la inversión, que atenuó los efectos de la adversa coyuntura internacional aunque disminuyó el ritmo de crecimiento de la construcción, por la desaceleración de la construcción de edificaciones; por otra parte, el sector agropecuario no conservó el dinamismo excepcional de 2013 y finalmente, se registró por primera vez después de nueve años una caída del valor agregado de la minería, debido a una disminución de la producción de petróleo y carbón, como resultado de problemas de orden público (CEPAL, Colombia, 2015). En el 2015, la economía se expandió un 3,1% impulsado por el dinamismo del sector financiero lo cual se evidencia en el aumento de los ingresos no operacionales y un menor crecimiento de la industria y la minaría (CEPAL, Colombia, 2016).

#### [Análisis cualitativo: estructura de financiamiento de las empresas.](#)

En el análisis cualitativo que se desarrolló de la estructura de financiamiento de las empresas se tomaron algunas cuentas de los pasivos del balance general tales como: las obligaciones financieras, proveedores, otros proveedores, accionistas, capital, resultados anuales y resultados anteriores. Es importante aclarar que la base de datos de la Superintendencia de sociedades para analizar el financiamiento de las empresas no especifica si los recursos están siendo destinados al capital de trabajo o a la expansión por ende en el análisis cualitativo que hace Perry se guía por la encuesta de opinión empresarial que hace Fedesarrollo, la cual busco hacer una distinción en la estructura de financiamiento de las empresas según el uso de sus recursos. La cual arrojó que para la expansión las empresas usan las utilidades anteriores y para el capital de trabajo se inclinan por los créditos bancarios. (Arbeláez, Perry & Becerra , 2010).

En el siguiente grafico se ilustra la evolución de la estructura de financiamiento de las empresas en los años de estudio:

Grafico 4: Estructura de financiamiento de las empresas



Fuente: Cálculos propios

Del año 2005 al 2007 los rubros que se alcanzan a ver son: Obligaciones financieras y capital suscrito y pagado con una profundización mínima y siguiendo los resultados de la encuesta de opinión de Fedesarrollo esto implicaría una expansión de la empresa y del capital de trabajo. A partir del año 2007 los rubros incrementan paulatinamente algunos con unos picos como el caso de los proveedores en el año 2007 y las obligaciones financieras en el 2010. En el año 2007 las empresas se financiaron con los proveedores y las obligaciones financieras en un menor porcentaje, para el año 2008 empezaron a incrementarse otros rubros que no fueron significativos anteriormente, tales como: i) El capital suscrito y pagado, con el fin de la expansión de la empresa implicando un financiamiento con el patrimonio de las empresas grandes y medianas de la Supersociedades. ii) Las reservas, hacen parte del patrimonio y en la encuesta de opinión consideran que son usadas para la expansión de la empresa y iii) Los resultados de ejercicios anteriores, lo cual confirma el hecho que las empresas buscaron expandirse durante ese año.

En el año 2009, el financiamiento de las empresas estuvo guiado por las reservas, resultados anteriores, obligaciones financieras y capital suscrito y pagado. Esto implica una expansión de las empresas y su capital de trabajo. En el 2010 según el estudio de Perry, el financiamiento de las empresas está determinado por recursos propios, seguido de recursos financieros con entidades nacionales, los proveedores y el mercado de valores (Arbeláez, Perry & Becerra, 2010). En el gráfico 4 se observa para el año 2010, un aumento significativo de la cuenta de obligaciones financieras y en menor participación las reservas y el resultado de ejercicios anteriores.

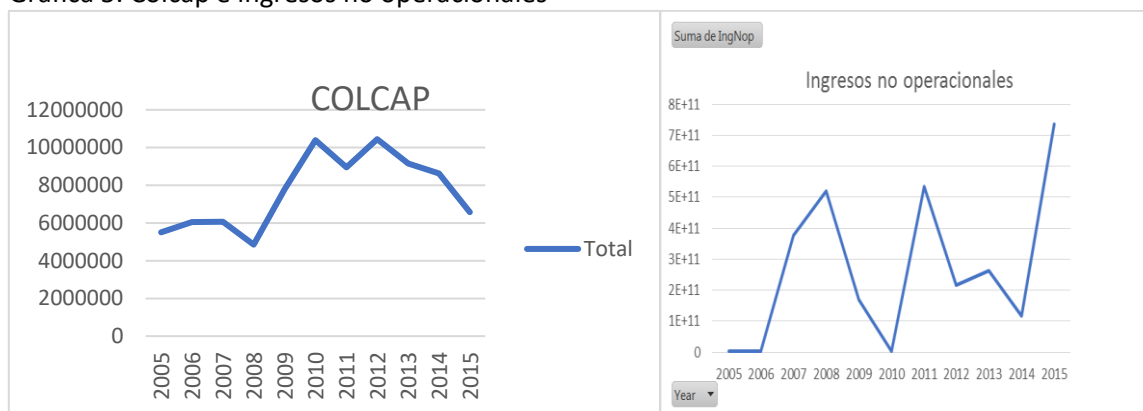
Desde el 2011, se evidencia un crecimiento significativo de todas las cuentas a comparación de los años anteriores con una mayor participación de variables como resultados anteriores, reservas y una disminución paulatina de las obligaciones financieras lo que quiere decir que las empresas se están financiando con recursos propios y desde el concepto de la financiarización podrían estar usando estos excedentes en el mercado financiero.

### La relación entre el COLCAP y los ingresos no operacionales

El Colcap es uno de los índices bursátiles que usa la BVC el cual refleja las variaciones de los precios de las acciones más líquidas donde el valor de capitalización bursátil ajustada de cada compañía determina su participación dentro de dicho índice. En el presente proyecto uno de sus objetivos es

observar la profundización de las empresas grandes y medianas del sector real en el mercado financiero para esto se hace un paralelo entre la tendencia de los ingresos no operacionales y el Colcap a través de los años de estudio.

Gráfica 5: Colcap e ingresos no operacionales



Fuente: Cálculos propios

En la comparación de las gráficas se observa que para el periodo de 2005 a 2006 el precio del COLCAP se mantiene estable y los ingresos no operacionales tienen la misma tendencia. De 2008 a 2009 se ve un aumento de la acción mientras los ingresos no operacionales tienen una fuerte caída desde el Colcap parece que se hubiese visto beneficiado por la crisis financiera en estados unidos para los años siguientes en el 2010 el Colcap desciende y los ingresos operacionales aumentan. En el 2011 el precio de la acción tiene un leve crecimiento mientras los ingresos no operacionales tienen una caída significativa para el 2012 el Colcap cae y los ingresos no operacionales aumentan desde el 2013 hasta el 2015 el índice tiene una caída en su precio y la otra variable una recuperación significativa.

## 6. Conclusiones

En el presente proyecto se estudia la evolución de los ingresos operacionales y no operacionales con el objetivo de asociarlo a la profundización financiera que ha tenido Colombia basados en el supuesto que los ingresos no operacionales son netamente financieros para así encontrar una relación positiva entre los ingresos operacionales con el crecimiento económico cuando la economía presentaba un mayor dinamismo, consumo, inversión y unas mejoras en la política fiscal junto a un desarrollo óptimo de la economía mundial estos tenían una tasa de crecimiento mayor por el contrario se contraían. En el caso de ingresos no operacionales y la coyuntura económica la relación no fue significativa mientras que con los mercados financieros nacionales e internacionales esa relación era significativa evidenciándose específicamente en la burbuja financiera del 2008 y el escándalo de Interbolsa.

Otro objetivo principal del trabajo fue conocer la estructura de financiamiento de las empresas por medio de algunas cuentas de los pasivos tanto de largo como de corto plazo donde evidenciamos que las empresas grandes (ingresos por ventas iguales o mayores a \$250'000.000 anuales) en Colombia en años anteriores se financiaban con recursos propios y eran más cautelosos para financiarse por medio de entidades bancarias. Hoy en día hacen un balance y manejan ambos

niveles de financiamiento. Con base a la encuesta de opinión de Fedesarrollo el financiamiento con recursos propios está asociado a la profundización de los mercados financieros en Colombia hecho que se respalda con el aumento significativo de los ingresos no operacionales.

La pregunta que motivó a realizar esta investigación fue conocer si las empresas no financieras en Colombia están llevando a cabo un proceso de financiarización y que tan profundo era encontramos a partir de la estructura de financiamiento que las empresas no incursionan en actividades ligadas al sector financieros de manera como un primer acercamiento se puede decir que en Colombia el fenómeno de la financiarización no está tan presente sin embargo esto no puede ser una afirmación debido a que no se tiene suficiente evidencia empírica para sustentar esta hipótesis. Si a futuro se desean presentar trabajos de esta índole se deberá tener un mayor desglosamiento de los estados financieros de las empresas y en qué actividades están siendo usadas también tener en cuenta que en Colombia hablar de un fenómeno de financiarización amplio no es posible debido a las restricciones que hay para invertir en los mercados financieros.

## 7. Bibliografía

- Arbeláez, M. A., Perry, G., & Becerra, A. (2010). Estructura de financiamiento y restricciones financieras de las empresas en Colombia, 1–56.
- Davis, L. E. (2013). Financialization and the nonfinancial corporation: an investigation of firm-level investment behavior in the U.S. *Working Paper Department of Economics*.
- Guevara, D. A. (2015). Auge de las finanzas y desigualdad en la distribución del ingreso. Un estudio desde la perspectiva de la financiarización para Colombia 1980-2008. *Universidad Nacional*.
- Krippner, G. (2005). Data Appendix To “The Financialization of the American Economy,” (May), 173–208.
- Mejía, A. F. (2013). La estructura de capital en la. *Finanzas Y Política Económica*, 5(2), 141–160.
- Miller, M. H. (2009). Las proposiciones de Modigliani y Miller pasados treinta años. *RAE: Revista Asturiana de Economía*, (43), 7–35. Retrieved from <http://0-dialnet.unirioja.es/ubucatu/ubucatu.es/download/articulo/3790944.pdf%5Cnhttp://0-dialnet.unirioja.es/ubucatu/ubucatu.es/servlet/extart?codigo=3790944>
- Nieto, V. M., Timoté, J. A., Sánchez, A. F., & Villareal, S. (2015). Clasificación por tamaño empresarial en Colombia: Historia y limitaciones para una propuesta. *Archivos de Economía* -

- Departamento Nacional de Planeación*, 434(C14 L11 L52), 1–34. Retrieved from <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Estudios Economicos/434.pdf>
- Sawyer, M. (2013). What Is Financialization? *International Journal of Political Economy*, 42(4), 5–18. <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420401>
- Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719–741. <https://doi.org/10.1093/cje/beh032>
- Tauss, A. (2012). Contextualizing the Current Crisis : Contextualización de la crisis actual : Post-fordismo , reestructuración neoliberal y financiarización, 51–79.
- Tenjo, F., Martínez, J., & Lopez, E. (2007). No. 4 3 8 2007, (4).
- Tenjo G., F., López E, E., & Zamudio, N. (2006). Determinantes de la estructura de las empresas colombianas (1996-2002). *Borradores de Economía*, 1–38. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.897>
- Zambrano, S. M., & Acuña, G. A. (2011). Estructura de capital. *Evolución teórica*, 9(15), 81–102.
- Atehortúa , S., López G, M., & Mesa , R. J. (2011). *Crecimiento económico colombiano en 2011, “disparado” a pesar de las turbulencias externas: análisis de la coyuntura y perspectivas en 2012*. Medellín: Perfil de Coyuntura Económica No. 18.
- AMV. (2005). *Temario examen operador básico*. Bogotá: Bogotá.
- Arbeláez , M. A., Perry, G., & Becerra , A. (2010). *ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y RESTRICCIONES FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS EN COLOMBIA*. CAF.
- Castañeda, D. A. (2015). *Auge de las finanzas y desigualdad en la distribución del ingreso. Un estudio desde la perspectiva de la financiarización para Colombia 1980-*. Bogotá: Universidad Nacional.
- CEPAL. (2010). Colombia. En CEPAL, *Estudio económico de América Latina y el Caribe • 2008-2009* (págs. 135-141).
- CEPAL. (2010). Colombia. En CEPAL, *Estudio económico de América Latina y el Caribe • 2009-2010* (págs. 119-125).
- CEPAL. (2012). COLOMBIA. En CEPAL.
- CEPAL. (2014). Informe Macroeconómico. En CEPAL, *Estudio económico de América Latina y el Caribe • 2014* (págs. 1-9).
- CEPAL. (2015). Colombia. En CEPAL, *Estudio económico de América Latina y el Caribe • 2015* (págs. 1-9).
- CEPAL. (2016). Colombia. En CEPAL, *Estudio económico de América Latina y el Caribe • 2015* (págs. 1-9).
- DANE. (23 de Marzo de 2007). Producto interno bruto – Cuarto Trimestre y total anual 2006. *DANE*, págs. 1-2.

DANE. (28 de Marzo de 2008). Producto Interno Bruto Total anual y Cuarto Trimestre de 2007.  
*DANE*, págs. 1-2.

PUC. (s.f.). *PUC*. Obtenido de <http://puc.com.co/>