

RESTRICCIONES FINANCIERAS, COMPORTAMIENTO DE LAS EMPRESAS MANUFACTURERAS Y PERSPECTIVAS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

Autor: FERNANDO TENJO GALARZA

Con la colaboración de GUILLERMO GARCÍA MIRANDA y LUIS ANGEL RODRÍGUEZ

I. Introducción

El conjunto de estudios del que hace parte el presente trabajo comparten el supuesto de la existencia de una relación positiva entre el desarrollo de los instrumentos e instituciones relacionadas con el proceso de intermediación financiera, la eficiencia en la asignación de recursos en la economía y, finalmente, la dinámica del crecimiento económico. Si bien los esfuerzos investigativos por comprobar la validez de este supuesto han venido proliferando rápidamente en el pasado reciente, debe tenerse muy presente que ellos vienen a revivir una vieja preocupación de los teóricos y demás practicantes de la economía en el campo de las finanzas y el desarrollo económico.

En la gran mayoría de casos, esta preocupación ha llevado a un esquema común de propuestas de política fundamentado en la idea de que existen unas etapas predeterminadas para todo país y que éstas deben cumplirse, ya sea a través de la acción directa del estado o mediante la liberalización de los mercados de recursos de financiamiento. Se espera que a lo largo de este proceso, se vayan superando los llamados "fracasos del mercado" y alcanzando niveles superiores de bienestar económico.

Adicionalmente, en la formulación de estas propuestas de política se supone por lo general que los distintos agentes económicos se adaptan pasivamente a los cambios institucionales en los mecanismos e instrumentos de intermediación, internalizando estos cambios y modificando de manera correspondiente sus prácticas financieras. No siempre, sin embargo, se presta suficiente atención al estudio de estas prácticas, sus determinantes y la forma como ellas pueden condicionar la manera en que la economía como un todo, y sus agentes constitutivos, asimilan las transformaciones arriba mencionadas.

El presente estudio representa un esfuerzo por entender las prácticas financieras de las empresas del sector manufacturero Colombiano en los últimos años y por derivar, a partir de allí, implicaciones que permitan lanzar algunas hipótesis sobre el espacio y las condiciones que existen para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia. Este surge ahora como una nueva etapa en el desarrollo de los mecanismos e instituciones de intermediación financiera en el país, y alrededor de él se han creado numerosas expectativas acerca de su efecto positivo sobre la mayor eficiencia de la economía.

El informe que resume el estudio mencionado tiene cuatro secciones. En la Sección 1 se presentan brevemente los principales conceptos que serán utilizados en el análisis de las secciones subsiguientes. Entre estos conceptos sobresale la noción de restricciones financieras, que constituye el eje del estudio de las prácticas y ajustes del sector manufacturero colombiano en materia financiera. Estas prácticas se presentan, analizan y evalúan en la Sección 2, donde se estudian, a partir de una muestra de 550 empresas, la distribución de beneficios y las fuentes y usos de ellas, sus coeficientes de endeudamiento, la sensibilidad de la inversión a nivel de firma a cambios en variables financieras y los determinantes de la estructura financiera de la muestra de empresas.

En la Sección 3 se hace un análisis comparativo de las características y comportamiento de las firmas que emitieron y las que no emitieron acciones durante el periodo 1984-1994, con el objeto de tratar de identificar, de manera aproximada, las características o variables que entran en las decisiones de las empresas en esta materia.

Finalmente, la Sección 4 elabora algunas proposiciones, algunas de carácter intuitivo, sobre las implicaciones de las conclusiones de las secciones anteriores para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia.

II. Naturaleza, Forma e Implicaciones de las Restricciones Financieras

A. El Concepto de Restricciones Financieras

El concepto central del estudio de las prácticas financieras lo constituyen las llamadas restricciones financieras que enfrentan las empresas manufactureras y demás agentes de la economía y que limitan o condicionan el comportamiento optimizador de dichos agentes de la misma manera que lo pueden hacer, por ejemplo, la tecnología y los conocimientos disponibles o el acervo de capital físico o humano acumulado.

En el presente trabajo se destacan las restricciones que se derivan de la existencia de dos elementos esenciales que contradicen algunos de los supuestos de los modelos ortodoxos de equilibrio general y competencia perfecta. Estos dos elementos, que han sido ampliamente destacados, y sus implicaciones estudiadas por la literatura reciente, son la **información imperfecta** y los **mercados incompletos**, en particular aquellos mercados diseñados para la diversificación y distribución del riesgo entre inversionistas.

En esta sección se hace una breve presentación de los efectos que estos dos elementos tienen sobre el comportamiento y las prácticas financieras de los agentes económicos. No se trata de una presentación exhaustiva y profunda, sino del análisis de aquellos aspectos de los mencionados elementos y efectos más pertinentes para los propósitos del estudio.

En buena medida, los mercados financieros son mercados de información sobre el rendimiento que puede esperarse de distintas opciones de aplicación de los recursos disponibles. La existencia de imperfecciones de información y de mercados para la diversificación y distribución del riesgo (formalmente referidas las primeras a información sobre la media y la varianza del rendimiento esperado

de estas opciones) tiene dos efectos principales sobre el comportamiento de los agentes, sean estos inversionistas o empresas: la selección adversa y el riesgo moral o incentivo negativo¹.

En términos muy generales, la selección adversa corresponde a la situación que se presenta en una transacción cuando el comprador no tiene conocimiento perfecto de las características del bien o producto transado sino, en el mejor de los casos, sólo de la distribución de probabilidades de la calidad del mismo. Cuando la transacción se refiere a la compra-venta de títulos de deuda o capital accionario, la selección adversa se presenta, como ya se anotó, cuando el comprador o inversionista desconoce la probabilidad de quiebra de la empresa o el rendimiento de los títulos que ella emite.

El riesgo moral se define a partir de las acciones de agentes económicos que maximizan su propia función de utilidad en detrimento de otros, bajo condiciones en las cuales es imposible distribuir adecuadamente los costos y beneficios de dichas acciones debido a circunstancias de información imperfecta e imposibilidad de llevar a cabo contratos completos en los cuales se cubran todas las eventualidades.

La principal implicación de la selección adversa y el riesgo moral es que ellos afectan directamente el comportamiento de los agentes económicos, por un lado, al abrir espacio al oportunismo económico, y por el otro lado y relacionado con esto, al crear la necesidad de asumir actitudes o acciones defensivas tales como la evaluación y selección de las contrapartes en una transacción, el seguimiento o "monitoreo" de los resultados de las transacciones y el establecimiento de salvaguardas para condicionar el logro de estos resultados.

En pocas palabras, lo que los probablemente confusos párrafos anteriores quieren decir es que existe una cadena en el comportamiento de los agentes que va desde la existencia de información asimétrica y mercados (y contratos) incompletos hasta la configuración de un comportamiento racional por parte de dichos agentes que puede caracterizarse por la llamada **aversión al riesgo**.

¹ La literatura que trata explícitamente sobre el tema es indudablemente grande. En este trabajo se siguen de cerca las ideas al respecto expresadas por Jaffee y Stiglitz (1990) y Greenwald y Stiglitz (1993).

Al introducir este comportamiento en los procesos de optimización que están implícitos en las distintas funciones microeconómicas de oferta y demanda, los resultados son bien diferentes a los que predice la teoría económica tradicional². Para los propósitos del presente trabajo estos resultados son tan claros como importantes: la aversión al riesgo lleva a que dichos procesos de optimización (maximización de utilidad o de rendimientos esperados) estén sujetos a lo que aquí se denomina **restricciones financieras**.

Estas restricciones financieras implican³:

i. Que las principales funciones de comportamiento y las decisiones correspondientes, tales como inversión, oferta, empleo, financiamiento, etc., son sensibles a (cambios en) las variables financieras. Esta sensibilidad tiene, a su vez, dos niveles. Por un lado, un nivel puramente cuantitativo relacionado con el **acceso restringido** que los agentes tienen a las **fuentes de financiamiento (crédito y capital accionario)**, y que resulta a su turno del comportamiento maximizador bajo condiciones de aversión al riesgo de los agentes oferentes de recursos de financiación (bancos e inversionistas o ahorradores).

Se trata entonces del conocido **racionamiento** de fuentes de financiamiento que caracteriza los mercados financieros y de capitales y que aquí se interpreta como una situación de equilibrio con exceso de demanda que surge en un escenario con información imperfecta.

Por otro lado, un nivel más cualitativo, relacionado con el **acceso restringido** a, y con la **inexistencia de instrumentos de diversificación de riesgo**. Contrario al anterior, este nivel no impone una cota a las funciones de comportamiento de las firmas (y demás agentes) sino que incluye en ellas, como

² Stiglitz ha desarrollado sistemáticamente estos resultados para distintos mercados en Stiglitz (1987).

³ Un tratamiento más extenso, detallado y teóricamente soportado de estas restricciones financieras es presentado en Tenjo (1995).

argumentos, variables financieras propiamente dichas que les permiten a las empresas protegerse del riesgo que conllevan sus decisiones de inversión, producción, etc⁴.

ii. Que existe una estrecha relación, más aun, una determinación simultánea, entre las decisiones "reales" (producción, inversión, etc.) y las decisiones "financieras" (financiamiento y estructura de los activos) de las empresas y demás agentes económicos. En otras palabras, si en la implicación anterior se hizo referencia a una dependencia de las variables reales frente a las variables financieras, de lo que se trata ahora es de ir más allá y argumentar que las firmas con aversión al riesgo tratan de acomodar su estructura de capital, esto es, sus niveles y composición de activos y pasivos, a sus expectativas y planes en lo que hace a decisiones operativas que afectan su tamaño y tasa de crecimiento en el tiempo.

Todo lo anterior plantea un interesante escenario para el análisis integral del comportamiento de las empresas. En efecto, el concepto de restricciones financieras, tal como fue definido en esta sección, implica un interesante y complicado proceso por el cual las empresas, bajo condiciones de aversión al riesgo, llevan a cabo un **proceso de optimización restringida**.

Este proceso las lleva a determinar, conjuntamente, sus decisiones operativas de corto, mediano y largo plazo y la estructura de los dos lados de su balance (activos y pasivos). Se trata entonces de conciliar: el aprovechamiento de sus oportunidades de crecimiento; sus consideraciones de protección y aversión al riesgo; y su acceso restringido tanto a fuentes de financiamiento (crédito y capital accionario) como a instrumentos de distribución y diversificación de riesgo (activos financieros de distinto grado de liquidez y rendimiento esperado)⁵.

⁴ Como bien lo expresan Greenwald y Stiglitz (1993), la imposibilidad de las firmas de diversificar sus riesgos tiene dos importantes implicaciones para las firmas: "(1) Al tomar todas sus decisiones económicas -inversión, producción y precios- ellas tienen en cuenta sus consecuencias en materia de riesgo. (2) La disposición de las firmas para asumir riesgos es afectada tanto por su patrimonio neto como por su acervo de activos líquidos que pueden rápidamente convertirse en liquidez. Estos activos actúan como una protección para absorber riesgos" (p. 77, traducción del autor).

⁵ Para comprender este proceso de optimización restringida se requiere de un marco teórico que Stiglitz en varios escritos ha denominado la "teoría portafolio de la firma con aversión al riesgo". En Tenjo (1995) se presenta un modelo matemático simple que recoge y desarrolla este concepto para el caso de la función de inversión de una firma representativa.

B. Las Restricciones Financieras en la Practica: Patrones de Comportamiento Financiero

Estas proposiciones tienen una dimensión práctica de considerable importancia. Por un lado, y tal como quedo claramente expresado arriba, ellas implican una nueva especificación de las principales funciones de comportamiento de las empresas, en la cual existen no sólo interrelaciones real-financieras, sino también interesantes relaciones nuevas como, por ejemplo, complementariedades entre las demandas por activos fijos y activos financieros.

Pero, por otro lado, la noción de restricciones financieras tiene también otra dimensión de sumo interés para el análisis del comportamiento de las empresas y que tiene que ver con el espacio que necesariamente se abre para la introducción de nuevos elementos en dicho análisis.

El primero de estos elementos es el que se relaciona con la importancia de la **heterogeneidad** de los agentes (empresas en particular) en la interpretación y comprensión del comportamiento económico de los mismos. De hecho, en la medida en que las restricciones financieras implican distinto grado de acceso a los mercados de financiamiento (crédito y capital accionario) y a los instrumentos de diversificación de riesgo, abre la posibilidad para relacionar este grado de acceso con algunas características particulares de las firmas. A este respecto, la literatura especializada destaca atributos específicos de las empresas que explican un comportamiento financiero diferenciado, tales como **tamaño** [Fazzari, Hubbard y Petersen (1988); Calomiris y Hubbard (1990)] o **relaciones orgánicas o de propiedad** con los oferentes de los recursos de financiación (bancos, por ejemplo) [Hoshi, Kashyap y Scharfstein (1990)].

Por otro lado, al tiempo que se enriquece el concepto de empresa para abrir espacio a la idea de heterogeneidad al nivel de comportamiento individual, se extiende también el rango y alcance de interpretaciones teóricas de los determinantes de dicho comportamiento, complementando aquellas derivadas de los modelos tradicionales de maximización de beneficios esperados o del valor de mercado de la empresa. En efecto, la información asimétrica y los mercados incompletos dan pie para la

aplicación de modelos de agente-principal y de teorías del control o derechos de propiedad en el análisis de la estructura financiera de las firmas y de sus decisiones de financiación.

Mientras que aquellos modelos permiten una mejor comprensión de los estímulos y señales que rodean dicha estructura, estas teorías vienen a ocupar parcialmente el papel que juega el arbitraje cuando se trata de escenarios con mercados incompletos y poco desarrollados, como son los mercados de capital.

Todas estas ideas vienen a dar cuerpo a la noción de **patrones de comportamiento financiero**, como concepto que recoge tanto aquellas características comunes a determinados grupos de países (el poco desarrollo de un mercado accionario y la alta participación del crédito de corto plazo dentro de la estructura de la deuda de las empresas, por ejemplo), como las prácticas financieras similares de empresas con características semejantes (por ejemplo, el mayor peso de los recursos propios dentro de las fuentes de recursos de las empresas de menor tamaño). O, adicionalmente, las diferencias que se derivan, en términos de aquellas prácticas, del mayor acceso a fuentes de financiamiento y, por consiguiente, la mayor relevancia de la idea de estructura óptima de capital, en el caso de las firmas que hacen parte de conglomerados financiero-industriales o grupos económicos.

Es evidente que, en términos concretos, el concepto de patrones de comportamiento financiero es un asunto en buena medida empírico, en el sentido de que su identificación está condicionada por el marco institucional dentro del cual se mueven las empresas en un momento y espacio determinados y la calidad y volumen de la información disponible sobre las prácticas financieras de las empresas.

C. Restricciones Financieras y el Análisis de la Relación entre Desarrollo del Sistema Financiero y Crecimiento Económico

Muy probablemente esta primera sección del presente informe ha suministrado importantes elementos para una adecuada comprensión de las afirmaciones hechas en la sección introductoria en el sentido de que es necesario sustituir el supuesto, en ocasiones implícito, de un comportamiento pasivo por parte de los agentes económicos frente a cambios de política, por el conocimiento de la dinámica de las

prácticas financieras (y de otro tipo) de estos mismos agentes, en particular las empresas. Esto, por supuesto, si se desea lograr un mejor entendimiento de la "microeconomía" detrás de la relación entre desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico.

El concepto de patrones de comportamiento financiero es de gran utilidad, por ejemplo, en el análisis de los efectos de una política de liberalización del sistema financiero como la implantada y aplicada en Colombia desde mediados de la década de los años setenta, política orientada a eliminar las restricciones financieras impuestas sobre el proceso de acumulación de capital por un sistema de intermediación reprimido por la política gubernamental⁶. Si esto es así, también deberá servir dicho concepto para delimitar los escenarios que condicionaran la intención de profundizar esta política en los próximos años a través del estímulo al mercado de capitales.

Así es posible afirmar, muy brevemente, que en la medida en que, y hasta donde estuvo guiada por la preocupación acerca de la limitada oferta de recursos de financiación de mediano y largo plazo que caracteriza el sistema financiero colombiano, la política de liberalización de las últimas décadas no parece haber dejado una huella muy profunda en el sector de empresas del país⁷.

Otra y muy distinta es la conclusión a la que se llega si se analizan los efectos de la liberalización financiera sobre la estructura de los activos de las empresas. En efecto, en cuanto dicha política dió origen a nuevos instrumentos financieros tanto para los inversionistas como para los hogares e individuos en general, puede decirse que alivió parcialmente los obstáculos institucionales existentes en Colombia a una adecuada distribución y diversificación del riesgo de las empresas [Tenjo (1995)].

⁶ Como bien se sabe, esta política fue inspirada por las ideas de McKinnon (1973) y Shaw (1973) quienes, en buena medida, son los ancestros directos de quienes hoy, mejor equipados teórica técnicamente, investigan la relación entre intermediación financiera y crecimiento económico y, a partir de aquí, apoyan las políticas de estímulo al desarrollo del mercado de capitales.

⁷ Una detallada evaluación de esta política desde el punto de vista del concepto de patrones de comportamiento financiero puede encontrarse en Tenjo (1995). En ella el autor concluye que, efectivamente, no tuvo lugar, como resultado de dicha política, un cambio significativo en la estructura temporal de las fuentes de financiamiento de las empresas en Colombia pero que, sin embargo, dicha política sí condujo a una mayor oferta de crédito de corto plazo y a una más eficiente asignación del mismo.

En pocas palabras, la liberalización no sirvió para eliminar o superar las restricciones financieras que afectan, por el lado de la disponibilidad de recursos de financiación, las decisiones de inversión de las empresas y, por esta vía, el crecimiento de la economía. Sin embargo, sí afectó favorablemente el marco de estas decisiones al permitir un ajuste en los patrones de comportamiento financiero de las empresas hacia una posición más protegida por el lado de sus tenencias de activos líquidos.

Consideraciones de esta naturaleza pueden extenderse a una política de estímulo al mercado de capitales. Al respecto, vale la pena comenzar diciendo que autores como Stiglitz (1994) y Mayer (1989) subrayan, a partir de un análisis comparativo de los patrones de comportamiento financiero de las empresas en distintos países, el papel casi marginal de aquellos mercados como fuentes de recursos de financiación frente a los bancos comerciales. Desde perspectivas complementarias (información imperfecta en el caso de Stiglitz y relaciones de control en el caso de Mayer), los mencionados autores llegan no sólo a explicar este desbalance en la importancia relativa de los distintos mercados de recursos, sino también a sostener que el proceso de crecimiento económico no necesariamente requiere de un mercado de capitales bien desarrollado.

Más aun si, como se sostiene en este informe, el conjunto de supuestos que apoyan la interpretación teórica del racionamiento de crédito y de capital accionario como situaciones de equilibrio, son similares (condiciones de información imperfecta respecto a la media y la varianza de los proyectos de inversión de la empresa), no se ve cómo la sustitución de crédito por acciones puede venir a eliminar dicho racionamiento.

Las perspectivas son distintas si, como se hizo arriba, se aproxima el problema del desarrollo del mercado de capitales desde la perspectiva de las posibilidades que este desarrollo ofrece a las empresas en el proceso de diversificación y distribución de su riesgo a través del ajuste en sus patrones de comportamiento financiero. En la medida en que en este proceso efectivamente se generan importantes externalidades, existe un amplio espacio para que una política gubernamental tendiente a estimular el mercado accionario, tal como la que se desprende de Pagano (1993), tenga efectos significativos sobre los patrones de comportamiento financiero de las empresas en Colombia.

Al igual que otras de las afirmaciones incluidas en esta primera sección del presente documento, este último argumento se vería beneficiado del análisis de la relevancia de aquellos patrones en el sector de empresas (manufactureras) del país. Los resultados de este análisis se reportan en las siguientes secciones del documento.

III. Comportamiento Financiero de las Empresas Manufactureras en Colombia

A. Objetivos del Análisis

En esta sección se presentan los resultados de un ejercicio estadístico adelantado con el objeto de analizar el comportamiento financiero de las empresas manufactureras colombianas en los últimos años.

Desde el punto de vista teórico y metodológico, el análisis parte de la noción de heterogeneidad que, como se explicó en la sección anterior, pasa a ocupar un lugar prioritario en la comprensión del comportamiento de las empresas cuando se tienen en cuenta los efectos que problemas de información y mercados incompletos tienen sobre dicho comportamiento.

Como ya se anotó, estos efectos se canalizan a través del concepto de restricciones financieras, que llevan implícita la hipótesis de que existen patrones diferenciales de comportamiento al interior del universo de empresas manufactureras de acuerdo a la incidencia que dichas restricciones tienen sobre firmas de características similares en lo que hace a acceso a fuentes de recursos de financiamiento.

B. Aspectos Metodológicos del Estudio

1. Muestra de Empresas y Periodo de Análisis

Para el ejercicio se seleccionó una muestra de 550 empresas manufactureras con información que cubre el periodo 1984-1994. Esta información fue suministrada por la Superintendencia de Sociedades y consiste básicamente en balances anuales individuales con sus correspondientes estados de pérdidas y ganancias.

El criterio para incluir una empresa en la muestra fue que hubiera información sobre ella en todos los años del periodo mencionado. Para algunos análisis se subdividió el periodo en tres subperiodos, 1984-1986, 1987-1990 y 1991-1994.

Fue también necesario hacer algunas agrupaciones de variables con el objeto de tener unos agregados con más interés económico. Estas agrupaciones se hicieron utilizando la metodología de las Naciones Unidas para las Cuentas Nacionales.

La información mencionada no está libre de problemas. Al hecho de que no existe un formato único de presentación de la información para todos los años, debe sumarse que ésta en ocasiones presenta inconsistencias y que no cubre todos los aspectos financieros de una empresa que valdría la pena estudiar. En general, debe afirmarse que la información disponible en el país constituye un serio limitante para la aplicación de metodologías ya establecidas y que con seguridad permitirían un conocimiento mucho más adecuado de la naturaleza y dinámica de las empresas colombianas.

2. Criterios para Definir Tipos de Empresa

Las 550 empresas incluidas en la muestra fueron subdivididas de acuerdo a criterios que se consideran importantes desde el punto de vista teórico. Estos criterios están relacionados con el concepto de restricciones financieras definido en la Sección 1 del presente documento y que lleva a esperar que no todas las empresas tengan igual grado de acceso a los mercados de recursos de financiamiento y distribución de riesgo, ni sean igualmente sensibles a cambios en algunas variables de tipo financiero.

De esta manera, tres fueron los criterios inicialmente utilizados para subdividir la muestra de empresas.

Tamaño. Se ha considerado tradicionalmente en la literatura que por diversas razones las empresas "grandes" enfrentan restricciones financieras menos severas que las empresas de menor tamaño. Aquellas empresas tienen, probablemente, mayor capacidad de ofrecer garantías reales para las deudas

que emiten, no sólo por el monto de sus activos sino también por tener algún grado de poder de mercado que le asegura una estabilidad mínima en sus beneficios.

El tamaño de la empresa se ha medido aquí en términos de sus activos totales, con los cuales se definieron dos categorías de empresas, "grandes" y "medianas", de acuerdo con unos niveles de activos que ya fueron probados en investigaciones anteriores en los trabajos de Atiyas (1991) y Tenjo (1995). La forma como se aplicó este criterio lleva a asignar un tamaño único a cada empresa, aquel correspondiente a 1994, independientemente de que durante el periodo estudiado hubieran tenido lugar cambios en su tamaño relativo frente al resto de empresas⁸.

Con la aplicación de este criterio se tiene que la muestra se compone de 215 empresas medianas y 335 empresas grandes.

Naturaleza Jurídica. Utilizando directamente la clasificación que lleva a cabo la Superintendencia de Sociedades, se dividió también la muestra en empresas nacionales y extranjeras, resultando 517 de las primeras y 33 de las segundas. En buena medida, se puede esperar que esta clasificación también corresponda a criterios de severidad de las restricciones financieras. En efecto las empresas extranjeras son, en la generalidad de los casos, empresas que tienen acceso fácil y rápido a recursos de financiamiento a través de la casa matriz y deben ser entonces, abstracción hecha de otras consideraciones, menos restringidas financieramente que las empresas nacionales. Debe recordarse, sin embargo, que en ocasiones han existido limitaciones al endeudamiento de las empresas extranjeras.

En cuanto a la distribución de firmas extranjeras por tamaños, puede decirse que, de las 33, 14 de ellas son grandes y 19 son medianas.

Pertenencia a un Grupo. Frente a los interesantes resultados obtenidos por Hoshi, Kashyap y Scharfstein (1990) para Japón y Tenjo (1995) para Colombia, se ha decidido aquí hacer una submuestra

⁸ Se estableció que el punto que marca la división entre empresas grandes y medianas en 1990 y para todo el periodo 1984-1994 es un valor de activos totales de \$3.000 millones.

de aquellas empresas dentro del total de 550 que hacen parte de alguno de los grupos socioeconómicos existentes en el país. Para esto se utilizaron varios de los listados no oficiales de estos grupos y sus empresas que son periódicamente publicados por medios de comunicación. Así se logró dividir la muestra en 123 empresas "grupo" y 427 empresas "independientes". Por razones obvias derivadas de la naturaleza misma de los grupos o conglomerados económicos, es de esperarse que, de nuevo haciendo abstracción de otras consideraciones, las empresas que hacen parte de estos enfrenten restricciones financieras menos severas que las empresas independientes.

En cuanto a la distribución por tamaño puede decirse que, de las 123 firmas grupo, 93 son grandes y 30 son medianas.

C. Estudio del Comportamiento Financiero de las Empresas

1. Elementos para el Análisis

El estudio del comportamiento financiero de las empresas manufactureras incluidas en la muestra ha sido orientado tanto hacia la búsqueda de tendencias en algunas variables y coeficientes de carácter financiero, como también, y más importante, hacia la identificación de patrones particulares de comportamiento para los distintos tipos de firma arriba definidos. En otras palabras, interesa buscar evidencia de la existencia en el sector manufacturero colombiano de unos determinados patrones financieros que responden al concepto de restricciones financieras ya explicados y que le otorgan un papel importante a la idea de heterogeneidad en el análisis de dicho comportamiento.

Los elementos que serán objeto de análisis son la distribución de beneficios, las fuentes y usos de recursos y los coeficientes de endeudamiento de las empresas que hacen parte de la muestra⁹. Debe tenerse muy en cuenta, sin embargo, que las modificaciones introducidas en las prácticas contables de

⁹ Debe mencionarse que los ejercicios aquí desarrollados siguen de cerca la metodología utilizada en Tenjo (1995), trabajo del cual el presente estudio puede considerarse un complemento.

las empresas en Colombia en los años en los años noventa, en especial en lo que hace a los ajustes por inflación de algunos rubros del balance, ha deteriorado de manera importante la calidad del análisis que puede hacerse con la información disponible. Esto en particular desde 1992. Hacer correcciones para buscar una mayor comparabilidad en las series históricas puede introducir aún más problemas en la información.

2. Distribución de Beneficios

Al hablar de distribución de beneficios se hace referencia a la forma, vista *ex post*, como las empresas "transforman" sus utilidades operacionales hasta llegar a los beneficios retenidos. Como puede verse en la Tabla 1, a estas utilidades se suman los ingresos financieros de las empresas (provenientes de intereses, arriendos, etc.) para luego distribuir la suma resultante entre impuestos, gastos financieros (básicamente intereses sobre deudas), dividendos y, finalmente, beneficios retenidos.

Como puede verse, las empresas manufactureras colombianas perciben unos ingresos financieros significativos que, en promedio, pueden llegar a superar un cincuenta por ciento de las utilidades operacionales y que, para algunos subperiodos (1991-1994 para algunas empresas), son más elevados que los egresos financieros. Este elemento hace parte de una característica muy peculiar de las empresas con Colombia que irá tomando cuerpo a lo largo de estas secciones, consistente en lo que puede denominarse un alto grado de "profundización financiera" de sus actividades, mayor que la que se observa en la economía como un todo.

Lo más interesante de esta llamada distribución de beneficios es, sin embargo, lo que ocurre con los dividendos y la retención de beneficios para las distintas subdivisiones de empresas¹⁰. Con estas variables, y en particular con el coeficiente de retención de beneficios o utilidades (la parte inferior de la

¹⁰ Estas dos variables, los dividendos y los beneficios retenidos, no fueron tomadas directamente de la información original, en donde de hecho no existen como tales. Para estimarlas se utilizó como proxy de los beneficios retenidos en un año "t" el cambio en la variable "Superávit Ganado" de la cuenta patrimonial entre "t" y "t+1". Una vez aproximados de esta manera los beneficios retenidos, los dividendos se derivaron de restarlos de la "Utilidad Neta Final". Esto quiere decir que estas dos variables no existen para 1994.

Tabla 1), se puede evaluar una primera de las hipótesis que se derivan de la existencia de restricciones financieras. En efecto, Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) sostienen que las restricciones de acceso a los mercados de recursos incrementa el costo de oportunidad de los recursos internos de las empresas, y los incrementa más para las empresas que enfrentan restricciones más severas.

Los resultados presentados en la Tabla 1 ofrecen evidencia de la existencia de este fenómeno en el caso colombiano, y fortalecen aquellos encontrados en Tenjo (1995) para el periodo 1971-1990: las empresas independientes (esto es, aquellas que no hacen parte de un grupo o conglomerado) y las empresas medianas, registran coeficientes de retención de utilidades menores que, respectivamente, empresas grupo y grandes, que se suponen menos restringidas financieramente. Como se vé, este contraste es menos marcado para el subperíodo 1990-1994.

A nivel general, y más allá de la relación directa que parece existir entre intensidad de las restricciones financieras y retención de utilidades, la Tabla 1 también corrobora, a nivel de las empresas manufactureras, la tendencia a un descenso en las tasas de ahorro que viene presentándose a partir de 1990 para la economía en su conjunto. En efecto, la tabla muestra que entre 1986-90 y 1991-94 se registro una caída promedio de seis puntos porcentuales en la tasa de ahorro neto (sin depreciación) de las empresas que hacen parte de la muestra analizada (Gráfica 1).

(Gráfico 1)

(Tabla 1)

3. Fuentes y Usos de Recursos

El hecho de que las empresas que supuestamente enfrentan restricciones financieras más severas retengan una proporción mayor de sus beneficios no se traduce en que estos recursos sean para ellas más importantes como fuentes de financiamiento que para las empresas menos restringidas. En efecto, y

tal como lo muestra la Tabla 2, los recursos propios representan un porcentaje mayor del total de fuentes para las empresas grupo, extranjeras y grandes que, respectivamente, para las empresas independientes, nacionales y medianas. Debe tenerse presente, sin embargo, que la mayor participación de los recursos propios en las fuentes se explica en todos los casos por un incremento considerable en las provisiones por depreciación, que compensa una caída de 3 a 4 puntos porcentuales, en promedio, en el peso de las utilidades retenidas en el total de fuentes (Gráfica 2).

(Gráfica 2)

Adicionalmente, y si se observa la participación del endeudamiento en la financiación de las empresas, se llega a la curiosa conclusión de que las fuentes externas de recursos (crédito y acciones) son relativamente más importantes para las firmas cuyo acceso a los respectivos mercados es hipotéticamente más restringido. Si bien este escenario no se obtuvo tan claramente en Tenjo (1995), sí puede reflejar claramente una hipótesis expresada allí y que cobra ahora particular importancia: un elemento que ayuda a entender los patrones de financiamiento en economías donde existen restricciones financieras significativas es que mientras que las empresas menos restringidas tienen la posibilidad de escoger su estructura financiera, combinando las distintas fuentes de recursos de acuerdo probablemente a consideraciones de costo, riesgo y control, las empresas más restringidas, sin la posibilidad de optimizar su estructura financiera, utilizan al máximo el limitado acceso que tienen a los mercados de recursos externos (deuda y capital accionario). El resultado final, que parece ser aquel que se refleja en la Tabla 2, es que las empresas más restringidas pueden terminar haciendo relativamente mayor uso de estos recursos que las empresas menos restringidas.

Finalmente, y desde una perspectiva global, la Tabla 2 también permite observar, por un lado, que el endeudamiento constituye la principal fuente de financiamiento de las empresas en Colombia, con una participación bastante superior al 50%, pero que ha venido perdiendo importancia rápidamente frente a los recursos propios y, en bastante menor medida, a la emisión de acciones. Esto, curiosamente, a pesar del creciente endeudamiento externo que tuvo lugar en la primera mitad de la década de los años noventa.

(Tabla 2 y 3)

Por otra parte, el análisis de los usos de recursos por parte de las empresas manufactureras incluidas en la muestra lleva a tres interesantes conclusiones (Tabla 3).

En primer lugar, la inversión en capital fijo representa un porcentaje relativamente constante de los recursos de las empresas, con leves fluctuaciones entre el 45% y el 50%. Es evidente una tendencia a que esos porcentajes sean mayores para firmas independientes que firmas grupo, al igual que para las firmas nacionales frente a las extranjeras, y muy similar para los dos tamaños de empresa considerados (Gráfica 3).

(Gráfica 3)

De otro lado, la segunda aplicación más importante de recursos son los préstamos que las empresas hacen a terceros (clientes, socios, empleados, etc.). De hecho, y combinando elementos de las fuentes y los usos de recursos, se observa que el conjunto de las firmas en la muestra "reciclan", en promedio para el periodo 1984-1995 un 68% de los recursos de crédito que obtienen (Tabla 5). Más aun, este porcentaje creció de 37% a 57% entre el primero y el segundo de los subperiodos considerados (1984-86 y 1987-90) y hasta 82% para 1991-1994.

Lo más interesante de este fenómeno es que sean precisamente las empresas grupo y extranjeras las que hayan intensificado tan marcadamente esta labor de aparente reciclaje de recursos de crédito, hasta el punto de que para 1991-1994, la razón de préstamos otorgados a préstamos recibidos por ellas hubieran superado a unidad (1.3 para empresas grupo y 1.1 para extranjeras).

En tercer lugar, los puntos anteriores llevan a plantear una hipótesis respecto a los factores que pueden explicar un aparente cambio en los patrones financieros que venían consolidándose en el sector

manufacturero colombiano hasta finales de la década anterior. Si bien estos patrones no son claramente evidentes en la información de la Tabla 3, sí lo son en Tenjo (1995), donde se encontró una lenta pero sostenida tendencia de las empresas del sector a disminuir sus actividades de préstamos a terceros por una mayor participación en los mercados de activos financieros. Lo que se muestra en la Tabla 3, que surge como una reversión de esta tendencia, tiene como probable explicación la apertura de la economía a los flujos internacionales y el acceso de las firmas colombianas a los mercados de crédito externo.

En efecto, ante la posibilidad de acceso a estos mercados, posibilidad que antes no existía, y teniendo muy presente que, en todo caso, este acceso ahora es restringido a empresas con determinadas características, no es extraño que sean precisamente las empresas extranjeras, y las que hacen parte de grupos económicos, las que aprovechen este nuevo espacio y canalicen los recursos así obtenidos a terceras partes. Además, es evidente que aquí la restricción no es tanto por tamaño de empresa, pues las firmas grandes no registran unos incrementos semejantes en sus actividades de "reciclaje", sino por **lazos** que vinculan a los grupos y a las empresas extranjeras con las fuentes de crédito en el exterior.

La **apertura restringida** (esto es, para ciertas firmas) de un nuevo mercado de recursos de financiación para las empresas colombianas a comienzos de la presente década parece así haber alterado (eventualmente de manera temporal) los patrones de comportamiento financiero que venían consolidándose en el país desde hace varios años.

Este escenario puede complementarse con otra variable que también combina fuentes y usos de recursos: el coeficiente de autofinanciamiento de la inversión, o sea, la razón de recursos propios a inversión en capital fijo. La evolución de este coeficiente sigue un perfil muy similar al de la relación entre préstamos otorgados sobre préstamos recibidos, esto es, una tendencia marcadamente ascendente entre 1984 y 1994 para la totalidad de las firmas en la muestra, con niveles que superan la unidad para empresas grupo (88%) y que la superan en el caso extranjeras (110%) a finales del periodo mencionado (Tabla 4).

(Tabla 4)

D. Coeficientes de Endeudamiento

El último elemento que se incluye en este trabajo como parte del intento por ilustrar las prácticas financieras o patrones de financiamiento de las empresas manufactureras está relacionado con el análisis de coeficientes de endeudamiento. Para esto se cuenta con la información resumida en la Tabla 5, que presenta la relación deuda/activos para deuda de corto plazo, largo plazo y deuda total, al igual que la composición de esta última entre sus dos elementos constitutivos.

Los coeficientes de endeudamiento permiten observar los siguientes aspectos importantes del comportamiento financiero de las empresas manufactureras colombianas en los últimos años.

En primer lugar, los coeficientes no son siempre mayores para firmas supuestamente con menores restricciones financieras. De hecho, las firmas independientes y las empresas medianas registran, sistemáticamente, coeficientes mayores que las de grupo y grandes para deuda de corto plazo y, en ocasiones, también para los de largo plazo. Resultado similar fue obtenido por Tenjo (1995) para el período 1971-1990.

La explicación de este fenómeno aparentemente paradójico fue ya expuesta arriba al analizar la composición de las fuentes de recursos por tipo de empresa: unas restricciones financieras menos intensas implican, entre otras cosas, mayores posibilidades para escoger una estructura de capital más acorde con los costos relativos de las distintas fuentes de financiamiento y con las consideraciones de riesgo y control que tienen en cuenta las empresas. Por su parte, empresas con fuertes restricciones en el acceso a recursos externos a ellas tienden a utilizar estas fuentes hasta el límite máximo posible. Esto puede lógicamente resultar en que empresas más racionadas en mercados de crédito terminen registrando mayores coeficientes de endeudamiento que las menos racionadas. Mientras que para ellas el nivel de endeudamiento estaría determinado por la oferta, para las empresas con menores restricciones el mismo estaría determinado por la demanda.

En segundo lugar, esta naturaleza de las restricciones financieras no se contradice con el hecho de que, en términos de endeudamiento de largo plazo, el mayor acceso de las empresas menos restringidas (grupo y grandes) sí se manifiesta efectivamente en forma cuantitativa, tanto en lo que hace a coeficientes como a participación dentro de la deuda total, tal como puede observarse en la Tabla 5. Esto se explica por el mayor grado de racionamiento que existe en el mercado de crédito de largo plazo frente al de corto plazo, que hace que probablemente en el primero de ellos todas las firmas lleven su nivel de endeudamiento hasta el máximo nivel permitido por el mercado. En otras palabras, en el caso de los niveles de endeudamiento de largo plazo éstos estarían determinados por la oferta.

Finalmente, la Tabla 5 muestra también un importante cambio en la tendencia que venía mostrando la generalidad del sector manufacturero hasta 1990, consistente en registrar menores coeficientes de endeudamiento de corto plazo. En efecto, para 1991-94 tuvo lugar un incremento de este coeficiente para todas las empresas con una sustitución de deuda de largo plazo por deuda de corto plazo. La posible relación de este fenómeno con el acceso de las empresas a los mercados internacionales de crédito es algo que queda por establecer.

(Tabla 5)

E. Sensibilidad de la Inversión a las Variables Financieras

Como ya se anotó en la primera sección de este documento, la información imperfecta establece una serie de relaciones entre las decisiones de financiación y las decisiones de inversión. Dos principales aspectos de estas relaciones han sido tenidos en cuenta en la literatura: por un lado, el papel de las imperfecciones de información en el establecimiento, a través de las llamadas restricciones financieras, de una conexión entre recursos internos e inversión. Por otro lado, el papel de las mismas imperfecciones en la explicación de patrones financieros y mecanismos de control.

En las secciones 2.5 y 2.6 del presente documento se desarrollan estos temas a partir de dos ejercicios estrechamente relacionados: la identificación y medición del efecto de variables financieras sobre la

inversión de las empresas, que se resume en esta sección; la identificación de los factores que determinan la estructura financiera a nivel de empresa, que se presenta en la sección 2.6.

En los párrafos anteriores se han señalado algunos aspectos del comportamiento reciente de las empresas manufactureras colombianas que apoyan la hipótesis sobre la existencia de patrones que se relacionan con la severidad de las restricciones financieras que enfrentan firmas con distintas características. Un elemento adicional de carácter más analítico se relaciona con un aspecto derivado de la teoría sobre información imperfecta y los efectos de ésta sobre las principales funciones que reflejan las decisiones de las empresas. Este elemento es la hipótesis de que la inversión de las firmas restringidas es sensible a cambios en las variables financieras que reflejan liquidez.

Esta hipótesis se deriva de dos relaciones ya mencionadas en la primera sección del presente documento, ambas directamente conectadas con el concepto de restricciones financieras:

-Por un lado, está el mayor costo que adquieren los recursos internos para las firmas afectadas por dichas restricciones. Este mayor costo hace que decisiones operativas de las empresas, tales como la inversión, dependan de cambios en estos **flujos de recursos líquidos**.

-Por otro lado, está la consideración que hacen las empresas del riesgo que conllevan sus decisiones de inversión y que, en un mundo de mercados incompletos y difícil distribución de riesgos, hace que dichas decisiones dependan también del **acervo de recursos líquidos** con que cuentan las empresas.

Estas relaciones fueron sometidas inicialmente a una prueba estadística por Fazzari, Hubbard y Petersen (1988), quienes estimaron funciones de inversión en forma reducida a nivel de firma. En estas funciones, la inversión depende de un grupo de variables que reflejan las oportunidades de crecimiento de la empresa (alguna forma de acelerador o la "q" de Tobin), distintas versiones del costo de capital para la empresa y, finalmente, variables financieras tanto de flujo y de stock. La hipótesis con que trabajan los autores es doble: no solamente que estas últimas variables afectan positivamente la inversión de las empresas, sino también que este efecto se mueve en relación directa con la severidad de

las restricciones financieras. Empresas que enfrentan mayores restricciones (en el caso de los autores mencionados aquellas con más altos coeficientes de retención de beneficios) tendrán también mayores coeficientes de estas variables financieras en las funciones de inversión¹¹.

En esta sección se presentan los resultados de un ejercicio similar realizado para la muestra de empresas manufactureras colombianas que hacen parte de la muestra aquí trabajada.

Las ecuaciones estimadas econométricamente tienen a la inversión, *INVERP*, (expresada como porcentaje del stock de capital de comienzos del periodo) como función de: una versión del acelerador expresada en dos variables, la suma de los ingresos por ventas y los inventarios, también normalizada por el stock de capital (*Q*) y el rezago de un periodo de esta variable (*LQ*) en un periodo; una tasa de interés implícita efectiva calculada como la razón entre los intereses pagados por la empresa y la deuda total de la misma (*GF*); una variable de flujo de liquidez (*CASH*) rezagada un periodo (*LCASH*), igual a las utilidades retenidas más la depreciación sobre el stock de capital de comienzos del periodo; una variable de stock de liquidez (*LIQUT*) con un rezago de un periodo (*LLIQUT*), igual a las tenencias de activos financieros de la empresa sobre el stock de capital mencionado; una variable "dummy" con un valor de "1" para los años de apertura de la economía (1991-1994) y de "0" para 1984-1990. Con esta última variable se quiso evaluar si la función de inversión a nivel de firma sufrió o no un cambio en su intercepto como resultado de la apertura y reforma comercial.

Este modelo fue corrido con mínimos cuadrados ordinarios para cada uno de los tipos de empresa considerados y para el periodo 1984-1994. Los resultados de las regresiones pueden observarse en la Tabla 6.

(Tabla 6)

Varias interesantes observaciones surgen del análisis de los distintos coeficientes.

¹¹ Funciones similares fueron también ensayadas por Tenjo (1995) y Echavarría y Tenjo (1993) con resultados que apoyan las hipótesis de Fazzari, Hubbard y Petersen.

-El modelo presenta un ajuste bastante aceptable para todos los tipos de empresa. Si bien los coeficientes de determinación R^2 ajustado puede pensarse que son bajos en algunos casos, los valores de los coeficientes F son bastante altos para las distintas regresiones.

-En todos los casos la versión de acelerador utilizada en la especificación del modelo ofrece resultados satisfactorios.

-La denominada tasa de interés implícita para la deuda total de la empresa tiene en la gran mayoría de los casos el signo negativo esperado, pero en ninguno de ellos el coeficiente es estadísticamente significativo. Los costos de los recursos externos no parecen entonces tener un efecto importante sobre las decisiones de inversión de las empresas. Este es, a propósito, el resultado que predice la literatura sobre información imperfecta, que también anota que lo que importa a las firmas no es el costo de estos recursos sino la disponibilidad o el acceso a los mismos.

-El coeficiente de la variable dummy APERTURA es positivo para todos los tipos de firma, excepto las empresas extranjeras. Esto quiere decir que la apertura parece haber tenido un efecto positivo de una sola vez sobre la inversión de la gran mayoría de empresas manufactureras en el país. Estas pudieron haber considerado necesario elevar su función de inversión para responder a los retos de una mayor competencia internacional.

-La interpretación de los coeficientes obtenidos para las variables financieras (flujo de caja, LCASH, y stock de liquidez, LLIQUI) es bastante interesante. Debe decirse inicialmente que existe alta correlación entre estas dos variables, lo que lleva a problemas de multicolinealidad en el modelo. Sin embargo, no existe una solución satisfactoria a este problema distinta a aumentar el tamaño de la muestra de empresas para tener más información y así tratar de separar el efecto de LCASH y de LLIQUI sobre la variable dependiente. En vista de esto, y existiendo razones teóricas y empíricas para la inclusión de ambas variables en el modelo, lo único que queda por hacer es interpretar con cuidado los coeficientes respectivos.

Con esto en mente, puede observarse que si bien ambas variables financieras afectan de manera significativa la inversión de las empresas manufactureras en la gran mayoría de los casos, la dirección de este efecto no es precisamente la esperada. En efecto, mientras que el signo del coeficiente del stock de liquidez (LLIQUID) es positivo como se esperaba, el signo del coeficiente del flujo de liquidez (LCASH) es, contrario a lo esperado, esto es, negativo.

El que las firmas inviertan menos cuando su flujo de caja se incrementa, si bien aparentemente contradice las hipótesis derivadas de la noción de información imperfecta, parece sin embargo corresponder a un aspecto del comportamiento de las empresas en el pasado reciente que ya fue identificado y mencionado en párrafos anteriores. Este aspecto es la combinación de las tendencias observadas en la Tabla 5 de acuerdo con las cuales las firmas en la muestra vienen incrementando, simultáneamente, tanto su coeficiente de autofinanciamiento (en otras palabras, su inversión decrece relativamente a sus recursos propios) como sus niveles de endeudamiento de corto plazo y la proporción de este endeudamiento que reciclan como préstamos a terceras partes.

El escenario corresponde a una situación en la cual parece que las firmas estuvieran utilizando sus recursos propios en forma creciente a usos diferentes a la inversión en capital fijo, tales como las inversiones financieras y préstamos a otros agentes, mientras que financian incrementos en el capital fijo con recursos de crédito. Esta sería una explicación muy plausible del coeficiente negativo de LCASH sobre la inversión. Para esta explicación debe tenerse en cuenta que en términos de la disponibilidad de los recursos en el tiempo, elemento clave para la asignación de los mismos, existen importantes diferencias entre el flujo de caja y el crédito nuevo adquirido.

Ahora bien, es posible que el escenario que explica el efecto negativo de LCASH sobre la inversión de las empresas se haya consolidado en el último subperíodo considerado, o sea, después de 1990. Esto ayudaría a entender la diferencia de los resultados aquí presentados con los obtenidos por Tenjo (1995) para 1971-1990, donde el flujo de caja tiene un efecto positivo sobre la inversión. Debe tenerse en

cuenta que no es posible, dados los problemas de multicolinealidad que se encontraron no es aconsejable aquí correr el modelo con una muestra para solo el periodo 1984-1990.

-En cuanto al efecto del stock de liquidez sobre la inversión de las empresas (variable LLIQUI), éste es, tal como se esperaba, positivo. Este resultado indica que, efectivamente, las firmas buscan construir una determinada posición de liquidez previamente a la realización del gasto en inversión y que, si se tiene en cuenta lo afirmado en párrafos anteriores, estos recursos no son utilizados para financiar dicho gasto. Se mantienen, de hecho, por consideraciones de protección frente al riesgo que conlleva la inversión tal como, de acuerdo con la literatura sobre información imperfecta, ocurre con las firmas que enfrentan restricciones financieras.

-Ahora bien, los criterios para definir los tipos de firmas hacen difícil analizar otra predicción que generalmente se hace desde esta misma literatura en el sentido de que a mayores restricciones financieras mayor será el efecto de LLIQUI sobre la inversión. De hecho esto se cumple muy bien para la única clasificación que es relevante para estos propósitos, o sea la que se hace por tamaño, para la cual se espera que a mayor tamaño menores o menos severas restricciones, como efectivamente ocurre dado el mayor coeficiente de LLIQUI para firmas medianas que para firmas grandes. Para las otras dos divisiones de empresas, entre firmas grupo e independientes y entre nacionales y extranjeras, las diferencias tienen más que ver con la naturaleza que con el grado de dichas restricciones y, por consiguiente, la comparación de los coeficientes es menos relevante¹².

De los párrafos anteriores puede entonces afirmarse que, tal como se esperaba a partir del marco teórico que guía el presente trabajo, un ingrediente central del comportamiento financiero de las empresas manufactureras en Colombia, y que es de gran utilidad en la definición de patrones dentro de este comportamiento, consiste en que sus decisiones de inversión están afectadas por variables

¹² Debe mencionarse que la idea de que las firmas bajo restricciones financieras consolidan una determinada posición de liquidez previamente a la inversión ha sido estudiada y analizada para el caso colombiano con mucho mayor detalle en Ospina (1994).

financieras, en particular el stock de liquidez, de acuerdo con la naturaleza y el grado de las restricciones financieras que ellas enfrentan.

Adicionalmente, es significativo el hecho de que sea el stock, más que el flujo de liquidez, la variable financiera que afecta la inversión. Esto ilustra la verdadera naturaleza del concepto de restricciones financieras y su más estrecha relación con los problemas de riesgo que perciben las empresas que con una escasez de recursos de financiamiento que ellas puedan enfrentar.

F. Determinantes de la Estructura de Capital de las Empresas

El último aspecto de este trabajo con el que se ilustran el concepto de restricciones financieras y su importancia para el estudio de las firmas del sector manufacturero en el país es el análisis de los determinantes de los coeficientes de endeudamiento (deuda total/activos totales) de los distintos tipos de empresa aquí considerados.

En la realización de este ejercicio se sigue una variante del procedimiento tradicional de tratar de identificar aquellas características de las firmas que explican la escogencia de una u otra instrumento de financiación entre, por ejemplo, capital deuda y capital accionario¹³. Comoquiera que en Colombia no existe un mercado de acciones suficientemente desarrollado o que, si existe, el acceso a él es altamente racionado, el problema debe ser planteado en otros términos. Como se ha sostenido en páginas anteriores, o la posibilidad de escogencia de estructura de capital para las empresas no existe, como resultado de las restricciones a los mercados de recursos de inversión, o ésta tiene lugar es entre recursos propios y endeudamiento. De ahí que se exprese aquí la estructura financiera en términos del coeficiente de deuda total/activos totales¹⁴.

¹³ Complementariamente, MacKie-Mason (1990) sugiere analizar también las decisiones de las firmas respecto a quién provee los recursos de financiamiento.

¹⁴ Otra posibilidad propuesta por Mackie-Mason, que consiste en analizar la escogencia no entre tipos de capital sino entre clases de oferente (privado vs. público, por ejemplo), no pudo ser explorada en este trabajo por falta de información.

Al igual que con la función de inversión de la sección 2.5, de lo que se trata aquí es de estimar una ecuación sencilla en que el coeficiente de endeudamiento POF (deuda total/activos totales) es función de algunas variables que la literatura especializada considera importantes en la determinación de dicho coeficiente.

Estas variables independientes generalmente provienen de consideraciones sobre: el efecto marginal de la estructura de impuestos; el efecto de problemas de agencia que, de hecho hacen parte de la temática de la información imperfecta; la organización industrial; y la teoría del control¹⁵.

Las variables que se incluyeron en este estudio para evaluar su contribución en la determinación del coeficiente deuda total/activos totales para las empresas analizadas son las siguientes:

La rentabilidad de la empresa, medida como las utilidades operacionales sobre los activos totales (EAIA). Cuando se aplica a contextos altamente racionados como el colombiano, el esquema de análisis de la información imperfecta lleva a esperar una relación inversa entre EAIA y POF: mayor rentabilidad induce a la sustitución de deuda por estos recursos cuando las fuentes internas son altamente valoradas por las empresas.

La variabilidad de las utilidades (DEAIA), expresada como la diferencia entre el valor corriente de EAIA y el valor mínimo de EAIA dividida por el rango de EAIA. Esta variable se interpreta en la literatura (teoría de la agencia) como una medida del riesgo que conlleva la inversión en la firma en cuestión. Se considera que cuando los costos de quiebra son importantes, esta variable debe tener un efecto negativo significativo sobre el coeficiente de endeudamiento.

La edad de la firma, EDAD, introducida en el modelo como una variable continua. Diversas teorías que enfatizan la importancia de consideraciones sobre la reputación por parte de los administradores de la

¹⁵ En Harris y Raviv (1991) se hace una extensa presentación de estas teorías, sus supuestos, sus predicciones sobre los determinantes de la estructura de capital de las empresas y la evidencia empírica al respecto.

empresa sugieren que firmas jóvenes tienden a mostrar menores niveles de endeudamiento. Se espera que las firmas jóvenes, con mayores posibilidades de crecimiento, tengan menores niveles de deuda que las firmas maduras y de lento crecimiento. Estas relaciones implican una relación directa entre EDAD y POF.

Los costos del capital deuda, GF, definidos como una tasa "implícita" de interés igual al pago de intereses sobre la deuda total. Se espera que esta variable tenga, lógicamente, un efecto negativo sobre el coeficiente de endeudamiento.

Proporción de activos fijos o tangibles. Esta variable, PLAEQ1, se definió como la proporción de maquinaria y equipo dentro de los activos totales de la empresa. La literatura sobre los problemas de agencia supone que esta variable incrementa el valor de la empresa en la eventualidad de liquidación y, por consiguiente, que posibilita mayores niveles de endeudamiento.

Las oportunidades de crecimiento de la empresa. Esta variable, INOK, se expresó como las ventas sobre el stock de capital del año inmediatamente anterior. La teoría de la agencia sostiene que esta variable afecta negativamente los coeficientes de endeudamiento.

Finalmente, se incluyó en el modelo el mismo coeficiente de endeudamiento rezagado un año, LPOF. Con esta variable se busca generalmente buscar evidencia de la existencia de una estructura óptima de endeudamiento en que la firma tiende a mantenerse, en cuyo caso el coeficiente de LPOF sería positivo (y probablemente menor que la unidad). Sin embargo, el mismo resultado se obtiene si lo que ocurre es que hay una gran inercia en la estructura de capital de la empresa debido a la dificultad que existe en variar en cortos periodos las relaciones existentes con los oferentes de recursos de financiamiento.

Con estas variables se corrió una regresión para el periodo 1984-1994 para los distintos tipos de firma considerados. Al no haberse detectado problema alguno de importancia en el modelo, se optó por utilizar mínimos cuadrados ordinarios en la estimación. Antes de presentar los resultados debe informarse que en una corrida inicial del modelo se incluyeron variables "dummy" para las ramas de

actividad industrial, con resultados no significativos para todas estas variables. Contrasta este resultado con los obtenidos en estudios internacionales en los que la rama de actividad industrial es un determinante importante de los coeficientes de endeudamiento de las empresas.

Los resultados obtenidos de la aplicación del modelo para los distintos tipos de firma se presentan en la Tabla 7.

(Tabla 7)

En general, puede afirmarse que se cumplen las hipótesis sobre signo y significancia estadística de los coeficientes, con dos variables principales para las cuales los resultados obtenidos, en todos los casos, no corresponden con los esperados. Estas dos variables son la EDAD y PLAEQ1, la proporción de activos fijos dentro de los activos totales. En primer lugar, la edad aparece afectando negativamente el coeficiente de endeudamiento en todas las empresas y de manera significativa (excepto en las firmas medianas): a mayor edad, menor endeudamiento. Una posible explicación a este resultado es el atraso que existe en la valoración histórica de los activos frente a su valor de mercado. En segundo lugar, PLAEQ1, la proporción de activos fijos (tangibles) en los activos totales, no parece tener efecto alguno sobre la variable dependiente. Las razones para estos resultados "contraintuitivos" no son fáciles de encontrar a primera vista. Al menos en el caso de PLAEQ1, que puede considerarse como una variable que refleja la capacidad de la firma para ofrecer un colateral o garantías reales en la consecución de crédito, su no significancia estadística puede estar reflejando el hecho de que, en Colombia, los bancos tienden a exigir más garantías personales para otorgar créditos.

En cuanto a otras variables, puede destacarse el signo negativo y el coeficiente estadísticamente significativo para EAIA, la rentabilidad, en todos los tipos de empresa, que puede interpretarse como el reflejo del racionamiento de crédito y el mayor costo que adquieren, en este contexto, los recursos propios. El escenario sería que las empresas sustituyen deuda por recursos propios cuando la rentabilidad se incrementa.

Como era de esperarse, la volatilidad de los beneficios o la rentabilidad, DEATA, que refleja riesgo, afecta negativa y significativamente a todas las empresas. La excepción son las grandes y las que hacen parte de un grupo económico que corresponden, de hecho, con las que menores restricciones financieras enfrentan, tienen mayor y más fácil acceso a recursos de crédito y, por consiguiente, son menos sensible a consideraciones de riesgo.

El costo de la deuda, GF, afecta negativamente el coeficiente de endeudamiento de todas las empresas, aun de las menos sometidas a restricciones financieras. Curiosamente, esta misma variable no mostró tener un efecto directo significativo sobre la inversión, lo que quiere decir que su efecto negativo sobre esta última tiene lugar a través de la demanda por crédito.

La variable que refleja las oportunidades de crecimiento de la empresa, INOK, presenta unos resultados interesantes, afectando negativamente el nivel de endeudamiento de las empresas más restringidas y positivamente el de las menos restringidas, esto es, las grandes y de grupo. Este último resultado contradice una de las más tradicionales predicciones de los modelos de agencia. Dichos modelos predicen una relación negativa entre oportunidades de crecimiento y endeudamiento a partir de los conflictos que surgen al interior de las empresas entre propietarios y administradores alrededor del llamado "flujo de caja disponible" y su asignación ya sea para consumo suntuario o para sobreexpandir la empresa. En estas condiciones, mayores niveles de endeudamiento aparecen como una solución al conflicto en la medida en que reduce aquel flujo de caja o incrementa la participación de los administradores en el flujo neto de ingresos de la empresa.

De acuerdo con esto, los resultados del modelo aquí analizado quieren decir, o que en las firmas grandes y miembros de grupo en Colombia no existen conflictos de intereses entre propietarios y administradores, o, alternativamente, que estos conflictos se solucionan de una manera distinta a lo que indica la teoría de agencia, esto es, incrementando el nivel de endeudamiento de la empresa.

Finalmente, el coeficiente positivo y altamente significativo de la variable LPOF, el nivel de endeudamiento rezagado un período, en la explicación del nivel de endeudamiento corriente indica,

como se anotó antes, o que las firmas manufactureras en Colombia trabajan con una noción implícita de nivel de endeudamiento óptimo o normal, dadas las restricciones que ellas enfrentan para acceder a los mercados de capital deuda y accionario, o que estas restricciones son tales que hacen rígida la estructura de capital de las empresas y dificultan llevar a cabo desviaciones importantes respecto a los niveles ya alcanzados de dicha estructura.

Para resumir los hallazgos de este ejercicio, puede decirse que ellos indican que las empresas manufactureras colombianas reflejan en su coeficiente de endeudamiento los efectos de las restricciones financieras derivadas de las condiciones de información imperfecta y de las dificultades que existen para diversificar riesgos. Mención especial merece el hecho de que, al igual que en otros aspectos del comportamiento de las empresas, las menos restringidas, o sea las de mayor tamaño y aquellas que hacen parte de grupos económicos, se separan un poco del escenario que conforman el resto de firmas.

G. Relevancia del Concepto de Patrones de Comportamiento Financiero

Las páginas anteriores han mostrado la importancia para el medio colombiano del concepto de restricciones financieras, relacionado, como ya se explicó, con el acceso restringido de firmas a las fuentes de financiamiento existentes y con la sensibilidad de sus funciones de comportamiento a cambios en variables financieras.

De la misma manera, a lo largo del análisis precedente se vió con claridad que aquellas restricciones dan origen a patrones de comportamiento diferenciables para firmas con determinadas características comunes. Entre las más significativas de estas características sobresalen el tamaño de la empresa y la pertenencia a uno de los grupos económicos que existen en el país.

En pocas palabras, estos patrones financieros se reflejan en aspectos de las firmas como la retención de beneficios, las fuentes y usos de recursos, los coeficientes de endeudamiento, la sensibilidad de la inversión a cambios en variables que expresan el stock de liquidez de la firma y, finalmente, el tipo de variables que explican su estructura financiera.

En la medida en que las empresas se ven enfrentadas a mayores restricciones financieras, sus recursos propios se hacen más valiosos frente a otras fuentes de acceso restringido, lo que se refleja en un mayor coeficiente de retención de beneficios como porcentaje de las utilidades operacionales. Esto, puede decirse, parte en dos el universo de empresas: por un lado, se encuentran las más restringidas (medianas e independientes) y que se ven obligadas a utilizar al máximo o intensivamente las fuentes a las que pueden acceder. Por el otro lado, están las firmas que tienen mayor posibilidad para escoger una combinación determinada de recursos internos y externos (grandes y pertenecientes a grupos económicos). Para todas, sin embargo, se trata claramente de un ejercicio que en las páginas anteriores se denominó optimización restringida.

Este ejercicio conduce a que no necesariamente las empresas que enfrentan más severas restricciones financieras tienen menores coeficientes de endeudamiento o más bajas participaciones de las fuentes más racionadas dentro del total de sus recursos.

Dentro de estas diferencias, que reflejan toda la importancia de tener en cuenta la heterogeneidad dentro del sector de empresas manufactureras, se destaca un elemento común a todas ellas: la sensibilidad de sus decisiones y acciones a consideraciones de riesgo, lo que se expresa, entre otras cosas, en: relaciones de complementariedad entre activos físicos y financieros, que se reflejan en la dependencia de la inversión respecto a la posición de liquidez; un efecto negativo de la variabilidad de los beneficios sobre los coeficientes de endeudamiento; y una alta rigidez en el tiempo de la estructura de capital de las empresas.

Lo anterior ilustra una afirmación propuesta en la Sección 1 del presente informe: las empresas en Colombia muestran un comportamiento activo que les permite enfrentar nuevos episodios de la economía o la política económica de manera particular, ajustando sus fuentes y usos de recursos y alterando sus razones financieras para aprovechar las oportunidades que ofrecen las nuevas circunstancias.

Los elementos arriba enumerados hacen parte de un patrón de comportamiento para los distintos tipos de firma que, tal como lo mostró Tenjo (1995), se fue consolidando en los quince años de liberalización financiera anteriores a 1990.

Fue durante este período, por ejemplo, que el tamaño de empresa y, más importante, la pertenencia a un grupo económico, se convirtieron en variables que, estadísticamente hablando, marcan un comportamiento financiero significativamente diferente al resto de empresas manufactureras.

En el presente estudio se encontró, sin embargo, que lo que aquí se ha denominado la apertura restringida del sector privado a los mercados internacionales de crédito a partir de 1991, puso en movimiento una serie de ajustes por parte de las empresas que, probablemente de manera temporal, revierte algunas de las importantes tendencias que se habían consolidado en la década pasada. En efecto, en los inicios de la nueva etapa de liberalización financiera posterior a 1990 las firmas han: incrementado de nuevo sus coeficientes de endeudamiento, intensificado su actividad de "reciclaje" de recursos de crédito y reducido su tasa de ahorro neto.

Si se mira con perspectiva esta respuesta de corto plazo a las nuevas condiciones que enfrenta el sector privado colombiano en la presente década, se encuentran interesantes similitudes con la forma como éste respondió a condiciones relativamente similares que se presentaron en la segunda mitad de los años setenta. Ambos períodos se caracterizaron por una rápida liberalización financiera y llevaron inicialmente a incrementos importantes en niveles de endeudamiento y a olas especulativas que, en el primero de los episodios señalados, luego de algún tiempo pusieron en serio peligro la estabilidad del sector financiero y de la economía en su conjunto. De hecho, los patrones de comportamiento que caracterizaban el sector de empresas hacia 1990, y que se vienen modificando en los últimos años, sólo comenzaron a tomar cuerpo una vez se hicieron los correctivos y ajustes necesarios posteriormente a la crisis de 1982.

Es claro que, dentro de las similitudes con aquel episodio y con la respuesta del sector privado a la liberalización financiera de entonces, en las circunstancias actuales la capacidad de regulación de las

autoridades económicas es mucho mayor, al igual que es más importante el efecto que una economía abierta juega en la estabilización de los procesos internos.

Son estas circunstancias, el carácter activo del comportamiento de las empresas y, finalmente, la relación de este comportamiento con la naturaleza de las restricciones financieras que enfrentan aquellas, lo que conforma el escenario que debe tenerse presente al momento de promover un mayor desarrollo del mercado de capitales en Colombia.

Antes de seguir adelante en el desarrollo de los resultados del estudio deben, sin embargo, hacerse dos comentarios relevantes para la interpretación de las cifras presentadas en esta sección. En primer lugar, puede mencionarse que lo que aquí se ha denominado el alto grado de profundización financiera de las empresas manufactureras en Colombia, expresado tanto en las participaciones de activos y pasivos financieros dentro del balance, como en el peso de los ingresos y egresos financieros dentro de la conformación y distribución de las utilidades, no es atípico de los países en desarrollo similares a Colombia [Dailami (1992)]. Lo que hasta ahora no se ha investigado es hasta dónde estas actividades de “intermediario financiero” que parecen ser tan importantes para las empresas manufactureras están relacionadas con sus demás actividades de carácter operativo. Un manejo estratégico del flujo de caja a nivel de tesorería puede perfectamente estar ligado a relaciones comerciales con clientes y proveedores.

En segundo lugar, no sobra destacar como uno de los principales resultados del estudio el hecho de que las empresas grandes y/o que pertenecen a un grupo económico muestran en Colombia un comportamiento bastante diferenciado frente al resto del sector empresarial, comportamiento que les permite obviar buena parte de las restricciones financieras que afectan dicho sector. Esto refleja un escenario de relaciones económicas y de propiedad que no corresponden ni a países con separación entre el sector financiero y la industria, como es el caso de los Estados Unidos, ni tampoco con aquellos otros donde existe una estrecha relación entre estos sectores como en Japón o en Alemania.

IV. Breve Contraste entre Firmas que Emiten y Firmas que No Emiten Acciones

En las secciones anteriores se señalaron algunos de los aspectos más importantes del comportamiento financiero de las empresas manufactureras colombianas, y se relacionaron estos aspectos con la existencia de restricciones que afectan de manera desigual a las firmas de acuerdo con algunas de sus características. De la misma manera, se estableció una relación directa entre estas restricciones y la existencia de problemas de información imperfecta y dificultades de las firmas para diversificar su riesgo.

En esta sección se utiliza aquel marco para hacer una comparación sencilla de las empresas incluidas en la muestra analizada que emitieron acciones en el período estudiado (1984-1994) con aquellas que no lo hicieron. Se espera con ello dar algunas luces sobre los elementos a nivel de firma y mercado que condicionan la decisión de las firmas de acudir a la emisión de acciones.

A. Características de las Empresas que Emiten Acciones

En realidad no se cuenta con información precisa de cuáles de las empresas que hacen parte de la muestra de 550 firmas manufactureras emitieron acciones en el período analizado. Sin embargo, y con las restricciones que esto conlleva, en este trabajo se asimilaron las empresas que emitieron acciones durante el período 1984-1994 con aquellas que registraron cambios en el rubro “Capital Pagado” de su cuenta patrimonial.

Con esto se conformó una submuestra de empresas que pueden ser analizadas con algún detalle. Lo primero que salta a la vista es que de las 550 firmas incluidas en la muestra, sólo 51 no variaron su capital pagado, esto es, 499 emitieron acciones durante el período. Adicionalmente, muchas lo hicieron en más de una ocasión.

La Tabla 8 describe la muestra de empresas por rangos de edad y de acuerdo al número de veces que emitieron acciones durante el período. Esta información puede complementarse con la consignada en la Tabla 9 y la Tabla 10, que clasifica las empresas emisoras de acciones, respectivamente, por tamaño y subsector de la industria manufacturera (se han subdividido las empresas medianas en “pequeñas” y “medianas”, sin que las primeras sean realmente tales en términos de empleo o nivel de producción). Varias observaciones se destacan de la tablas mencionadas.

-Sola 20% de las firmas que emiten acciones lo hacen únicamente una vez en diez años, y por lo menos 25% de las empresas que emiten lo hacen, en promedio, cada dos años (Tabla 8).

(Tabla 8)

-El 95% de las empresas que emiten acciones tienen más de 10 años de edad. De éstas casi que un 70% emiten con una frecuencia mayor a tres años.

-Si bien parece haber una relación directa entre la frecuencia con que se emiten acciones y la edad de las empresas que lo hacen, de aquí no se debe desprender que no existe la posibilidad de crear condiciones para que empresas jóvenes encuentren atractivo acudir al mercado accionario en demanda de recursos para financiar su expansión.

Sin embargo, lo que sí surge de las consideraciones anteriores es que, muy probablemente, la inmensa mayoría de las emisiones que tienen lugar afectan sólo marginalmente el capital pagado de la empresa y su composición por accionistas. En otras palabras, las empresas que acuden al mercado accionario tienden a ser firmas ya consolidadas tanto en términos técnicos y de mercado, como en lo que hace a su estructura de propiedad. Como puede verse, hay un importante espacio para la introducción de elementos de control en la interpretación de estos fenómenos.

Existe más evidencia en favor de esta afirmación:

-El peso relativo de las empresas grandes en la muestra total (60%) es menor que en la submuestra de las empresas que emiten acciones (62%). Esto no ocurre para los otros tamaños considerados en la Tabla 9.

-El tamaño promedio de las empresas que emiten es mayor al de aquellas que no lo hacen y, adicionalmente, existe también una leve relación directa entre tamaño y la frecuencia con que se hacen emisiones.

-Finalmente, la distribución de las empresas que emiten y no emiten acciones por subsector de la industria manufacturera, información que se presenta en la Tabla 10, no lleva a conclusiones realmente relevantes. Tal vez lo más interesante es observar que en todos los subsectores se evidencia una distribución relativamente homogénea de empresas en los distintos niveles de frecuencia de emisión de acciones. En otras palabras, el tipo de empresa en lo que hace a la naturaleza del producto que elabora no parece hacer mucha diferencia en cuanto a si se emite o no acciones y, si se hace, en cuanto a la frecuencia de esta emisión.

(Tablas 9 y 10)

B. Comportamiento Financiero y Emisión de Acciones

Haciendo ahora abstracción del número de veces que una empresa de la muestra emite acciones, es posible comparar algunos aspectos del comportamiento financiero de las firmas que emiten con las que no lo hacen. La información correspondiente se presenta en las Tablas 11 y 12. Para este análisis se hizo una separación adicional de las empresas que emiten acciones entre aquellas que, para finales de 1994, estaban inscritas en alguna de las bolsas del país y las que no lo estaban. Las primeras, denominadas en las tablas como "Emitieron en Bolsa", son 23 empresas que si bien representan sólo el 5% de las empresas de la muestra aquí analizada que emiten acciones, equivalen a un 37% de las empresas manufactureras inscritas en bolsa.

Un primer elemento importante que se deriva de la observación de las tablas es que, bajo la hipótesis de que la relevancia de las restricciones financieras se refleja directamente en los coeficientes de retención de utilidades, existe evidencia de que **las empresas que no emiten acciones enfrentan mayores restricciones financieras que las que emiten y que, dentro de éstas, las inscritas en bolsa parecen ser menos restringidas financieramente** (Tabla 11). Al traducir estas relaciones en términos de la composición de las fuentes de recursos el escenario no es tan claro. De hecho, las empresas que no emiten acciones sustituyen esta fuente de financiamiento tanto con mayor endeudamiento como con más recursos propios.

En segundo lugar, las empresas que emiten y que están inscritas en bolsa tienen como característica principal que el capital accionario representa para ellas un porcentaje menor que para las no inscritas, esto generalmente a costa de mayor endeudamiento. El período posterior a 1990 registra, sin embargo, un incremento notable en el peso de los recursos propios que no es fácil de explicar con la información disponible. Ahora bien, la menor participación que tiene la emisión de acciones dentro de las fuentes de recursos de las empresas inscritas en bolsa se explica directamente de la naturaleza más “pública” de estas emisiones y sus posibles efectos sobre el control de las empresas por parte de los accionistas mayoritarios.

(GRAFICA 4)

En cuanto a los usos de recursos, se destacan patrones distintos para los tipos de empresa considerados. Lo más importante puede ser el menor peso que tienen las empresas que emiten en bolsa y la creciente importancia que para ellas han venido adquiriendo los préstamos a terceros en sustitución de inversiones financieras que eran de suma importancia a mediados de la década anterior. En contraste con esto, mientras que las empresas que emiten fuera de bolsa registran una alta estabilidad en la composición de los usos de recursos, aquellas que no emiten han venido sustituyendo inversiones financieras por inversiones en capital fijo. Esto quiere decir que quienes más se han movido recientemente hacia un patrón “distorcionado” de comportamiento financiero son las empresas en bolsa.

El siguiente elemento a interpretar son los coeficientes de endeudamiento de la Tabla 12. Se observa de nuevo aquí un patrón ya evidenciado en el análisis de la Sección 2 consistente en que estos coeficientes tienden a ser más elevados para firmas más restringidas que para firmas menos restringidas. Como ya se anotó, la interpretación de esta situación, para la cual hay ahora mayor apoyo, es que una firma sin otras fuentes de financiamiento externo distintas al crédito (de corto plazo), se ven obligadas utilizar todo su capacidad de endeudamiento y pueden terminar con coeficientes de deuda mayores que los que registran firmas que tienen la posibilidad de escoger entre varias fuentes.

Finalmente, es posible también destacar otras diferencias entre los tipos de firmas aquí considerados en términos de algunas razones financieras presentados en la parte inferior de la Tabla 12. Las cifras corroboran algo que venía cobrando forma en los últimos párrafos, a saber, que el comportamiento de las empresas que emiten en bolsa tiende a parecerse más a las firms que no emiten que a aquellas que emiten fuera de bolsa. Esto es evidente en los valores para la tasa de autofinanciamiento, la relación préstamos otorgados a préstamos recibidos y aquella entre gastos financieros y deuda total. La tabla también ofrece evidencia a otra importante conclusión: son las empresas en bolsa las que más han variado su comportamiento financiero y revertido tendencias anteriores como respuesta a la nueva etapa de apertura financiera restringida que ha tenido lugar en la presente década.

(Tabla 11 y 12)

TABLA 1

**COLOMBIA: DISTRIBUCION DE BENEFICIOS EN UNA MUESTRA DE 550
EMPRESAS MANUFACTURERAS 1984-1994 (PORCENTAJES SOBRE UTILIDAD OPERACIONAL)**

| | Independ. | Grupo | Nacional | Extranj. | Medianas | Grandes | Total |
|-------------------------|-----------|-------|----------|----------|----------|---------|-------|
| Utilidad Oper. | | | | | | | |
| 1984-86 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 1987-90 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 1991-94 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Ingr. Financ. | | | | | | | |
| 1984-86 | 66 | 73 | 70 | 53 | 71 | 69 | 69 |
| 1987-90 | 41 | 57 | 46 | 53 | 39 | 47 | 46 |
| 1991-94 | 57 | 102 | 80 | 29 | 59 | 79 | 78 |
| Total | 53 | 78 | 70 | 36 | 53 | 70 | 69 |
| Imp. Renta | | | | | | | |
| 1984-86 | 34 | 32 | 33 | 54 | 31 | 34 | 33 |
| 1987-90 | 25 | 27 | 25 | 45 | 23 | 25 | 25 |
| 1991-94 | 32 | 35 | 32 | 41 | 34 | 33 | 33 |
| Total | 30 | 33 | 30 | 43 | 31 | 31 | 31 |
| Gastos Finan. | | | | | | | |
| 1984-86 | 99 | 103 | 105 | 31 | 117 | 99 | 101 |
| 1987-90 | 57 | 52 | 57 | 22 | 66 | 55 | 55 |
| 1991-94 | 61 | 70 | 66 | 18 | 79 | 63 | 64 |
| Total | 62 | 67 | 65 | 19 | 77 | 62 | 63 |
| Dividendos | | | | | | | |
| 1984-86 | 17 | 28 | 18 | 50 | 8 | 24 | 21 |
| 1987-90 | 35 | 56 | 40 | 64 | 27 | 46 | 43 |
| 1991-94 | 49 | 82 | 66 | 55 | 28 | 68 | 64 |
| Total | 43 | 63 | 58 | 58 | 26 | 61 | 58 |
| Utilid. Retenid. | | | | | | | |
| 1984-86 | 16 | 10 | 14 | 18 | 15 | 12 | 14 |
| 1987-90 | 24 | 22 | 24 | 22 | 23 | 21 | 23 |
| 1991-94 | 15 | 15 | 16 | 15 | 18 | 15 | 17 |
| Total | 18 | 15 | 17 | 16 | 19 | 16 | 17 |

Fuente: Cálculos propios con base en la información de la Superintendencia de Sociedades.

TABLA 2

| COLOMBIA: FUENTES DE RECURSOS PARA UNA MUESTRA DE 550 EMPRESAS MANUFACTURERAS 1984-1994 (PORCENTAJES SOBRE TOTAL DE FUENTES) | | | | | | | |
|---|-----------|-------|----------|----------|----------|---------|-------|
| | Independ. | Grupo | Nacional | Extranj. | Medianas | Grandes | Total |
| Recursos Propios | | | | | | | |
| 1984-86 | 16 | 15 | 16 | 32 | 15 | 16 | 16 |
| 1987-90 | 26 | 31 | 28 | 26 | 22 | 27 | 25 |
| 1991-94 | 28 | 36 | 30 | 40 | 31 | 34 | 33 |
| Total | 24 | 28 | 25 | 33 | 23 | 27 | 26 |
| Endeudamiento | | | | | | | |
| 1984-86 | 80 | 83 | 79 | 100 | 80 | 80 | 80 |
| 1987-90 | 68 | 64 | 66 | 79 | 71 | 65 | 67 |
| 1991-94 | 62 | 55 | 60 | 57 | 64 | 66 | 55 |
| Total | 69 | 66 | 67 | 77 | 67 | 66 | 66 |
| Emisión Acciones | | | | | | | |
| 1984-86 | 4 | 2 | 5 | -32 | 5 | 4 | 4 |
| 1987-90 | 6 | 5 | 6 | -5 | 7 | 8 | 8 |
| 1991-94 | 10 | 9 | 10 | 3 | 15 | 10 | 12 |
| Total | 7 | 6 | 7 | -9 | 9 | 8 | 8 |
| Total Fuentes | | | | | | | |
| 1984-86 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 1987-90 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 1991-94 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Fuente: Cálculos propios con base en la información de la Superintendencia de Sociedades.

TABLA 3

| COLOMBIA: USOS DE RECURSOS PARA UNA MUESTRA DE 550 EMPRESAS MANUFACTURERAS 1984-1994 (PORCENTAJES SOBRE TOTAL DE USOS) | | | | | | | |
|---|-----------|-------|----------|----------|----------|---------|-------|
| | Independ. | Grupo | Nacional | Extranj. | Medianas | Grandes | Total |
| Invers. Capital Fijo | | | | | | | |
| 1984-86 | 44 | 48 | 45 | 50 | 46 | 45 | 45 |
| 1987-90 | 45 | 43 | 45 | 37 | 44 | 44 | 44 |
| 1991-94 | 51 | 41 | 48 | 36 | 48 | 48 | 48 |
| Total | 49 | 49 | 47 | 38 | 46 | 47 | 47 |
| Invers. Financiera | | | | | | | |
| 1984-86 | 15 | 18 | 16 | 12 | 7 | 17 | 16 |
| 1987-90 | 9 | 19 | 13 | 20 | 6 | 13 | 13 |
| 1991-94 | 11 | -1 | 8 | 1 | 5 | 8 | 7 |
| Total | 11 | 6 | 9 | 8 | 6 | 10 | 9 |
| Préstamos | | | | | | | |
| 1984-86 | 31 | 30 | 31 | 26 | 40 | 30 | 31 |
| 1987-90 | 42 | 34 | 39 | 40 | 45 | 38 | 39 |
| 1991-94 | 35 | 56 | 41 | 55 | 44 | 41 | 41 |
| Total | 37 | 48 | 40 | 48 | 44 | 40 | 40 |
| Medios de Pago | | | | | | | |
| 1984-86 | 9 | 5 | 5 | 12 | 8 | 8 | 8 |
| 1987-90 | 4 | 4 | 4 | 2 | 5 | 4 | 4 |
| 1991-94 | 3 | 4 | 4 | 8 | 4 | 3 | 3 |
| Total | 4 | 4 | 4 | 6 | 4 | 4 | 4 |
| Total Usos | | | | | | | |
| 1984-86 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 1987-90 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 1991-94 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Fuente: Cálculos propios con base en la información de la Superintendencia de Sociedades.

TABLA 4

| COLOMBIA: RELACIONES FINANCIERAS DE UNA MUESTRA DE 550 EMPRESAS MANUFACTURERAS 1984-1994 | | | | | | | |
|---|------------------|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|--------------|
| | Independ. | Grupo | Nacional | Extranj. | Medianas | Grandes | Total |
| Tasa de Autofinanciamiento (Recursos Propios/Inversión K Fijo) | | | | | | | |
| 1984-86 | 36 | 31 | 36 | 64 | 33 | 35 | 34 |
| 1987-90 | 57 | 72 | 63 | 70 | 60 | 61 | 56 |
| 1991-94 | 56 | 88 | 63 | 110 | 65 | 71 | 69 |
| Total | 49 | 58 | 54 | 87 | 51 | 57 | 54 |
| Relación Préstamos Otorgados / Préstamos Recibidos | | | | | | | |
| 1984-86 | 0.39 | 0.36 | 0.38 | 0.25 | 0.47 | 0.37 | 0.37 |
| 1987-90 | 0.62 | 0.62 | 0.69 | 0.61 | 0.62 | 0.59 | 0.57 |
| 1991-94 | 0.61 | 1.31 | 0.78 | 1.12 | 0.91 | 0.79 | 0.82 |
| Total | 0.58 | 0.90 | 0.68 | 0.79 | 0.71 | 0.69 | 0.68 |

Fuente: Cálculos propios con base en la información de la Superintendencia de Sociedades.

TABLA 5

| COLOMBIA: COEFICIENTES DE ENDEUDAMIENTO PARA UNA MUESTRA DE 550 EMPRESAS MANUFACTURERAS 1984-1994 (RELACION DEUDA/ACTIVOS) | | | | | | | |
|---|-----------|-------|----------|----------|----------|---------|-------|
| | Independ. | Grupo | Nacional | Extranj. | Medianas | Grandes | Total |
| Coefficientes de endeudamiento | | | | | | | |
| Corto Plazo | | | | | | | |
| 1984-86 | 50 | 41 | 49 | 48 | 51 | 46 | 49 |
| 1987-90 | 41 | 37 | 39 | 42 | 40 | 37 | 37 |
| 1991-94 | 43 | 37 | 41 | 48 | 41 | 38 | 40 |
| Total | 44 | 38 | 42 | 46 | 43 | 40 | 41 |
| Largo Plazo | | | | | | | |
| 1984-86 | 10 | 14 | 11 | 10 | 10 | 12 | 12 |
| 1987-90 | 9 | 9 | 10 | 6 | 10 | 9 | 10 |
| 1991-94 | 7 | 6 | 6 | 4 | 6 | 5 | 6 |
| Total | 8 | 9 | 9 | 6 | 9 | 8 | 9 |
| Deuda Total | | | | | | | |
| 1984-86 | 60 | 55 | 60 | 58 | 61 | 58 | 61 |
| 1987-90 | 50 | 46 | 49 | 47 | 50 | 46 | 47 |
| 1991-94 | 50 | 43 | 47 | 52 | 47 | 43 | 45 |
| Total | 53 | 48 | 51 | 52 | 52 | 48 | 50 |
| Composición de la Deuda | | | | | | | |
| Corto Plazo | | | | | | | |
| 1984-86 | 0.83 | 0.75 | 0.82 | 0.83 | 0.84 | 0.79 | 0.82 |
| 1987-90 | 0.82 | 0.80 | 0.79 | 0.89 | 0.80 | 0.81 | 0.80 |
| 1991-94 | 0.87 | 0.85 | 0.87 | 0.91 | 0.87 | 0.88 | 0.87 |
| Total | 0.84 | 0.80 | 0.83 | 0.88 | 0.84 | 0.83 | 0.82 |
| Largo Plazo | | | | | | | |
| 1984-86 | 0.17 | 0.25 | 0.18 | 0.17 | 0.16 | 0.21 | 0.18 |
| 1987-90 | 0.18 | 0.20 | 0.21 | 0.11 | 0.20 | 0.19 | 0.19 |
| 1991-94 | 0.13 | 0.15 | 0.13 | 0.10 | 0.13 | 0.12 | 0.13 |
| Total | 0.16 | 0.20 | 0.17 | 0.12 | 0.16 | 0.17 | 0.16 |

Fuente: Cálculos propios con base en la información de la Superintendencia de Sociedades

TABLA 6

Colombia: Efectos de las Variables Financieras sobre la Inversión para una Muestra de 550 Empresas Manufactureras

Variable Dependiente: INVERP

| | Empresas | | | | | | |
|------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| | Todas | Medianas | Grandes | Grupo | Independ | Nación | Extranjeras |
| 1984-1994 | | | | | | | |
| Intercepto | 0.12 (0.44) | -0.08 (-0.11) | -0.57 (-7.36) | -1.59 (-6.85) | 0.15 (0.43) | 0.06 (0.24) | -5.59 (-6.76) |
| Q | 0.11 (31.51) | 0.10 (19.18) | 0.32 (54.42) | 0.32 (22.58) | 0.11 (2795) | 0.10 (30.99) | 1.03 (59.02) |
| LQ | -0.06 (-11.36) | -0.06 (-7.04) | -0.14 (-17.38) | -0.12 (-8.02) | -0.06 (-10.12) | -0.05 (-11.08) | 0.02 (0.810) |
| LCASH | -0.21 (-6.52) | -0.20 (-3.92) | -0.19 (-4.24) | 0.02 (0.11) | -0.21 (-5.72) | -0.19 (-6.35) | -0.06 (-0.29) |
| LLIQUI | 0.03 (3.37) | 0.03 (2.06) | -0.02 (-0.43) | 0.94 (9.77) | 0.03 (2.94) | 0.03 (3.30) | -0.69 (-2.09) |
| GF | -0.02 (-0.38) | -0.20 (-0.60) | 0.01 (0.83) | 0.30 (1.11) | -0.02 (-0.34) | -0.02 (-0.32) | 0.59 (0.65) |
| APERTURA | 0.95 (2.64) | 2.33 (2.50) | 0.18 (2.13) | 0.49 (1.92) | 1.02 (2.27) | 0.84 (2.53) | 0.34 (0.32) |
| Adj. R | 0.18 | 0.18 | 0.52 | 0.40 | 0.18 | 0.18 | 0.96 |
| F | 166.48 | 62.21 | 497.63 | 107.07 | 130.90 | 161.01 | 588.62 |

INVERP = Inversión sobre el Stock de Capital inicio de período.

Q = Suma de los ingresos por ventas y los inventarios (normalizada por el stock de capital).

LQ = Rezago de un período de la variable Q

LCASH = Flujo de caja (utilidades retenidas + depreciación) sobre stock de capital.

LLIQUI = Rezago de un período del stock de liquidez (tenencias de activos financ.) sobre el stock de capital.

GF = Costo del capital deuda (intereses pagados/deuda total).

Apertura = variable dummy con valores de 0 entre 1984-1990 y de 1 para 1991-1994

Fuente: Cálculos propios con base en información de la Supersociedades

TABLA 7

**Colombia: Determinantes del Coeficiente de Endeudamiento (Deuda/Activos)
para una Muestra de 550 Empresas Manufactureras**

Variable Dependiente: POF

| | Empresas | | | | | | |
|------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|
| | Todas | Medianas | Grandes | Grupo | Independ | Nación | Extranjeras |
| 1984-1994 | | | | | | | |
| Intercepto | 38.86 (-14.90) | 50.11 (8.71) | 24.53 (18.50) | 17.21 (9.51) | 43.92 (13.21) | 60.76 (7.09) | 38.53 (14.40) |
| EAlA | -0.09 (-4.05) | -0.13 (-3.42) | -0.43 (-13.61) | -0.41 (-7.40) | -0.08 (-3.33) | -0.52 (-4.74) | -0.08 (-3.86) |
| DEAlA | -7.84 (-3.44) | -14.76 (-2.63) | 1.02 (0.94) | 1.26 (0.71) | -9.74 (-3.40) | 4.34 (0.70) | -7.84 (-3.34) |
| EDAD | -0.23 (-4.25) | -0.23 (-1.56) | -0.13 (-5.51) | -0.10 (-3.08) | -0.24 (-3.25) | -0.42 (-2.52) | -0.23 (-4.13) |
| GF | -1.29 (-4.87) | -6.04 (-4.33) | -0.79 (8.51) | -10.12 (-8.98) | -1.24 (-4.18) | -14.56 (-4.59) | -1.27 (-4.72) |
| PLAEQ1 | 0.00 (0.05) | 0.00 (0.02) | 0.00 (0.04) | 0.00 (0.41) | -0.17 (-1.11) | 1.47 (1.54) | 0.00 (0.05) |
| INOK | -0.04 (-4.41) | -0.06 (-4.06) | 0.04 (8.56) | 0.04 (6.68) | -0.05 (-4.78) | 0.00 (0.02) | -0.04 (-4.42) |
| LPOF | 0.52 (19.45) | 0.53 (9.97) | 0.50 (31.90) | 0.62 (27.30) | 0.50 (15.21) | 0.24 (3.85) | 0.53 (19.01) |
| Adj. R | 0.08 | 0.06 | 0.06 | 0.52 | 0.07 | 0.37 | 0.08 |
| F | 69.74 | 19.13 | 19.13 | 177.31 | 42.87 | 16.43 | 66.18 |

POF = Deuda total / Activos Total

EAlA = Rentabilidad de la empresa (Utilidades Oper./Activos Totales)

DEAlA = Variabilidad de EAlA

EDAD = Edad de la firma

GF = Costo del capital deuda (Intereses pagados/Deuda Total)

PLAEQ1 = Proporción de activos fijos o tangibles en los activos totales

INOK = Cambio en ventas sobre stock de capital

LPOF = Coeficiente de endeudamiento rezagado un año

Fuente: Cálculos propios con base en información de la Supersociedades

TABLA 8

Colombia: Distribución por Edad de Empresas que Emitieron y que No Emitieron Acciones en 1984-1994
(Sobre una muestra 550 empresas manufactureras)

| Emisión Acciones 1984-1994 | EDAD | | | | | Total |
|----------------------------------|---------|------------|------------|------------|---------|-------|
| | < de 10 | De 11 a 20 | De 21 a 30 | De 31 a 40 | > de 41 | |
| Nunca | 1 | 12 | 19 | 11 | 8 | 51 |
| | 0.2 | 2.2 | 3.5 | 2.0 | 1.5 | 9 |
| | 2.0 | 23.5 | 37.3 | 21.6 | 15.7 | |
| | 9.1 | 11.0 | 12.3 | 7.2 | 6.5 | |
| 1 año | 2 | 23 | 35 | 27 | 25 | 112 |
| | 0.4 | 4.2 | 6.4 | 4.9 | 4.6 | 20 |
| | 1.8 | 20.5 | 31.3 | 24.1 | 22.3 | |
| | 18.2 | 21.1 | 22.7 | 17.8 | 20.2 | |
| 2 años | 2 | 17 | 33 | 24 | 20 | 96 |
| | 0.4 | 3.1 | 6.0 | 4.4 | 3.6 | 17 |
| | 2.1 | 17.7 | 34.4 | 25.0 | 20.8 | |
| | 18.2 | 15.6 | 21.4 | 15.8 | 16.1 | |
| 3 años | 3 | 15 | 24 | 29 | 16 | 87 |
| | 0.6 | 2.7 | 4.4 | 5.3 | 2.9 | 16 |
| | 3.5 | 17.2 | 27.6 | 33.3 | 18.4 | |
| | 27.3 | 13.8 | 15.6 | 19.1 | 12.9 | |
| 4 años | 1 | 18 | 15 | 21 | 20 | 75 |
| | 0.2 | 3.3 | 2.7 | 3.8 | 3.6 | 14 |
| | 1.3 | 24.0 | 20.0 | 28.0 | 26.7 | |
| | 9.1 | 16.5 | 9.7 | 13.8 | 16.1 | |
| 5 años | 1 | 13 | 12 | 14 | 9 | 49 |
| | 0.2 | 2.4 | 2.2 | 2.6 | 1.6 | 9 |
| | 2.0 | 26.5 | 24.5 | 28.6 | 18.4 | |
| | 9.1 | 11.9 | 7.8 | 9.2 | 7.3 | |
| 6 y más años | 1 | 11 | 16 | 26 | 26 | 80 |
| | 0.2 | 2.0 | 2.9 | 4.7 | 4.7 | 15 |
| | 1.3 | 13.8 | 20.0 | 32.5 | 32.5 | |
| | 9.1 | 10.1 | 10.4 | 17.1 | 21.0 | |
| Total | 11 | 109 | 154 | 152 | 124 | 550 |
| | 2.0 | 19.8 | 28.0 | 27.6 | 22.6 | 100 |
| Información en cada celda: | | Número | | | | |
| | | Porcentaje | | | | |
| | | % Fila | | | | |
| | | % Columna | | | | |

Fuente: Cálculos propios con base en información de Supersociedades

TABLA 9

| Colombia: Distribución por Tamaño de Empresas que Emitieron y que No Emitieron Acciones en 1984-1994 (sobre una muestra de 550 empresas manufactureras) | | | | |
|---|----------|------------|---------|-------|
| Emisión Acciones 1984-1994 | TAMAÑO | | | Total |
| | Pequeñas | Medianas | Grandes | |
| Nunca | 3 | 21 | 27 | 51 |
| | 0.6 | 3.8 | 4.9 | 9.3 |
| | 5.9 | 41.2 | 52.9 | |
| | 8.6 | 11.7 | 8.1 | |
| 1 año | 15 | 39 | 58 | 112 |
| | 2.7 | 7.1 | 10.6 | 20.4 |
| | 13.4 | 34.8 | 51.8 | |
| | 42.9 | 21.7 | 17.3 | |
| 2 años | 7 | 40 | 49 | 96 |
| | 1.3 | 7.3 | 8.9 | 17.5 |
| | 7.3 | 41.7 | 51.0 | |
| | 20.0 | 22.2 | 14.6 | |
| 3 años | 4 | 27 | 56 | 87 |
| | 0.7 | 4.9 | 10.2 | 15.8 |
| | 4.6 | 31.0 | 64.4 | |
| | 11.4 | 15.0 | 16.7 | |
| 4 años | 3 | 19 | 53 | 75 |
| | 0.6 | 3.5 | 9.6 | 13.6 |
| | 4.0 | 25.3 | 70.7 | |
| | 8.6 | 10.6 | 15.8 | |
| 5 años | 1 | 13 | 35 | 49 |
| | 0.2 | 2.36 | 6.4 | 8.9 |
| | 2.0 | 26.5 | 71.4 | |
| | 2.9 | 7.2 | 10.5 | |
| 6 y más años | 2 | 21 | 57 | 80 |
| | 0.4 | 3.8 | 10.4 | 14.6 |
| | 2.5 | 26.3 | 71.3 | |
| | 6.7 | 11.7 | 17.0 | |
| Total | 35 | 180 | 335 | 550 |
| | 6.4 | 32.7 | 60.9 | 100.0 |
| Información en cada celda: | | Número | | |
| | | Porcentaje | | |
| | | % Fila | | |
| | | % Columna | | |

Fuente: Cálculos propios con base en información de Supersociedades

TABLA 10

| Colombia: Distribución por Rama Industr. de Empresas que Emitieron y que No Emitieron Acciones en 1984-1994 (Sobre una muestra 550 empresas manufactureras) | | | | | | | | | |
|--|------------------|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|
| EMISION DE ACCIONES | | | | | | | | | |
| | ALIMEN. BEBIDAS. | | MADERA Y | PAPEL Y | QUIMICOS. | MIN. NO | MAQUINA Y | OTRAS | TOTAL |
| | TABACO | TEXTILES | PRODUCTOS | PRODUCTOS | PETROLEO | METALICOS | EQUIPOS | | |
| Nunca | 20 | 8 | 3 | 4 | 12 | 1 | 12 | 1 | 62 |
| | 3.6 | 1.4 | 0.5 | 0.7 | 2.1 | 0.2 | 2.1 | 0.2 | 11.1 |
| | 32.3 | 12.9 | 4.8 | 6.5 | 19.4 | 1.6 | 19.4 | 1.6 | |
| | 16.4 | 13.8 | 30.0 | 8.9 | 8.6 | 2.3 | 10.2 | 16.7 | |
| 1 año | 26 | 10 | 2 | 9 | 28 | 6 | 21 | 4 | 112 |
| | 4.6 | 1.8 | 0.4 | 1.6 | 5.0 | 0.1 | 3.7 | 0.7 | 20.0 |
| | 23.2 | 8.9 | 1.8 | 8.0 | 25.0 | 5.4 | 18.8 | 3.6 | |
| | 21.3 | 17.2 | 20.0 | 20.0 | 20.1 | 13.6 | 17.8 | 66.7 | |
| 2 años | 22 | 11 | 2 | 7 | 25 | 5 | 21 | 0 | 96 |
| | 3.9 | 2.0 | 0.4 | 1.3 | 4.5 | 0.9 | 3.7 | 0.0 | 17.1 |
| | 22.9 | 11.5 | 2.1 | 7.3 | 26.0 | 5.2 | 21.9 | 0.0 | |
| | 18.0 | 19.0 | 20.0 | 15.6 | 18.0 | 11.4 | 17.8 | 0.0 | |
| 3 años | 18 | 7 | 2 | 7 | 24 | 7 | 19 | 1 | 87 |
| | 3.2 | 1.3 | 0.4 | 1.3 | 4.3 | 1.3 | 3.4 | 0.2 | 15.5 |
| | 20.7 | 8.1 | 2.3 | 8.1 | 27.6 | 8.1 | 21.8 | 1.2 | |
| | 14.8 | 12.1 | 20.0 | 15.6 | 17.3 | 15.9 | 16.1 | 16.7 | |
| 4 años | 16 | 7 | 1 | 6 | 19 | 5 | 20 | 0 | 75 |
| | 2.9 | 1.3 | 0.2 | 1.1 | 3.4 | 0.9 | 3.6 | 0.0 | 13.4 |
| | 21.3 | 9.3 | 1.3 | 8.0 | 25.3 | 6.7 | 26.7 | 0.0 | |
| | 13.1 | 12.1 | 10.0 | 13.3 | 13.7 | 11.4 | 17.0 | 0.0 | |
| 5 años | 7 | 6 | 0 | 2 | 14 | 5 | 14 | 0 | 49 |
| | 1.3 | 1.1 | 0.0 | 0.4 | 2.5 | 0.9 | 2.5 | 0.0 | 8.7 |
| | 14.3 | 12.2 | 0.0 | 4.1 | 28.6 | 10.2 | 28.6 | 0.0 | |
| | 5.7 | 10.3 | 0.0 | 4.4 | 10.1 | 11.4 | 11.9 | 0.0 | |
| 6 y más años | 13 | 9 | 0 | 10 | 17 | 15 | 11 | 0 | 90 |
| | 2.3 | 1.6 | 0.0 | 1.8 | 3.0 | 2.7 | 2.0 | 0.0 | 14.3 |
| | 16.3 | 11.3 | 0.0 | 12.5 | 21.3 | 18.8 | 13.8 | 0.0 | |
| | 10.7 | 15.5 | 0.0 | 22.2 | 12.2 | 34.1 | 9.3 | 0.0 | |
| Total | 122 | 58 | 45 | 10 | 139 | 44 | 118 | 6 | 561 |
| | 21.8 | 10.3 | 8.0 | 8.0 | 24.8 | 7.8 | 21.0 | 1.1 | 100.0 |
| Información en cada celda: | | Número Porcentaje % Fila % Columna | | | | | | | |

Fuente: Cálculos propios con base en información de Supersociedades

TABLA 11

Colombia: Comparación de Empresas que Emitieron y que No Emitieron Acciones en 1984-1994
(Sobre una muestra 550 empresas manufactureras)

1. Distribución de Beneficios como Porcentaje de Utilidades Operacionales

| | Utilidades Operacion. | Ingresos Financ. | Provis. Imporenta | Gastos Financ. | Divi- Dividendos | Utilidades Retenidas |
|------------------------------|--------------------------|---------------------|----------------------|-------------------|---------------------|-------------------------|
| NO EMITIERON | | | | | | |
| 1984-86 | 100 | 96 | 43 | 71 | 49 | 32 |
| 1987-90 | 100 | 53 | 33 | 37 | 57 | 26 |
| 1991-94 | 100 | 43 | 32 | 41 | 52 | 18 |
| Total | 100 | 61 | 36 | 48 | 53 | 25 |
| EMITIERON FUERA BOLSA | | | | | | |
| 1984-86 | 100 | 71 | 37 | 82 | 16 | 36 |
| 1987-90 | 100 | 46 | 22 | 66 | 36 | 22 |
| 1991-94 | 100 | 69 | 26 | 67 | 58 | 17 |
| Total | 100 | 61 | 27 | 71 | 39 | 24 |
| EMITIERON EN BOLSA | | | | | | |
| 1984-86 | 100 | 98 | 28 | 114 | 26 | 30 |
| 1987-90 | 100 | 59 | 25 | 68 | 42 | 24 |
| 1991-94 | 100 | 128 | 38 | 114 | 60 | 16 |
| Total | 100 | 95 | 31 | 98 | 44 | 22 |

2. Fuentes de Recursos (Porcentajes)

| | Recursos Propios | Endeuda- miento | Emision Acciones | Total |
|------------------------------|---------------------|--------------------|---------------------|-------|
| NO EMITIERON | | | | |
| 1984-86 | 27 | 73 | 0 | 100 |
| 1987-90 | 31 | 68 | 0 | 100 |
| 1991-94 | 35 | 65 | 0 | 100 |
| Total | 31 | 68 | 0 | 100 |
| EMITIERON FUERA BOLSA | | | | |
| 1984-86 | 11 | 77 | 12 | 100 |
| 1987-90 | 26 | 55 | 20 | 100 |
| 1991-94 | 29 | 46 | 25 | 100 |
| Total | 23 | 58 | 19 | 100 |
| EMITIERON EN BOLSA | | | | |
| 1984-86 | 13 | 79 | 8 | 100 |
| 1987-90 | 28 | 62 | 9 | 100 |
| 1991-94 | 48 | 36 | 15 | 100 |
| Total | 31 | 57 | 11 | 100 |

3. Usos de Recursos (Porcentajes)

| | Inversion K. Fijo | Inversion Financ. | Prestamos | Medios de Pago | Total |
|------------------------------|----------------------|----------------------|-----------|-------------------|-------|
| NO EMITIERON | | | | | |
| 1984-86 | 32 | 19 | 43 | 6 | 100 |
| 1987-90 | 33 | 16 | 42 | 9 | 100 |
| 1991-94 | 54 | -4 | 46 | 4 | 100 |
| Total | 40 | 9 | 44 | 7 | 100 |
| EMITIERON FUERA BOLSA | | | | | |
| 1984-86 | 53 | 13 | 31 | 3 | 100 |
| 1987-90 | 48 | 6 | 43 | 3 | 100 |
| 1991-94 | 52 | 8 | 36 | 4 | 100 |
| Total | 51 | 9 | 37 | 3 | 100 |
| EMITIERON EN BOLSA | | | | | |
| 1984-86 | 31 | 40 | 21 | 8 | 100 |
| 1987-90 | 43 | 12 | 42 | 3 | 100 |
| 1991-94 | 32 | 7 | 56 | 5 | 100 |
| Total | 36 | 18 | 41 | 5 | 100 |

Fuente: Cálculos propios con base en información de la Supersociedades

TABLA 12

Colombia: Comparación de Empresas que Emitieron y que No Emitieron Acciones en 1984-1994
(Sobre una muestra 550 empresas manufactureras)

1. Coeficientes de Endeudamiento (Deuda/Activos) y Compos. de Deuda

| | Coeficientes de Endeudamiento % | | | Composición Deuda | |
|------------------------------|---------------------------------|-------------|-------------|-------------------|-------------|
| | Corto Plazo | Largo Plazo | Deuda Total | Corto Plazo | Largo Plazo |
| NO EMITIERON | | | | | |
| 1984-86 | 45 | 13 | 58 | 0.78 | 0.22 |
| 1987-90 | 37 | 10 | 44 | 0.84 | 0.16 |
| 1991-94 | 39 | 6 | 44 | 0.89 | 0.11 |
| Total | 40 | 9 | 48 | 0.84 | 0.16 |
| EMITIERON FUERA BOLSA | | | | | |
| 1984-86 | 48 | 11 | 59 | 0.81 | 0.19 |
| 1987-90 | 35 | 11 | 46 | 0.77 | 0.23 |
| 1991-94 | 39 | 4 | 43 | 0.90 | 0.10 |
| Total | 40 | 8 | 48 | 0.83 | 0.17 |
| EMITIERON EN BOLSA | | | | | |
| 1984-86 | 36 | 16 | 52 | 0.69 | 0.31 |
| 1987-90 | 30 | 11 | 41 | 0.74 | 0.26 |
| 1991-94 | 29 | 3 | 32 | 0.91 | 0.09 |
| Total | 31 | 9 | 41 | 0.79 | 0.21 |

2. Razones Financieras (Porcentajes)

| | A | B | C | D | E | F |
|------------------------------|-----|-----|----|----|----|----|
| NO EMITIERON | | | | | | |
| 1984-86 | 84 | 62 | 40 | 13 | 9 | 11 |
| 1987-90 | 94 | 63 | 37 | 18 | 9 | 10 |
| 1991-94 | 66 | 83 | 52 | 17 | 11 | 12 |
| Total | 54 | 70 | 44 | 16 | 10 | 11 |
| EMITIERON FUERA BOLSA | | | | | | |
| 1984-86 | 21 | 40 | 33 | 16 | 9 | 7 |
| 1987-90 | 53 | 78 | 30 | 22 | 12 | 9 |
| 1991-94 | 56 | 78 | 44 | 19 | 9 | 7 |
| Total | 45 | 64 | 36 | 19 | 10 | 8 |
| EMITIERON EN BOLSA | | | | | | |
| 1984-86 | 43 | 27 | 41 | 27 | 7 | 5 |
| 1987-90 | 66 | 68 | 42 | 18 | 8 | 7 |
| 1991-94 | 162 | 122 | 60 | 25 | 5 | 4 |
| Total | 88 | 72 | 51 | 23 | 6 | 5 |

A = Tasa de Autofinanciamiento (Recursos Propios/Inversión en Capital Fijo)

B = Relación Préstamos Otorgados/Préstamos Recibidos

C = Activos Fijos/Activos Totales

D = Gastos Financieros/Deuda Total

E = Utilidad Operacional/Activos Totales

F = Utilidad antes de Impuestos/Activos Totales

V. Conclusiones: Patrones de Comportamiento Financiero y Mercado de Capitales en Colombia

Varias conclusiones importantes se desprenden de las páginas anteriores que tienen que ver exclusivamente con las perspectivas para el desarrollo de un mercado de capitales en el país:

1. Más allá de las diferencias que existen entre tipos de empresa, el ambiente que rodea al sector de firmas en Colombia se caracteriza por importantes restricciones financieras, estrechamente relacionadas tanto o más con dificultades para diversificar riesgos que con acceso limitado a fuentes de financiamiento. Esta afirmación puede ser de utilidad en la búsqueda de precisión en cuanto a los objetivos que se le asignan a un mercado de capitales.

2. Si bien hay evidencia de que las empresas que no emiten acciones enfrentan restricciones financieras más severas que las empresas que emiten acciones, estas últimas también se mueven dentro de ese restringido ambiente que combina acceso limitado a fuentes de recursos y dificultades para la diversificación de riesgos.

En otras palabras, y más allá de diferencias de grado, las hipótesis y condiciones que llevan al racionamiento de crédito son las mismas que explican el acceso limitado al capital accionario y que impiden también una distribución medianamente adecuada de los riesgos de las empresas. Debe hacerse explícita la manera como se espera que el desarrollo de un mercado de capitales contribuya a superar esta situación o, alternativamente, prever los efectos que este mercado traería para este desarrollo.

3. La emisión de acciones viene adquiriendo un peso creciente dentro de las fuentes de financiamiento de las empresas manufactureras colombianas al menos desde mediados de la década pasada. Sin embargo, este peso es considerablemente menor para aquellas empresas inscritas en bolsa. Esta diferencia puede explicarse por la importancia que tienen elementos de control dentro de la decisión de las empresas de acudir a capital accionario en la financiación de sus actividades.

4. Las firmas que emiten acciones tienden a mostrar, desde una perspectiva de largo plazo, un comportamiento financiero relativamente más sano que la generalidad de firmas que enfrentan restricciones financieras de grado similar. Si de la sencilla evidencia que apoya esta afirmación se desprende que el hecho mismo de tener que someterse al esporádico escrutinio de los accionistas mejora o hace más seguras las prácticas financieras de las empresas, es de esperarse entonces que exista una externalidad positiva importante que pueda derivarse del estímulo al desarrollo del mercado de capitales en Colombia. Sin embargo, son las firmas inscritas en bolsa las que tienden a mostrar una respuesta más rápida a cambios en el contexto externo, tales como la apertura financiera a los mercados internacionales ocurrida luego de 1990. La relación entre esto y el auge del mercado accionario está por establecer.

5. La naturaleza de las restricciones financieras que prevalecen en el país hacen demasiado importantes las consideraciones de control en la comprensión del comportamiento financiero de las empresas y sus decisiones de emisión de acciones. Si no se tienen explícitamente en cuenta, estas mismas circunstancias pueden constituir un serio obstáculo para el cumplimiento de los objetivos que se espera servir con un mercado de capitales en el país.

6. Los cambios recientes en los patrones de comportamiento de las empresas, marcados entre otras cosas por crecientes niveles de endeudamiento y reducciones en la tasa de ahorro neto, profundizan y llaman la atención sobre un problema estructural del sector privado y la economía en Colombia: la baja disposición a comprometer capital propio en la actividad productiva de naturaleza empresarial.

El alto grado de "profundización financiera" que, paradójicamente, caracteriza una economía con serias restricciones financieras como la colombiana, refleja la tendencia a usar crecientemente más el ahorro ajeno que el ahorro propio en la búsqueda de utilidades, sin perder el control último sobre los recursos productivos. Este problema, en el centro del cual está la falta de capacidades empresariales y de un desarrollo de las empresas tanto en términos organizativos como patrimoniales, no se soluciona necesariamente mediante un mercado de capitales.

Es evidente que un mejor manejo del riesgo a partir de un portafolio diversificado, que es en últimas lo que quedó de la liberalización financiera del período anterior a 1990, es condición necesaria pero no suficiente para una más eficiente asignación de los recursos de la economía y una más rápida acumulación de capital.

7. El mercado primario de acciones en Colombia ha sido esencialmente un instrumento para empresas maduras, con un buen número de años de constitución. Este hecho impone un importante obstáculo al desarrollo del mercado de capitales al reducir el rango de "oferentes" potenciales de acciones. Para superar este obstáculo, se requiere de una estrategia que busque vincular a este mercado procesos de creación y capitalización de empresas jóvenes vinculadas al sector de servicios o que introducen al país modernas tecnologías y procesos.

8. Por las dificultades que existen para que se desarrolle un importante mercado de capital accionario para la financiación de las empresas en país, y dadas las restricciones financieras que éstas enfrentan, es probable que el mercado de capitales sirva de manera importante a las firmas más por el lado de la oferta de instrumentos para diversificar riesgo, que como un medio para modificar su estructura de capital. Esto sin olvidar que, efectivamente, la posibilidad de emitir acciones afecta positivamente esta estructura¹⁶.

Estas conclusiones ubican este trabajo en un punto intermedio entre quienes, defendiendo una versión moderna de las viejas ideas de McKinnon-Shaw, sostienen que existe una estrecha relación entre el desarrollo del sistema financiero y el mercado de capitales y el proceso de crecimiento económico¹⁷ y, por el otro lado, quienes consideran que prevalecen serias dificultades para que en países en desarrollo se puedan activar mercados de capitales que constituyan importantes fuentes de financiamiento para las empresas¹⁸.

¹⁶ Esto implica una respuesta afirmativa a una pregunta que se ha venido planteando en investigaciones recientes sobre si el desarrollo del mercado de capitales afecta la estructura financiera de las empresas. Esta pregunta ha sido planteada, entre otros, por Demirguc-Kunt (1992), y Demirguc-Kunt y Levine (1993).

¹⁷ Además de los autores mencionados en la nota 15 se destacan la serie de trabajos de King y Levine, entre ellos King y Levine (1993).

VI. Bibliografía

Atiyas, I. (1991) 'Efficiency, Corporate Indebtedness and Directed Credit in Colombia', Industry and Energy Department Working Paper. Industry Series No. 54. Washington: World Bank.

Calomiris, C.W. & R.G. Hubbard (1990) 'Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing', *The Economic Journal*, 100(399): 90-104. Marzo.

Dailami, M. (1992) 'Government Policy and Private Investment Recover in Colombia', in Chhibber, Dailami & Shafirk (eds.) *Reviving Private Investment in Developing Countries. Empirical Studies and Policy Lessons*. Amsterdam, North Holland.

Demirguc-Kunt, A. (1992) 'Developing Country Capital Structures and Emerging Stock Markets', Policy Research Working Paper No. 933. New York: The World Bank.

Demirguc-Kunt, A. & R. Levine (1993) 'Stock Market Development and Financial Intermediary Growth. A Research Agenda', Policy Research Working Paper. Finance and Private Sector Development. The World Bank.

Echavarría, J.J. & F. Tenjo (1993) 'Inversión, Liquidez y Fuentes de Financiamiento en la Industria Colombiana', Santafé de Bogotá, *Coyuntura Económica*, Julio, pp. 103-138.

Fazzari, S.M., R.G. Hubbard & B.C. Petersen (1988) 'Financing Constraints and Corporate Investment', *Brooking Papers on Economic Activity*, 1: 141-95.

Greenwald, B. & J.E. Stiglitz (1993) 'Financial Market Imperfections and Business Cycles', *Quarterly Journal of Economics*, Febrero, pp. 77-114.

Para terminar, la pregunta que debe hacerse es si un mercado de capitales por si solo soluciona los problemas de baja capitalización y productividad que afectan el sector de empresas en el país, o si falta aún mucho por avanzar en el desarrollo de los mercados de crédito, seguros (diversificación de riesgo) e información, y en la solución de otros problemas institucionales (incumplimiento de contratos, protección a los derechos de propiedad), antes o simultáneamente al desarrollo del mercado de capitales en Colombia.

¹⁸ En particular Mayer (1989) y Stiglitz (1992).

- Harris, M. & A. Raviv (1991) 'The Theory of the Capital Structure', *Journal of Finance*, 46(1): 297-355 (Marzo).
- Hoshi, T., A. Kashyap & D. Scharfstein (1990) 'Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships', in Hubbard, R.G. (ed.) *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. Chicago: The University of Chicago Press.
- King, R.G. & R. Levine (1993) 'Finance, entrepreneurship and growth', *Journal of Monetary Economics*, 32: 513-42.
- MacKie-Mason, J.K. (1990) 'Do firms care who provides their financing?' Hubbard (ed.)
- Mayer, C. (1990) 'Financial Systems and Corporate Finance and Economic Development', in Hubbard (ed.) pp. 307-32.
- McKinnon, R. (1973) *Money and Capital in Economic Development* Washington D.C.: Brookings Institution.
- Ospina, S. (1994) 'Firm Heterogeneity, Liquidity Variables and Investment Decisions: The Colombian Case' Department of Economics, University of Illinois (mimeo).
- Pagano, M. (1993) 'The flotation of companies on the stock market. A coordination failure model' *European Economic Review* 37: pp. 1101-1125.
- Shaw, E.S. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.

Stiglitz, J.E. (1994) 'The Role of the State in Financial Markets', in Bruno, M. & B. Pleskovic (eds.) *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*. The International Bank for Reconstruction and Development. Washington: The World Bank.

Stiglitz, J.E. (1992) 'Asymmetric Information in Credit Markets and Its Implications for Macroeconomics', *Oxford University Papers*, 44:694-724.

Stiglitz, J.E. (1987) 'The Causes and Consequences of the Dependence of Quality on Price', *Journal of Economic Literature*, XXV: 1-48.

Tenjo-Galarza, F. (1995) *Corporate Finance under Adjustment. Firm Behaviour, Private Sector and Economic Policy in Colombia. 1970-1990* The Hague. Institute of Social Studies.

Tenjo-Galarza, F. & G.García. (1995) *Intermediación Financiera y Crecimiento Económico*. Cuadernos de Economía., 23: 177-196.