

Impacto del acceso a capital en el desempeño financiero y gobierno de empresas
colombianas que han accedido al mercado público de valores entre los años
2010-2018

Patricia Elena Montoya Giraldo
pemontoyag@eafit.edu.co

Ana Fernanda Vásquez Osorio
afvasquezo@eafit.edu.co

Tesina presentada para optar al título de Magíster en Administración Financiera

Asesor: Alejandro Mejía Jaramillo
amejia123@hotmail.com



Universidad EAFIT
Escuela de Economía y Finanzas
Maestría en Administración Financiera
Medellín
2019

CONTENIDO

Resumen.....	4
Abstract.....	5
1. Introducción	6
2. Objetivos.....	7
2.1 Objetivo general	7
2.2 Objetivos específicos.....	7
3. Situación de estudio – Problema.....	8
4. Marco de referencia conceptual	11
4.1 Estructura de capital	11
4.2 Prácticas de gobierno corporativo	12
5. Metodología	14
6. Resultados financieros	15
6.1 Organización Terpel S. A.....	16
6.2 Almacenes Éxito S. A.	20
6.3 Celsia S. A. E.S.P.....	24
6.4 Grupo Argos S. A.....	27
6.5 Carvajal Empaques S. A.....	30
7. Resultados las prácticas de gobierno corporativo	34
8. Conclusiones y recomendaciones	40
Referencias.....	42

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Evolución ROIC, ROA y ROE - Organización Terpel S. A. 2008-2018.....	17
Figura 2. Evolución índice de propiedad - Organización Terpel S. A. 2008-2018	18
Figura 3. Evolución margen operacional - Organización Terpel S. A. 2008-2018	18
Figura 4. Evolución índice de endeudamiento - Organización Terpel S. A. 2008-2018.....	19
Figura 5. Evolución índice de apalancamiento - Organización Terpel S. A. 2008-2018	19
Figura 6. Evolución ROIC, ROA y ROE Almacenes Éxito S. A. 2008-2018.....	20
Figura 7. Evolución índice de propiedad - Almacenes Éxito S. A. 2008-2018.....	21
Figura 8. Evolución margen Ebitda - Almacenes Éxito S. A. 2008-2018.....	22
Figura 9. Evolución índice de endeudamiento - Almacenes Éxito S. A. 2008-2018	23
Figura 10. Evolución índice de apalancamiento - Almacenes Éxito S. A. 2008-2018.....	23
Figura 11. Evolución ROIC, ROA y ROE - Celsia S. A. E.S.P. 2012 - 2018.....	24
Figura 12. Evolución índice de propiedad - Celsia S. A. E.S.P. 2012 - 2018	25
Figura 13. Evolución margen Ebitda - Celsia S. A. E.S.P. 2012 – 2018.....	25
Figura 14. Evolución índice de endeudamiento - Celsia S. A. E.S.P. 2012 – 2018	26
Figura 15. Evolución índice de apalancamiento - Celsia S. A. E.S.P. 2012 – 2018.....	26
Figura 16. Evolución ROIC, ROA y ROE – Grupo Argos S. A. 2008 - 2018	27
Figura 17. Evolución índice de propiedad - Grupo Argos S. A. 2008 – 2018.....	28
Figura 18. Evolución margen Ebitda - Grupo Argos S. A. 2008 – 2018.....	28
Figura 19. Evolución índice de endeudamiento - Grupo Argos S. A. 2008 – 2018	29
Figura 20. Evolución índice de apalancamiento - Grupo Argos S. A. 2008 – 2018	29
Figura 21. Evolución ROIC, ROA y ROE – Carvajal Empaques S. A. 2008 - 2018.....	31
Figura 22. Evolución índice de propiedad - Carvajal Empaques S. A. 2008 - 2018.....	31
Figura 23. Evolución margen operacional - Carvajal Empaques S. A. 2008 - 2018.....	32
Figura 24. Evolución índice de endeudamiento - Carvajal Empaques S. A. 2008 - 2018.....	32
Figura 25. Evolución índice de apalancamiento - Carvajal Empaques S. A. 2008 - 2018.....	33
Figura 26. Conformación Gobierno Corporativo Compañías Organización Terpel S. A., Almacenes Éxito S. A. y Celsia S. A. E.S.P.	35
Figura 27. Conformación Gobierno Corporativo Compañías Grupo Argos S. A. y Carvajal Empaques S. A.....	36
Figura 28. Cumplimiento gobierno corporativo de las cinco compañías analizadas que emitieron acciones entre 2010 y 2018.....	38

Resumen

El mercado público de valores en Colombia se ha convertido, a través de los años, en una importante fuente de financiación para las empresas que requieren un capital fresco para llevar a cabo sus planes de inversión y desarrollo. Adicionalmente, dicho mercado contribuye a la ventaja competitiva de dichas compañías al momento de afrontar los retos propios de su industria. En este trabajo se busca demostrar cómo el mercado público de valores ha contribuido positivamente al desempeño financiero de las empresas colombianas que han accedido a él mediante la emisión de acciones, y cómo gracias a ello esas compañías han mejorado la eficiencia en su estructura de capital. Para ello, las empresas han tenido que adoptar prácticas de gobierno corporativo que les permiten fortalecer su reputación corporativa, ser sostenibles en el tiempo, y ofrecer a sus inversionistas y grupos de interés, información confiable, transparente y rentable a futuro.

Esta investigación se realiza a través de métodos cuantitativos y cualitativos, respectivamente: un estudio de tipo no solo longitudinal, mediante el seguimiento de las compañías en los últimos ocho años, sino también experimental, mediante la recolección de información para probar la relación entre estas dos dimensiones corporativas.

Palabras clave: gobierno corporativo, estructura de capital, mercado accionario, índices financieros.

Abstract

The public stock market in Colombia, over the years, has become an important source of financing for companies that require fresh capital to carry out their investment and development plans. Additionally, the market contributes with the competitive advantage of these companies when facing the challenges of their industry. This paper seeks to demonstrate how Colombian companies that have accessed the public stock market by issuing shares, how they have contributed positively to the financial performance of their company and how it has improved their efficiency in their capital structure. For this, companies have had to adopt corporate governance practices that allow them to strengthen their corporate reputation, be sustainable over time, and offer their investors and interest groups reliable, transparent and profitable information in the future.

This research is carried out through quantitative and qualitative methods, respectively: a longitudinal study, by monitoring companies in the last eight years, and experimental, by collecting information to prove the relationship between these two corporate dimensions.

Key Words: Corporate Governance, Capital Structure, Stock Market, Financial Indexes.

1. Introducción

El mercado de valores colombiano ha tenido gran importancia como fuente principal de recursos y financiamiento para las compañías. Las empresas que acceden al mercado de valores se hacen visibles para los grupos de interés; sin embargo, para participar de dicho mercado, se les exige cada vez mejores estándares de gobierno corporativo y desempeño financiero, lo que les permite fortalecer su reputación y comunicación mediante la entrega de información sobre su situación financiera y sus proyectos a futuro (Bolsa de Valores de Colombia [BVC], 2008b).

Las compañías que satisfacen dichas exigencias logran tener una ventaja competitiva, puesto que ejecutan su plan de negocio de una manera sobresaliente. Dicho de otro modo, estas exigencias contribuyen a que las empresas tengan un mejor rendimiento en sus utilidades y a que consigan beneficios a largo plazo, lo cual les garantiza sostenibilidad dentro de la economía nacional. Igualmente, el cumplimiento de las exigencias brinda mayor liquidez, mejoramiento en la imagen corporativa y fácil acceso a la financiación (Moreno Montalvo, 2018).

Debido a esta dinámica, el presente trabajo de grado realizará un análisis comparativo entre los cambios en las estructuras de capital y los estándares de gobierno para acceder a capital en el mercado de valores. Los años escogidos para llevar a cabo la investigación están comprendidos entre 2010 y 2018. En esta época, cinco compañías colombianas accedieron al mercado de valores con el propósito de mejorar su estructura de capital y calificar sus situaciones financieras y económicas. Entre estas empresas que emitieron acciones durante estos años se encuentran: Organización Terpel S. A. (2014), Almacenes Éxito S. A. (2011), Celsia S. A. E.S.P (2016), Grupo Argos S. A. (2013) y Carvajal Empaques S. A. (2012) (BVC, 2008a).

En este orden de ideas, se realiza un análisis longitudinal que refleja los cambios en los estándares de desempeño del gobierno corporativo en estas cinco compañías y en su estructura de capital, al emitir acciones, principalmente, en el mercado público de valores colombiano.

2. Objetivos

2.1 Objetivo general

Identificar los factores financieros y de gobierno corporativo que fueron impactados por el acceso de las cinco compañías al mercado público de valores entre 2010 y 2018.

2.2 Objetivos específicos

- 2.2.1 Evidenciar el conjunto de variables que influyen en la estructura de capital y el desempeño financiero de las cinco compañías en el mercado público de valores entre 2010 y 2018.
- 2.2.2 Identificar los cambios que ocurren en la estructura de capital de las cinco compañías que emitieron acciones entre 2010 y 2018.
- 2.2.3 Identificar las prácticas de gobierno corporativo adoptadas por las cinco compañías que emitieron acciones entre 2010 y 2018.

3. Situación de estudio – Problema

Las empresas colombianas se enfrentan a un mundo globalizado que requiere capital fresco para ejecutar los planes de negocio. El acceso a dicho capital tiene impactos en el desempeño financiero y, por consiguiente, en la exigencia de mayores requerimientos y aplicación de estándares de gobierno corporativo. En este sentido, es importante entender cómo el ingreso de las empresas colombianas al mercado público de valores entre 2010 y 2018 tuvo un impacto en la estructura administrativa y en la financiación de las cinco compañías mencionadas. Se observó que gracias a la participación en el mercado público de valores, las compañías en cuestión lograron obtener una eficiente estructura de capital y un desempeño financiero positivo.

A través de la emisión de acciones las compañías pueden disminuir su nivel de endeudamiento, disminuir el costo de financiación y hacer más asequibles los créditos del sistema financiero. Todo esto es posible gracias a que así acceden a capitales frescos, sin necesidad de recurrir a financiamientos bancarios, lo que reduce el apalancamiento y flexibiliza la estructura de capital de la empresa. Así lo sostiene Sergio Salinas Rivas:

El mercado de valores permite la canalización directa de los fondos del inversionista al empresario. Una oferta pública de valores puede ayudar a generar una imagen empresarial positiva, tanto a nivel de clientes como proveedores e incluso en el propio sistema bancario. La mayor visibilidad y transparencia en la información sobre la empresa le permite a esta obtener beneficios a futuro tales como: mejorar imagen comercial, mejorar posición del producto que vende en el mercado, reducir costos financieros para inversiones futuras (1998, p. 66).

Teniendo en cuenta que existen diferentes medios para que una compañía acceda a financiamiento (deudas con entidades bancarias o emisión de bonos o acciones), dichas compañías deben optar por realizar un análisis sobre los pros y los contras antes de tomar la decisión sobre cuál es el medio más conveniente. Para ello, es necesario analizar ciertas variables, como el costo de financiación, los riesgos y la relación de deuda/patrimonio, entre otros. Tal evaluación permite optar por alternativas de menor costo que generan mayor rentabilidad para la organización. De acuerdo con un estudio realizado en Chile:

En economías emergentes como la nuestra, es común encontrar que las empresas deben adecuarse rápidamente a nuevas realidades, lo que implica un crecimiento sustantivo con el propósito de ingresar a los mercados

externos. Esta realidad plantea planes de inversión de envergadura, con necesidades de financiamiento importantes, lo que significa que la empresa deba mantener una estructura de financiamiento adecuado. En estas circunstancias la alternativa del endeudamiento generaría una inadecuada estructura Deuda/Capital, lo que hace indispensable plantear una política de financiamiento combinado de capital (emisión de acciones) y deuda (Bolsa de Comercio de Santiago & Bolsa de Valores de Santiago, 2002, p. 4).

El acceso de las compañías al mercado público de valores obliga a que estas tengan unos estándares de gobierno corporativo más exigentes. De esta forma, estas pueden brindar información confiable y veraz a los diferentes grupos de interés. Como se había dicho, la adhesión a estas exigencias del mercado público de valores permite a las compañías mejorar su gobernabilidad y sostenibilidad en el largo plazo.

En ese sentido, cabe esperar una relación directa entre las prácticas de gobierno corporativo y el acceso a capital en el mercado público de valores. De este modo:

El gobierno corporativo influye en el acceso de la firma al financiamiento externo y al desarrollo del mercado de capitales a través del control de las expropiaciones de los accionistas internos o controladores, y por lo tanto aumenta la confianza de los inversionistas. El acceso de la empresa a la financiación externa parece estar influido, entre otras cosas, por el coste del capital para una empresa y las decisiones de financiación (o estructura de capital) de la empresa. En este sentido, el gobierno corporativo se vincula con el coste del capital social de la empresa y su modelo de financiación (Haque, Arun, & Kirkpatrick, 2008, p. 7)¹.

Así las cosas, este trabajo de grado se realiza con el ánimo de mostrar los beneficios que reciben las compañías en su desempeño financiero y la eficiencia en su estructura de capital cuando acceden al mercado público de valores. Para ello, se presentará el caso de cinco compañías que participaron del mercado público de valores entre los años 2010 y 2018. Asimismo, se mostrará que el acceso a dicho mercado contribuye a la adopción de prácticas de gobierno que, además de favorecer el acceso a capital, permiten fortalecer la imagen corporativa a través de sus prácticas transparentes y responsables en la divulgación de la información.

¹ Traducción propia. En el original: “corporate governance influences the firm’s access to external finance and capital market development through controlling the insiders’ and/or controlling shareholders’ expropriation, and thus enhancing the investors’ confidence³⁴. The firm’s access to external finance seems to be influenced, among others, by the cost of capital³⁵ to a firm and the firm’s financing (or capital structure) decisions. In this connection, this section reviews how corporate governance is linked with the firm’s cost of equity capital and its financing pattern”.

Dado que son pocos los estudios de este tipo, este trabajo de grado servirá como referente para las compañías que aún no se han listado para acceder a capital y que, por tanto, pueden adoptar dicho método de financiación.

4. Marco de referencia conceptual

Para el desarrollo de esta investigación abordaremos documentos bibliográficos de la temática y de cada empresa objeto de estudio, así como las prácticas de gobierno corporativo adoptadas para ingresar al mercado público de valores. Igualmente, mediante una comparación de los indicadores financieros de cada compañía, se buscará comprobar el impacto y los cambios en el desempeño financiero antes y después de la emisión de acciones. Con todo lo anterior, se pretende demostrar cómo se afectó la estructura de capital de las cinco empresas colombianas.

4.1 Estructura de capital

La bolsa de valores es un mercado en donde se adquieren o se venden acciones y otros instrumentos financieros. Esa interacción entre la oferta y la demanda es la que determina los precios o cotizaciones de los activos. En el mercado de capitales se encuentran los títulos valores de las compañías, títulos que son parte del capital de una compañía que utiliza dichos recursos para hacer sus negocios y conseguir rentabilidades. La bolsa, entonces, no es otra cosa que el intermediario que hace la gestión de las transacciones relativas a los títulos de las compañías (Delgado Álvarez, s.f.).

Las empresas optan por cotizar en la bolsa de valores porque por medio de una emisión de acciones pueden conseguir recursos sin necesidad de pedir préstamos bancarios. No obstante, para participar en el mercado público de valores la compañía debe tener una estructura de capital sólida, que le permita generar rendimientos suficientes para solventar su crecimiento y financiamiento.

En consecuencia, cuando una compañía decide salir a operar en el mercado de valores, debe contar con la preparación de los siguientes lineamientos:

Formulación de un ‘equity story’ adecuado que desarrolle una propuesta de inversión atractiva para los inversores sobre la base de un plan de negocio ambicioso pero creíble, con hitos comprobables, objetivos medibles y palancas constatables. [...] Los órganos de gobierno corporativo deben estar en funcionamiento según los estándares de mercado, ya que es fundamental que los intereses de los inversores minoritarios sean adecuadamente defendidos y las responsabilidades del consejo de administración estén claramente definidas. [...] Definición de la estructura adecuada para la oferta de las acciones, de forma que el tamaño resulte atractivo y la liquidez de las acciones suficiente, una vez estas estén cotizadas; y que el balance de la

compañía resulte acorde con su plan estratégico y el tipo de inversor al que se dirigirá la oferta sea idóneo (Furió, 2018, párr. 8-10).

Una vez realizada la emisión, la definición del precio de la acción de la compañía será otorgada por los inversionistas, quienes se basarán en el desempeño financiero y en el crecimiento de la compañía.

Se conoce como estructura de capital a las diferentes fuentes de financiación con las cuales puede contar una compañía, esto es: dinero propio (capital) o dinero prestado (pasivo). Es importante encontrar un equilibrio entre ambas fuentes de financiación, por eso:

El objetivo de maximizar el valor de mercado de la empresa supone encontrar la combinación de fondos propios y deuda que minimiza el coste de capital de dicha empresa. Los estudios y aportaciones sobre la estructura de capital pueden agruparse entre aquellos cuyo objetivo es maximizar la riqueza de los accionistas y aquellos basados en las teorías directivas y que se plantean en términos de la maximización de la utilidad de los directivos (Fonseca Díaz & Gascón García-Ochoa, 2011, p. 2).

Existen varios determinantes de la estructura de capital. Primero, la cantidad total de activos tangibles de la compañía, que tiene una alta relación con su nivel de endeudamiento. Segundo, la rentabilidad, es decir, la utilidad/ activos, un indicador que arroja información puntual sobre el estado de una compañía. Por lo tanto, a mayor índice de rentabilidad menores tendencias a utilizar deuda para financiarse. Tercero, el ciclo de vida de la empresa, pues a través del tiempo cambian las fuentes de financiamiento de las compañías pequeñas. Dependiendo del punto en el que estén en tamaño y tiempo, se necesitará más o menos financiación. Por último, el tamaño y edad de la empresa, es decir, si es grande, medianas o pequeña, y el número de años transcurrido desde que esta se creó. En relación con lo que se mencionó anteriormente, a mayor tamaño y edad mayor endeudamiento. Por las menores asimetrías en la información y la trayectoria dentro de un mercado es mucho más fácil y posible acceder a fuentes de financiación (Mejía Amaya, 2013).

4.2 Prácticas de gobierno corporativo

El gobierno corporativo es una cuestión importante del desempeño de una empresa. No solo incluye el ámbito financiero, sino que refiere a un conjunto de regulaciones que protegen a la empresa y garantizan el cumplimiento de los estándares impuestos por cada compañía para el

desarrollo confiable de sus respectivos procesos. En el caso colombiano, la Bolsa de Valores Colombiana (BVC) conserva información pública que resulta útil a las compañías que desean emitir acciones sobre los estándares y reglamentos correspondientes con el fin de proveer garantías sobre la legalidad del proceso. Entre otros archivos, se encontrarán las respectivas normas corporativas, los estatutos, los código-país, los manuales de ética, los reglamentos de asamblea, los comités y las respectivas políticas internas exigidas por la BVC (2019).

Para ingresar al mercado de valores una compañía debe contar con reglamentos legales establecidos no solo para garantizar la confiabilidad a los inversionistas y avalar la transparencia en las acciones realizadas por la empresa, sino también para clarificar quién controla y quién gobierna el desarrollo de cada actividad dentro de esta. Se considera un buen gobierno corporativo:

Si el Gobierno Corporativo nos muestra la forma como una empresa es dirigida y controlada, esto es las “reglas de juego” que los participantes siguen cuando desarrollan sus actividades o transacciones para con la empresa. Entonces mejor será ese Gobierno Corporativo, cuanto más satisfactorias para todos los participantes resulten tales reglas (Corporación Andina de Fomento, 2010, p. 14).

Por lo tanto, se deben seguir principios básicos, como el respeto a los derechos de los accionistas, la equidad, la transparencia en la información y la eficiencia en el cumplimiento de los objetivos establecidos. De este modo no solo se proporciona un ambiente de seguridad en el desarrollo del eje principal de la empresa, también se ayuda a superar algunos problemas, como la asimetría de información, el riesgo moral y la selección adversa dentro de la empresa. No se debe olvidar que esos problemas pueden afectar la parte económica y, por lo tanto, la credibilidad de cara a los grupos de interés (Vélez Pachón, 2007).

5. Metodología

Esta investigación se realiza mediante un estudio longitudinal y experimental apoyado en diferentes documentos bibliográficos, tanto fuentes académicas teóricas como bases de datos de las compañías en estudio. Se indagará la necesidad de las compañías de acceder a capital y gestionar su estructura de capital de manera eficiente. Por ello, se buscará obtener los estados financieros de estas compañías a través de fuentes públicas, pues tienen información de libre acceso.

Asimismo, mediante un análisis comparativo entre los estándares de desempeño de gobierno corporativo y de la estructura de capital de cada compañía, antes y después de ingresar al mercado público de valores. En ese orden de ideas, primero se ofrecerá una explicación de por qué cada compañía utilizó el mercado público de valores como medio de financiación. Además, se indicarán las posibles razones por las cuales no adoptó otros medios de financiamiento.

Luego, se realizará una tabla comparativa de las principales variables financieras (históricas) antes y después de ingresar al mercado público de valores. Más adelante, se calcularán los indicadores financieros, como: índices de rentabilidad ROIC, ROA Y ROE, margen Ebitda, Índice de Propiedad, Índice de Endeudamiento Financiero y total, Índice de Apalancamiento Financiero y total, el cumplimiento del Gobierno Corporativo de cada Compañía, y se analizará el impacto que tuvieron cuando la compañía ingresó a la bolsa. Esta información se obtendrá de la publicación de informes anuales, de la encuesta código país, de la independencia de la junta y del código de un buen gobierno corporativo para las cinco compañías que iniciaron la emisión de acciones entre los años 2010 y 2018. Por último, se detallarán los estándares de desempeño de gobierno de cada compañía, enfatizando en las prácticas que tuvieron que implementar al salir a operar en el mercado público de valores. Igualmente, se mostrará cómo evolucionaron las prácticas de gobierno corporativo de las compañías en estudio, después de su acceso al mercado de valores.

Con dicha información acerca del gobierno corporativo de las cinco empresas se realiza una tabla que registra cuáles fueron las medidas adoptadas por cada una.

6. Resultados financieros

Se realizó el estudio del comportamiento financiero de las cinco compañías (Organización Terpel S. A., Almacenes Éxito S. A., Celsia S. A. E.S.P., Grupo Argos S. A. y Carvajal Empaques S. A.) que tuvieron acceso a capital en el período comprendido entre 2010 y 2018. Durante este período, se pretende identificar cómo se afecta la estructura de capital de las empresas mencionadas. Para ello, se reunieron variables financieras que influyen tanto en la estructura de capital como en el desempeño financiero: el capital del accionista, la deuda financiera, activos, pasivos, utilidad del ejercicio y los índices de rentabilidad (ROIC, ROA Y ROE), margen Ebitda, índice de propiedad, índice de endeudamiento financiero y total, índice de apalancamiento financiero y total. Tal información permitió identificar los cambios en la estructura de capital en los períodos antes y después de la emisión de acciones.

Las siguientes son las definiciones de cada uno de los indicadores financieros:

ROIC: retorno sobre el capital invertido: es un indicador que pone en relación los beneficios generados (cuenta de pérdidas y ganancias) con los activos de la empresa (balance).

Fórmula: $\text{utilidad neta} / (\text{deuda financiera} + \text{patrimonio}) * 100$.

ROA: rentabilidad de los activos. Mide la rentabilidad de la empresa.

Fórmula: $\text{utilidad neta} / \text{activos totales} * 100$.

ROE: las utilidades netas, qué porcentaje representan sobre el patrimonio. Cuál es el rendimiento de la inversión del accionista.

Fórmula: $\text{utilidad neta} / \text{patrimonio} * 100$.

Margen Ebitda: representa la cantidad que por cada peso de ingresos se convierta en la caja, con el fin de atender el pago de impuestos, apoyar las inversiones, cubrir la deuda y repartir utilidades.

Fórmula: $\text{Ebitda} / \text{ingresos operacionales} * 100$.

Margen operacional: rentabilidad de la compañía en desarrollo de su objeto social. Representa cuánto reporta cada peso de ingresos en la generación de utilidad operacional.

Fórmula: $\text{utilidad operacional} / \text{ingresos operacionales} * 100$.

Índice de propiedad: indica cuánto del activo total pertenece a los accionistas.

Fórmula: patrimonio/activos totales*100.

Índice de endeudamiento financiero: porcentaje que representan las obligaciones financieras de corto y largo plazo con respecto a los activos de la compañía.

Fórmula: obligaciones financieras/total activos*100.

Índice de endeudamiento total: refleja el grado de apalancamiento que corresponde a la participación de los acreedores en los activos de la compañía.

Fórmula: total pasivos/total activos*100.

Índice de apalancamiento financiero: porcentaje que representan las obligaciones financieras de corto y largo plazo con respecto a los activos de la compañía.

Fórmula: obligaciones financieras/total activos*100.

Índice de apalancamiento total: mide el grado de compromiso del patrimonio de los accionistas para con los acreedores de la compañía.

Fórmula: pasivo total/patrimonio*100.

Apalancamiento financiero total: mide el grado de compromiso del patrimonio de los accionistas para atender obligaciones financieras.

Fórmula: pasivo con entidades financieras/patrimonio *100.

6.1 Organización Terpel S. A.

La Organización Terpel S. A. realizó emisión de acciones en el período 2012. Se realizó el análisis de sus indicadores financieros en un período de tiempo de 2008 a 2018, período en el cual se puede evidenciar el impacto que produjo el acceso a capital (Organización Terpel S.A., 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b, 2018). Así, en el año 2013 la compañía presentó un alza en los indicadores de rentabilidad (ROIC, ROA, ROE). Asimismo, para el mismo año disminuyó su nivel de endeudamiento financiero, gracias a que la compañía realizó una fusión ascendente (la filial absorbe a la empresa matriz) entre Proenergía Internacional S. A., Sociedad de Inversiones de Energía S. A. y Terpel del centro S. A. Las compañías absorbidas tenían acciones en la Organización Terpel S. A.

En el año 2013 se realizó la inscripción de las acciones de la organización en la Bolsa de Valores de Colombia. Por lo anterior, en el año 2013 tuvo un incremento en el índice de propiedad de los accionistas de 54,8 % (Organización Terpel S.A., 2014b).

En general, esta compañía presentó comportamientos cíclicos de acuerdo con sus operaciones. Su margen operativo o de beneficio neto se mantuvo alto durante el período de estudio. Sin embargo, para los años 2013 y 2014 este margen presentó una disminución debido a la fusión mencionada. Debido a lo anterior, la organización pudo haber tenido problemas para cubrir sus costos fijos.

En las gráficas de sus ratios financieros se puede concluir que los resultados de la emisión impactaron la compañía directamente en sus indicadores, ocasionando un comportamiento cíclico durante este período de tiempo (véanse figuras 1 y 2). Asimismo, para el período 2015 al período 2018, se presentó un crecimiento que afectó positivamente a la compañía.

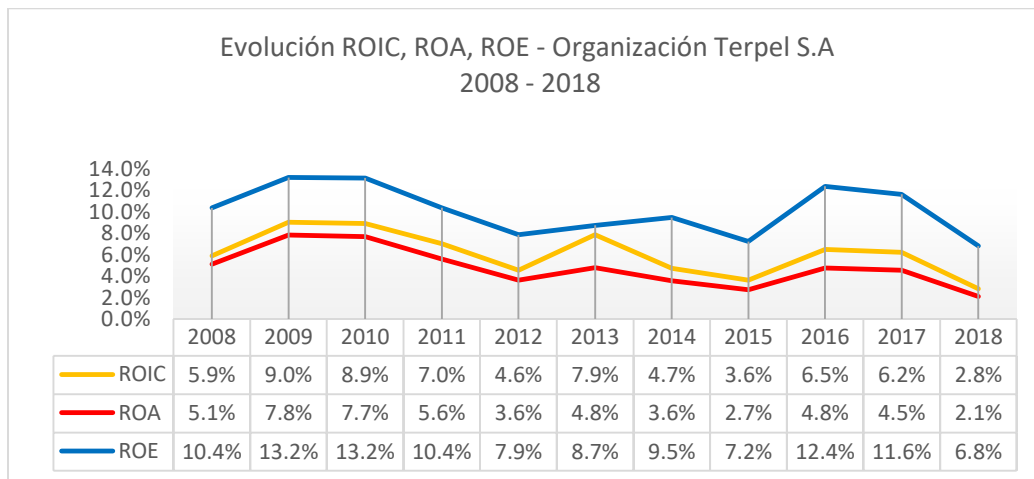


Figura 1. Evolución ROIC, ROA y ROE - Organización Terpel S. A. 2008-2018

Fuente: elaboración propia.

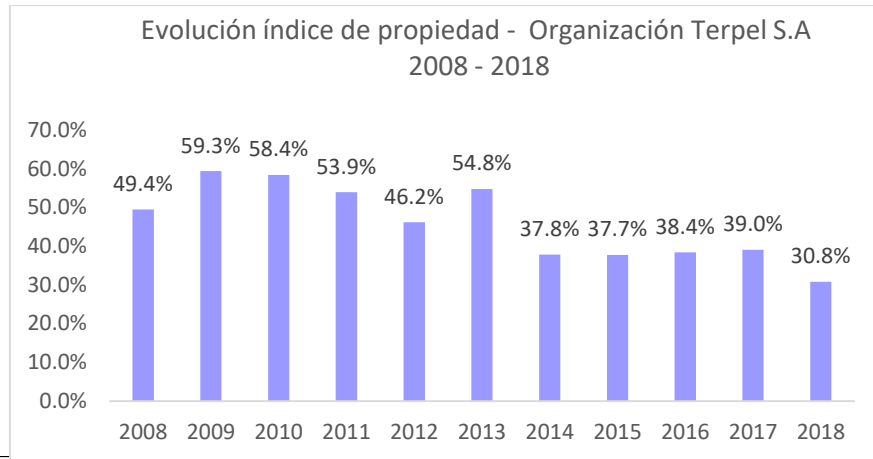


Figura 2. Evolución índice de propiedad - Organización Terpel S. A. 2008-2018

Fuente: elaboración propia.

La figura 3 muestra un comportamiento desfavorable para el margen de beneficio operativo de la compañía a partir del año 2010. Así pues, se observa una tendencia negativa. Lo anterior indica que la compañía está recibiendo menos ingresos por cada peso que vende.



Figura 3. Evolución margen operacional - Organización Terpel S. A. 2008-2018

Fuente: elaboración propia.

Las figuras 4 y 5 muestran un comportamiento favorable del nivel de endeudamiento y apalancamiento a partir del año 2014. Durante 2012 y 2013, años en los cuales la compañía tiene acceso a capital, se evidencia un decrecimiento en su nivel de endeudamiento. En general, la

tendencia positiva es constante, ya que la compañía tiene más posibilidad de fortalecer su estructura de capital en la medida en que conserva niveles moderados de deuda financiera.

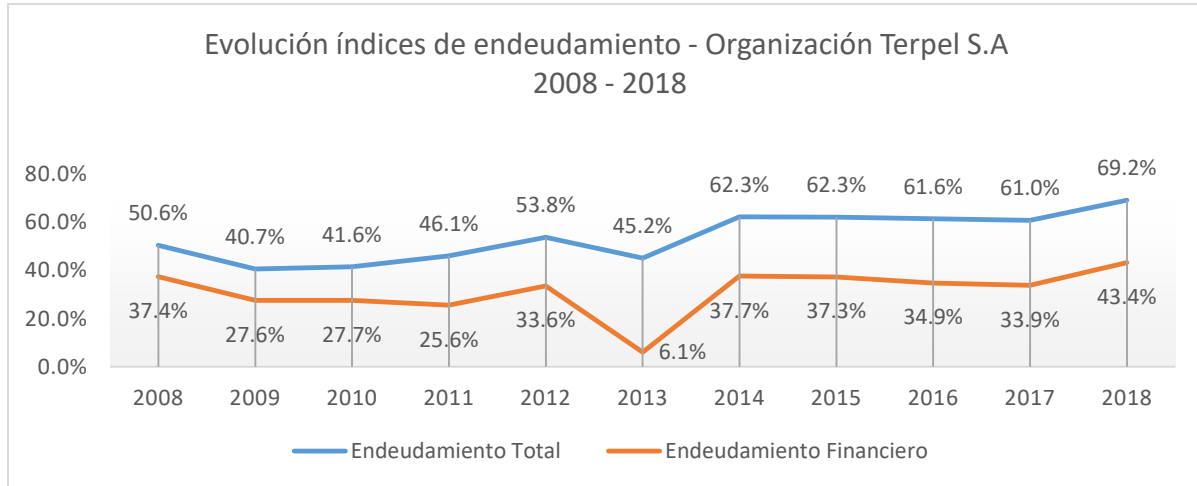


Figura 4. Evolución índice de endeudamiento - Organización Terpel S. A. 2008-2018

Fuente: elaboración propia.

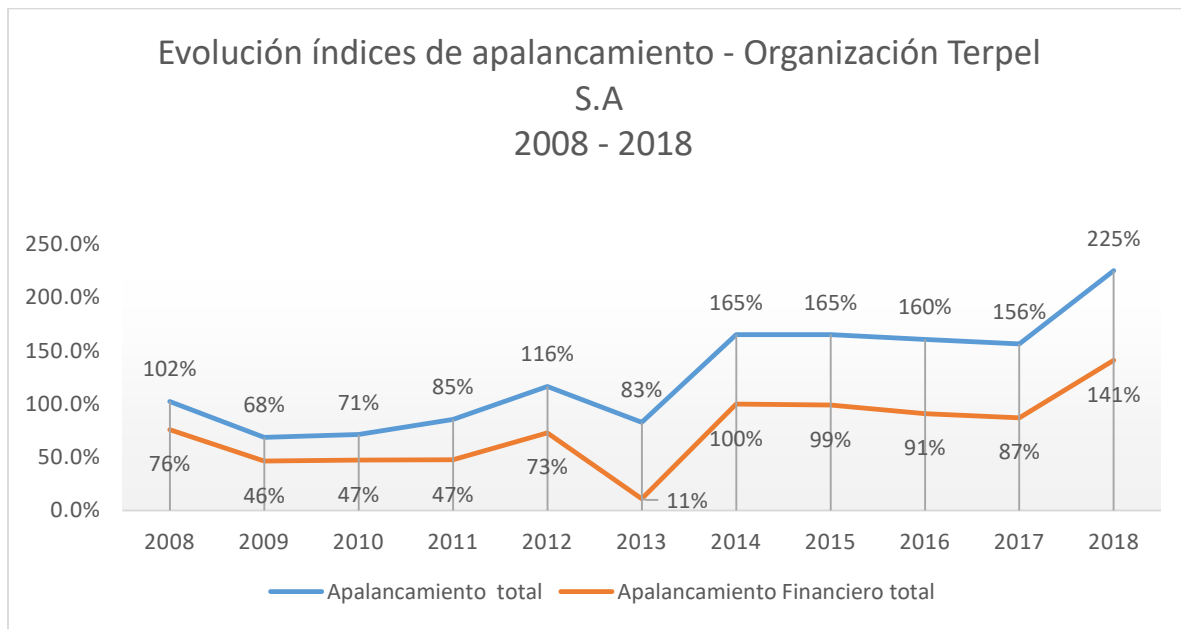


Figura 5. Evolución índice de apalancamiento - Organización Terpel S. A. 2008-2018

Fuente: elaboración propia.

6.2 Almacenes Éxito S. A.

Almacenes Éxito S. A. es una compañía multilatin, líder del mercado al detal en Suramérica. En Colombia están presentes con el Grupo Éxito; en Brasil, con el Grupo Pão de Açúcar; en Uruguay, con los Grupos Disco y Devoto y en Argentina, con Libertad (Grupo Éxito S.A., 2019).

Almacenes Éxito S. A. realizó emisión de acciones en el período 2011. El tiempo de análisis de sus ratios financieros fue de 2008 a 2018, período en el cual se puede evidenciar el impacto que produjo el acceso a capital (Grupo Éxito S.A., 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013b, 2014b). De las gráficas de sus ratios financieros se puede concluir que los resultados de la emisión impactaron la compañía positivamente; sin embargo, aunque para el período 2015 y 2016 la compañía presentó decrecimiento en su rentabilidad debido a los niveles de deuda adquiridos para nuevos proyectos de inversión, se recuperó nuevamente para los períodos 2017 y 2018 (véase figura 6).

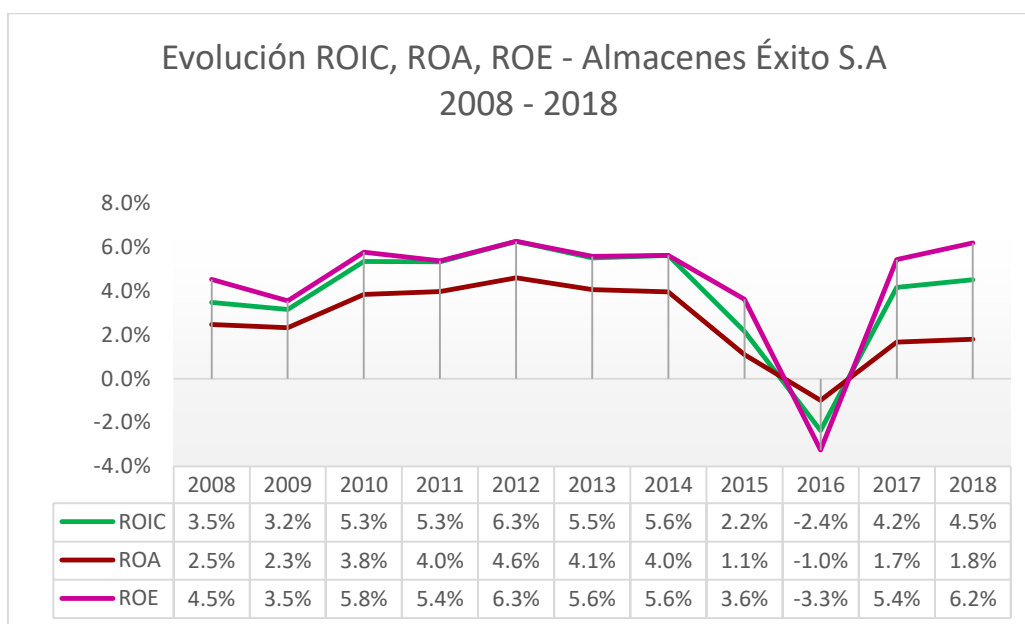


Figura 6. Evolución ROIC, ROA y ROE Almacenes Éxito S. A. 2008-2018

Fuente: elaboración propia.

En la figura 7 se puede observar que el activo que pertenece a los accionistas presenta un comportamiento creciente en los períodos del 2008 al 2014; sin embargo, del 2015 al 2018 se

observa un decrecimiento que posiblemente se dio por adquirir un mayor nivel de endeudamiento.

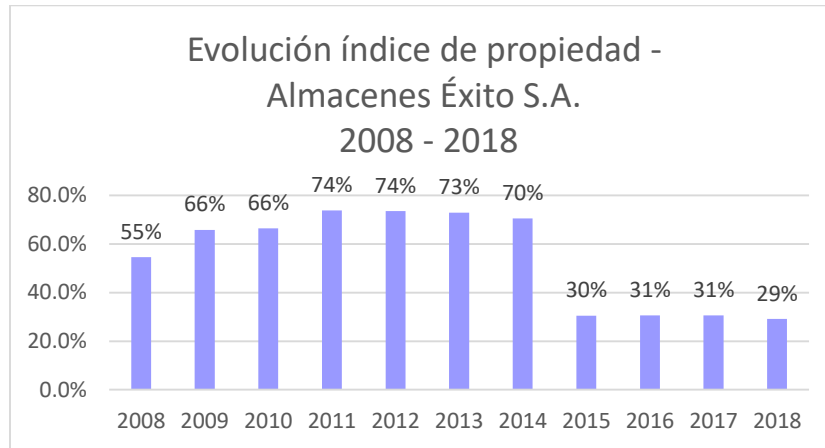


Figura 7. Evolución índice de propiedad - Almacenes Éxito S. A. 2008-2018

Fuente: elaboración propia.

Para los períodos del 2008 a 2014 Almacenes Éxito S. A. presenta una evolución positiva en su margen Ebitda (véase figura 8). Dicho de otra manera, este resultado ayuda a la compañía a tener mayor liquidez para atender todas sus necesidades financieras, como deudas, impuestos, reparto de utilidades e inversiones. Sin embargo, se observa que para el período de 2015 a 2018 la compañía empezó a tener menores resultados, lo que puede obedecer a mayores inversiones que aún no se han visto reflejadas en su margen Ebitda.

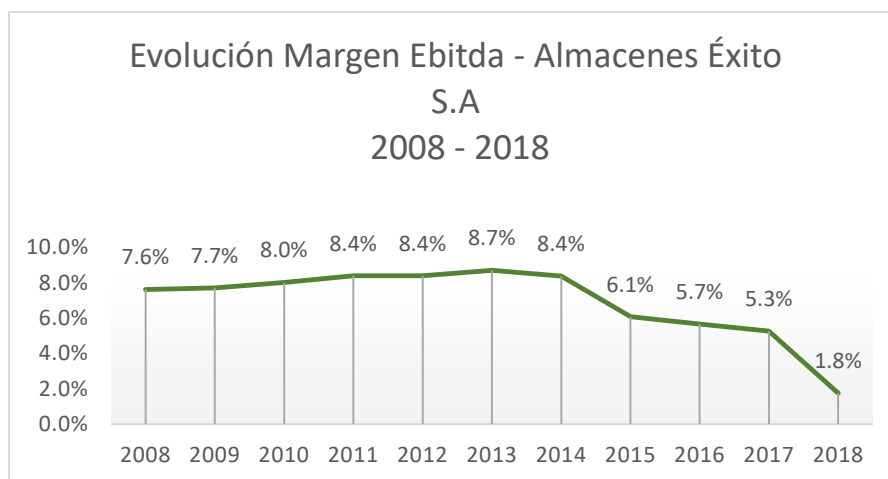


Figura 8. Evolución margen Ebitda - Almacenes Éxito S. A. 2008-2018

Fuente: elaboración propia.

La figura 9 y 10 muestran un comportamiento favorable del nivel de endeudamiento y apalancamiento de la compañía a partir de 2011 y hasta 2014, período posterior al acceso a capital. Se puede evidenciar una tendencia a la baja, lo cual es positivo, porque la compañía tiene más posibilidad de fortalecer su estructura de capital en la medida que disminuye su nivel de deuda financiera. Sin embargo, se observa que para 2015 la compañía adquirió mayor nivel de endeudamiento, lo que obedece a nuevas inversiones realizadas, y para los años posteriores a 2015 la deuda se conserva en menores niveles.

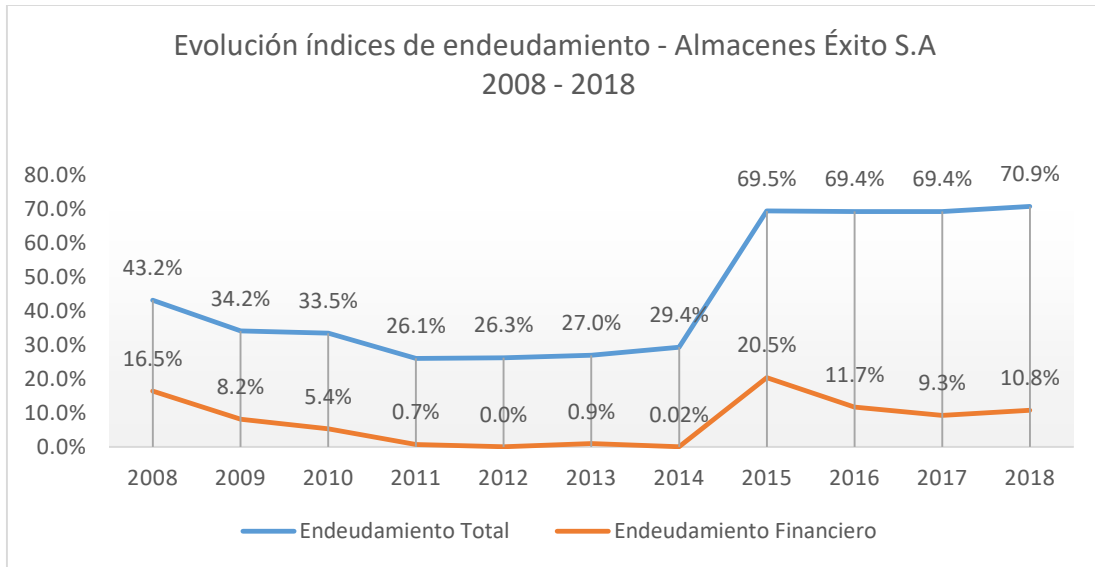


Figura 9. Evolución índice de endeudamiento - Almacenes Éxito S. A. 2008-2018

Fuente: elaboración propia.

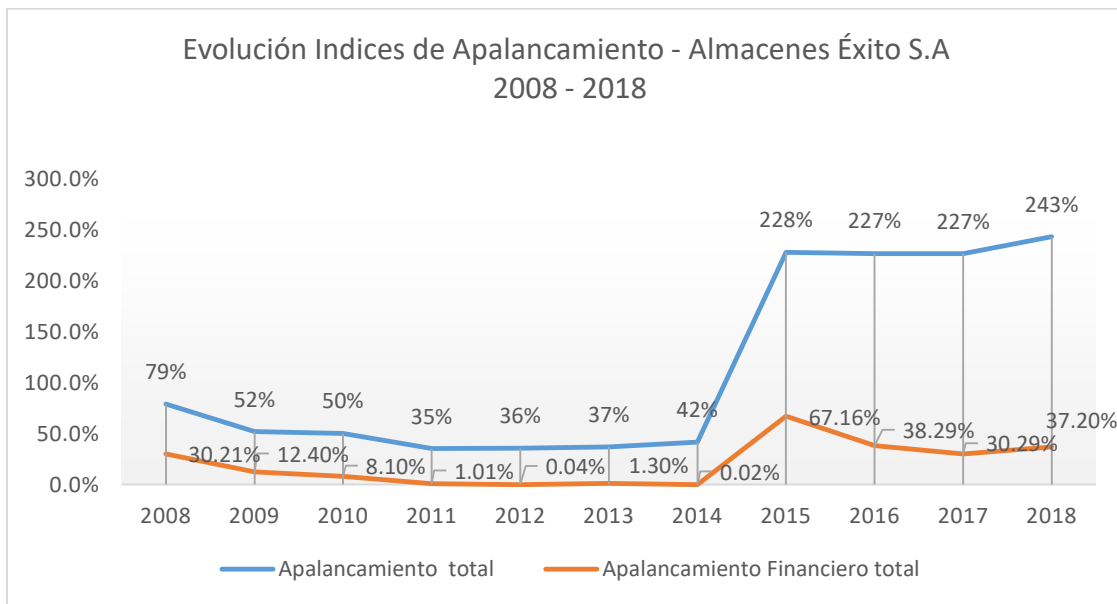


Figura 10. Evolución índice de apalancamiento - Almacenes Éxito S. A. 2008-2018

Fuente: elaboración propia.

6.3 Celsia S. A. E.S.P

Celsia es la empresa de energía del Grupo Argos que genera y transmite energía eficiente de fuentes renovables con respaldo térmico (Celsia S.A., 2019).

Celsia S. A. E.S.P. realizó emisión de acciones en el período 2016. El tiempo de análisis de sus ratios financieros fue de 2012 a 2018, período en el que se puede evidenciar el impacto que produjo el acceso a capital (Celsia S.A., 2012, 2013, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b, 2018b, 2019). Como se observa en la figura 11, la compañía presentó en 2015 una caída de sus índices de rentabilidad. Ya para el año de la emisión de acciones, 2016, se empezó a recuperar, y estos los resultados de la emisión impactaron positivamente la compañía.

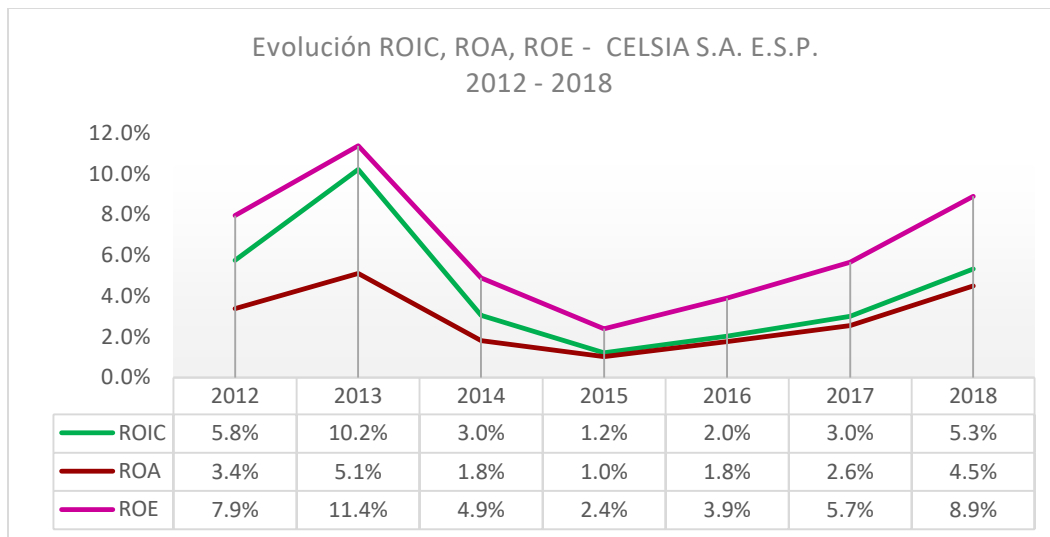


Figura 11. Evolución ROIC, ROA y ROE - Celsia S. A. E.S.P. 2012 - 2018

Fuente: elaboración propia.

El índice de propiedad de Celsia S. A. E.S.P. presentó un comportamiento creciente durante los períodos analizados, tal como se evidencia en la figura 12. Así, la compañía pudo no solo ofrecer a sus accionistas una buena salud financiera, a partir de su liquidez, sino aprovechar nuevas oportunidades de inversión y de financiación.

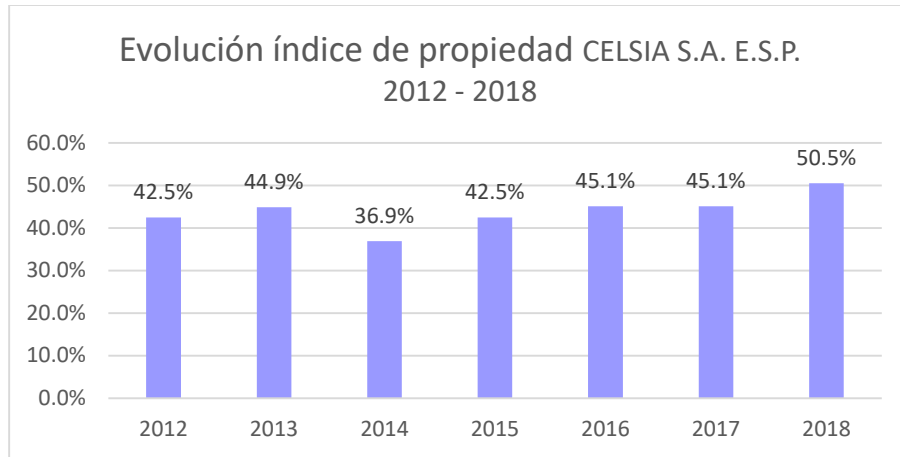


Figura 12. Evolución índice de propiedad - Celsia S. A. E.S.P. 2012 - 2018

Fuente: elaboración propia.

De acuerdo con los resultados obtenidos en la figura 13 se puede concluir que el margen Ebitda de la Compañía Celsia S. A. E.S.P. se ha mantenido constante para los períodos analizados. Tuvo, sin embargo, una caída en el 2015, debido tanto a menores niveles de generación de energía en sus plantas térmicas, por causa la época de sequía o del fenómeno de El Niño, como al pago de la energía con el denominado precio de escasez. No obstante, para los años siguientes su crecimiento fue positivo. Dicho resultado contribuye a que la compañía tenga hoy mayor liquidez para atender todas sus necesidades financieras: deudas, impuestos, reparto de utilidades e inversiones.

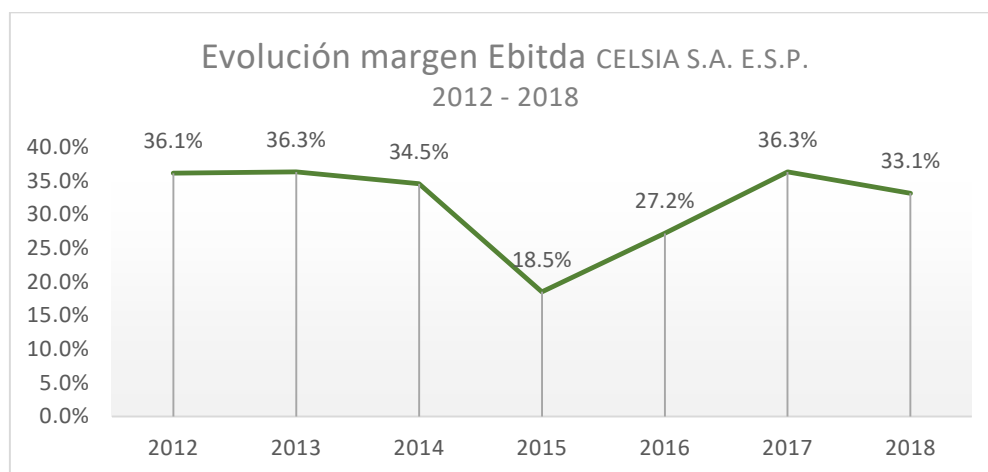


Figura 13. Evolución margen Ebitda - Celsia S. A. E.S.P. 2012 – 2018

Fuente: elaboración propia.

Las figuras 14 y 15 muestran un comportamiento decreciente del nivel de endeudamiento y apalancamiento de la compañía a partir de 2016, año en el cual tuvo acceso a capital. Se puede evidenciar una tendencia a la baja, lo cual es positivo, ya que la compañía tiene más posibilidad de fortalecer su estructura de capital en la medida en que disminuye su nivel de deuda financiera.

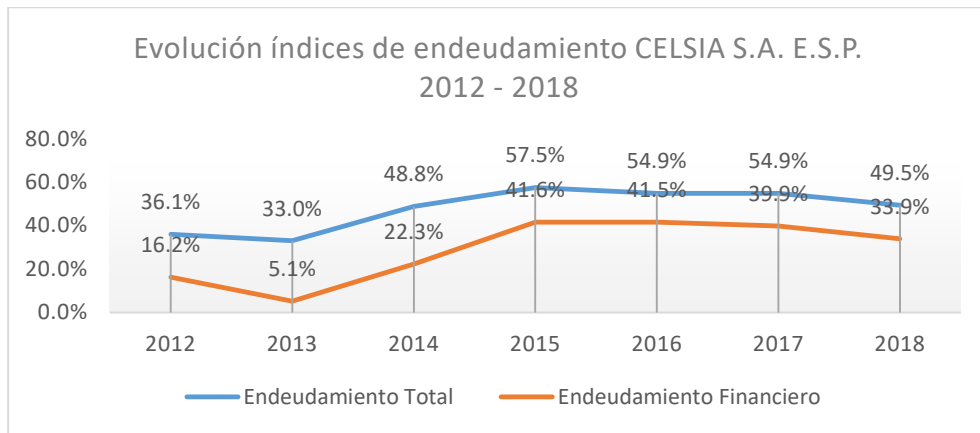


Figura 14. Evolución índice de endeudamiento - Celsia S. A. E.S.P. 2012 – 2018

Fuente: elaboración propia.

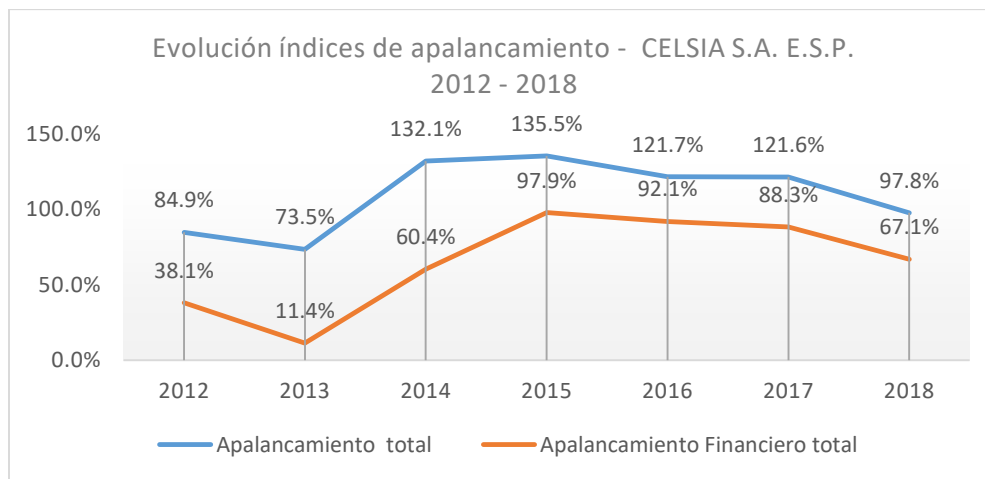


Figura 15. Evolución índice de apalancamiento - Celsia S. A. E.S.P. 2012 – 2018

Fuente: elaboración propia.

6.4 Grupo Argos S. A.

Grupo Argos es una matriz de inversiones sostenibles en infraestructura (Grupo Argos S.A., 2019). El Grupo Argos S. A. tiene amplia trayectoria en el mercado público de valores. En esta oportunidad, se decidió analizar dicha empresa para identificar cómo se presentan sus ratios financieros. De acuerdo con los resultados obtenidos en el período de tiempo analizado comprendido entre 2008 y 2018 (véase figura 16), se observa un comportamiento constante y positivo en sus índices de rentabilidad (Grupo Argos S.A., 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b, 2018b). En 2009, el Grupo Argos S. A. presentó un incremento en sus ratios que obedecieron a inversiones en otros negocios (energéticos, financieros y de alimentos).

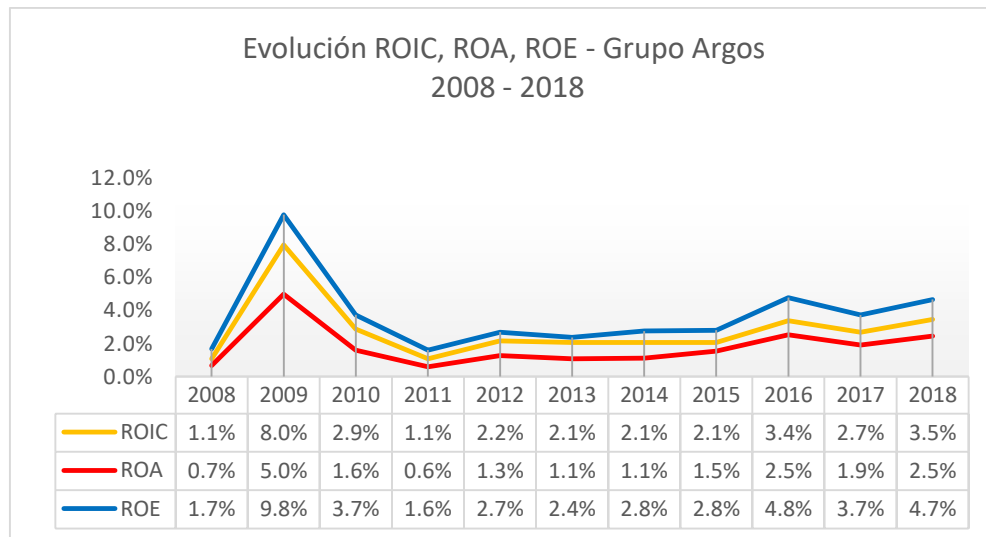


Figura 16. Evolución ROIC, ROA y ROE – Grupo Argos S. A. 2008 - 2018

Fuente: elaboración propia.

En la figura 17 se analizó el índice de propiedad de Grupo Argos S. A. La compañía presentó un comportamiento constante para los períodos analizados. Dicho comportamiento obedeció a un mayor valor de los activos en relación con el patrimonio; sin embargo, los resultados son favorables para los accionistas.

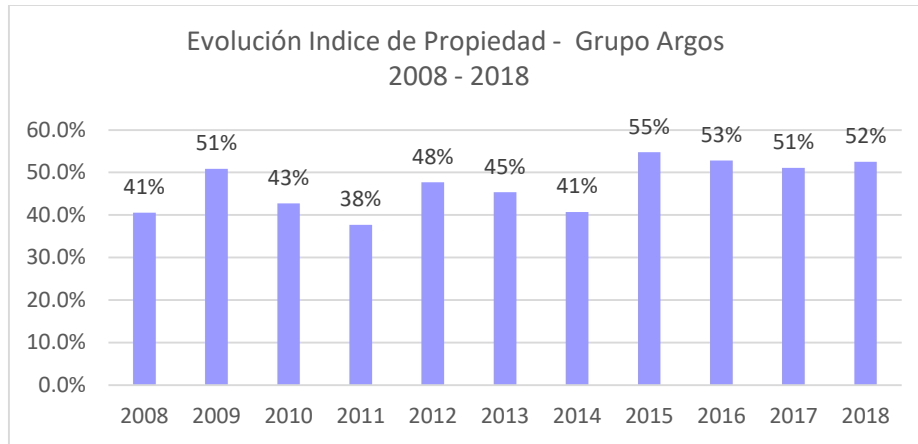


Figura 17. Evolución índice de propiedad - Grupo Argos S. A. 2008 – 2018

Fuente: elaboración propia.

Cabe resaltar que las ratios financieras obtenidos de Grupo Argos S. A., para los períodos analizados, han sido constantes y con tendencia positiva, dado que es una compañía consolidada en el mercado con un amplio portafolio de inversión que le permite mantenerse y posicionarse como una compañía con la liquidez suficiente para atender a todas sus necesidades financieras.

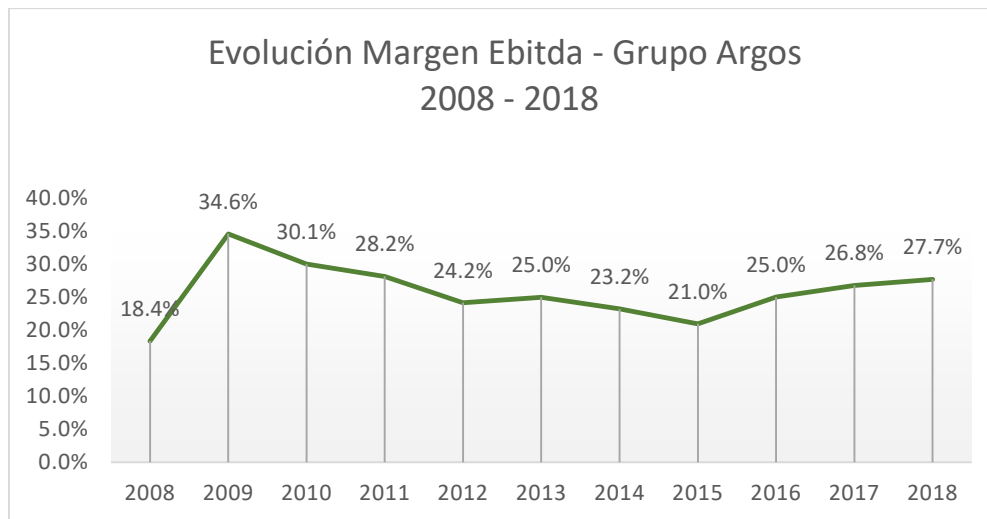


Figura 18. Evolución margen Ebitda - Grupo Argos S. A. 2008 – 2018

Fuente: elaboración propia.

Las figuras 19 y 20 muestran un comportamiento con tendencia positiva del nivel de endeudamiento y apalancamiento. Y aunque es una compañía con trayectoria en el mercado de valores, y esto ayuda a tener un nivel de deuda eficiente, tiene inversiones representativas que no solo impactan su estructura, sino que a largo plazo muy seguramente se verán reflejadas en la rentabilidad y eficiencia de la administración de su deuda financiera.

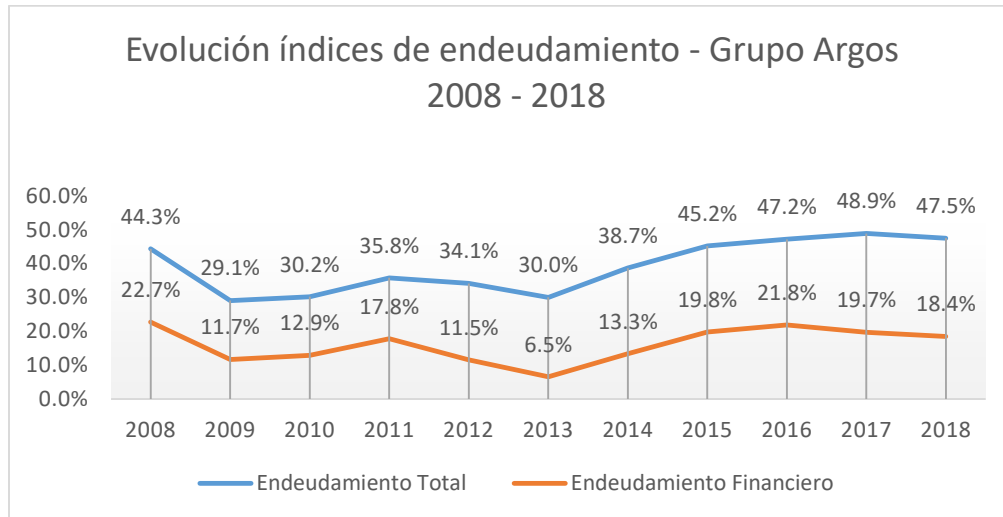


Figura 19. Evolución índice de endeudamiento - Grupo Argos S. A. 2008 – 2018

Fuente: elaboración propia.

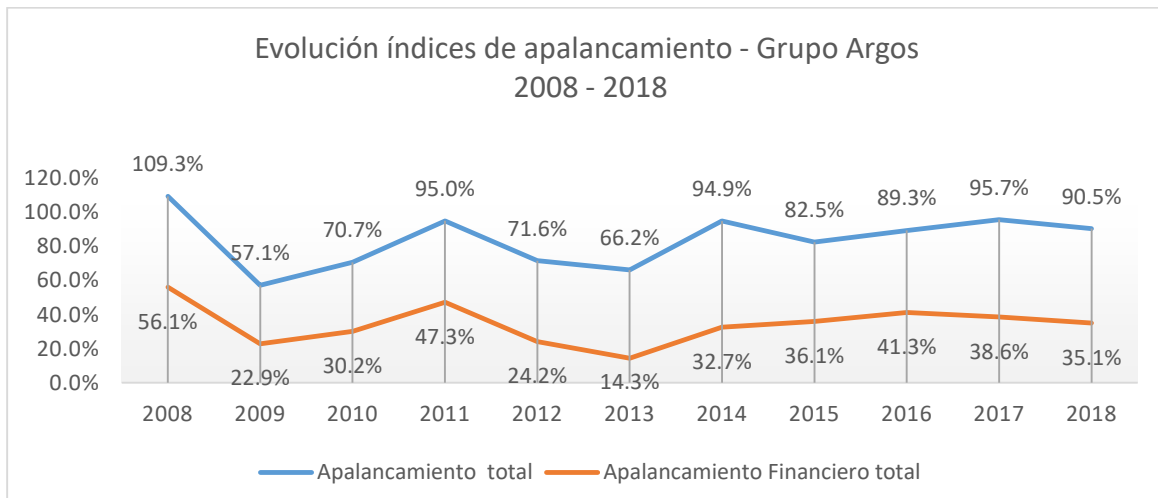


Figura 20. Evolución índice de apalancamiento - Grupo Argos S. A. 2008 – 2018

Fuente: elaboración propia.

6.5 Carvajal Empaques S. A.

Carvajal Empaques S. A. realizó emisión de acciones en el período 2012. Se realizó el análisis de sus indicadores financieros en el período comprendido entre 2008 y 2018, en el cual se puede evidenciar el impacto producido por el acceso a capital (Carvajal Empaques S.A., 2010, 2011, 2012b, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b, 2018).

Carvajal Empaques S. A. se especializa en la realización de empaques plásticos, térmicos, espumados y metálicos.

En 2014 Carvajal Empaques presentó una disminución en sus indicadores de rentabilidad y margen operacional debido al aumento en los gastos operacionales, es decir, en los gastos de ventas y administrativos de la compañía. Lo anterior se debió al aumento en los gastos de transporte por el incremento en ventas en México. Por último, para 2016 su salud financiera estuvo estable, con alzas en sus ratios de rentabilidad (ROE, ROA, ROIC). Esta alza tuvo lugar a pesar de que la situación macroeconómica mundial estuvo sujeta a muchos altibajos, debido a situaciones económicas y geopolíticas que afectaron el PIB mundial y, por ende, el PIB de Colombia, que se ubicó en un 2 % por encima respecto al año 2015. El crecimiento mencionado correspondió a la buena gestión administrativa de la casa matriz de la compañía durante este año.

El ingreso operacional y la utilidad neta crecieron con respecto al año anterior por el mejoramiento en los márgenes del negocio. El incremento también fue consecuencia en el ahorro en gastos fijos. Durante este período la compañía vendió las organizaciones que desarrollaban actividades en el negocio editorial. Además, se realizó una alianza con la firma chilena de arrendamientos de Máquinas Royal Rental S. A. Asimismo, para Carvajal Empaques S. A. la gestión del talento humano fue fundamental para obtener resultados favorables durante 2016.

Como consecuencia, sus ingresos operacionales aumentaron. El margen Ebitda tuvo un incremento del 24 %. De igual manera, la compañía dispuso de planes de eficiencia y optimización de su capital de trabajo, lo que contribuyó a una mejora en la caja y a disminuir el apalancamiento financiero. A manera de conclusión, estas acciones realizadas fueron positivas para Carvajal Empaques S. A.

En las gráficas de sus ratios financieros (véase figuras 21 y 22), se puede concluir que los resultados de la emisión impactaron la compañía directamente en sus indicadores, lo cual ocasionó un comportamiento cíclico durante este período de tiempo. Asimismo, para el período

2015 a 2017 hubo un crecimiento. Sin embargo, para el período 2018 los indicadores muestran un crecimiento negativo (2014, p, 31).

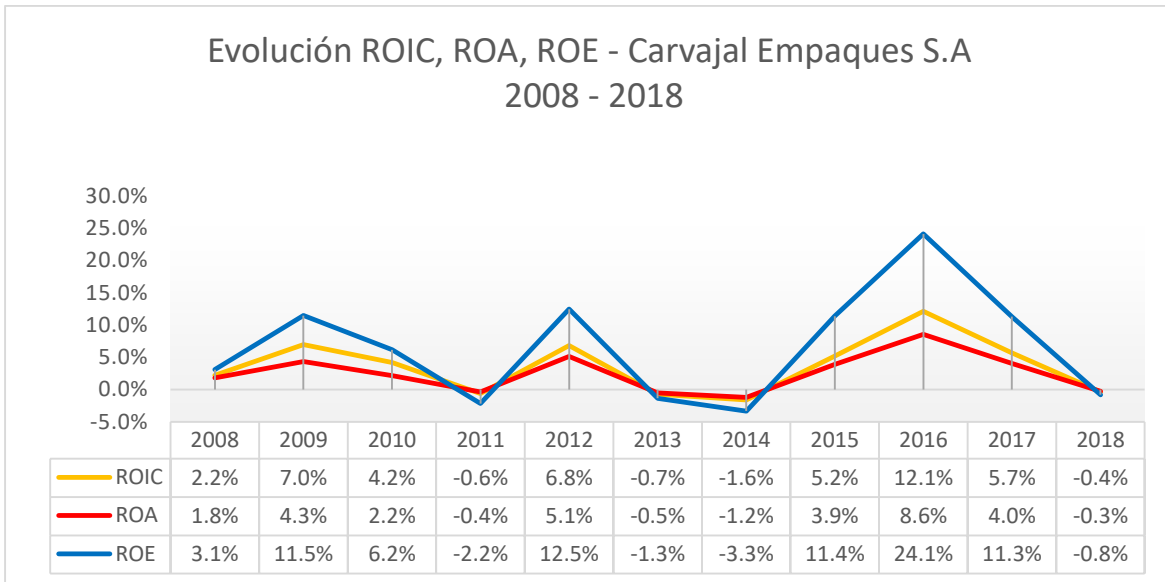


Figura 21. Evolución ROIC, ROA y ROE – Carvajal Empaques S. A. 2008 - 2018

Fuente: elaboración propia.

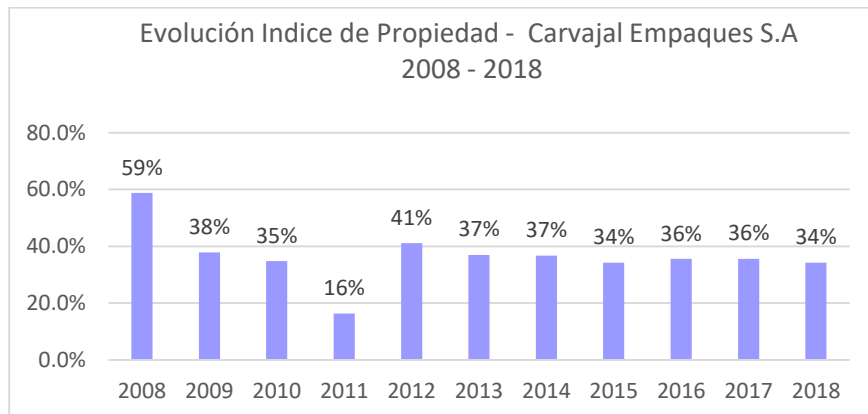


Figura 22. Evolución índice de propiedad - Carvajal Empaques S. A. 2008 - 2018

Fuente: elaboración propia.

La figura 23 muestra un comportamiento cíclico en el margen de beneficio operativo de la compañía. Igualmente, para los años comprendidos entre 2014 y 2017 se evidencia un

crecimiento en este indicador. En cambio, se observa una tendencia negativa hacia el último año, 2018. Lo anterior indica que la compañía está recibiendo menos ingresos por cada peso que vende.

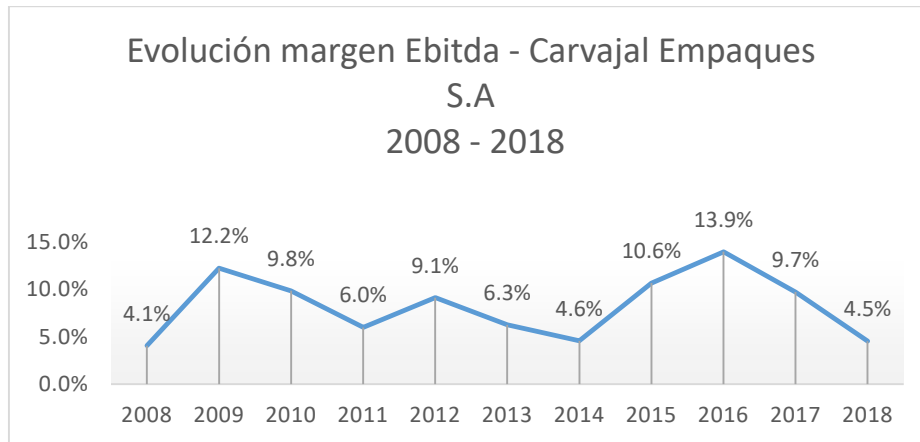


Figura 23. Evolución margen operacional - Carvajal Empaques S. A. 2008 - 2018

Fuente: elaboración propia.

Las figuras 24 y 25 muestran un comportamiento favorable del endeudamiento y del apalancamiento de la compañía a partir de 2012, año en el cual tuvo ingreso a capital. En general, la tendencia creciente y estable de este índice es positiva; este nos indica que la compañía tiene más posibilidad de fortalecer su estructura de capital.

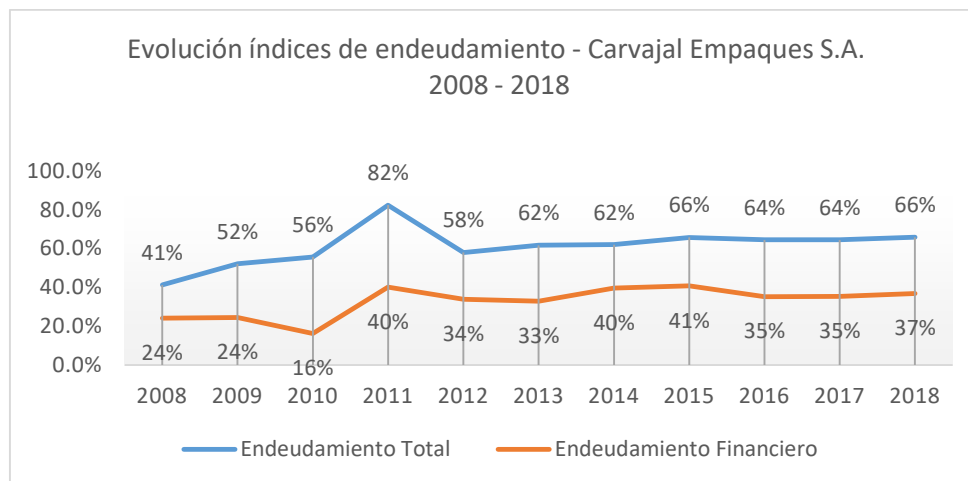


Figura 24. Evolución índice de endeudamiento - Carvajal Empaques S. A. 2008 - 2018

Fuente: elaboración propia.

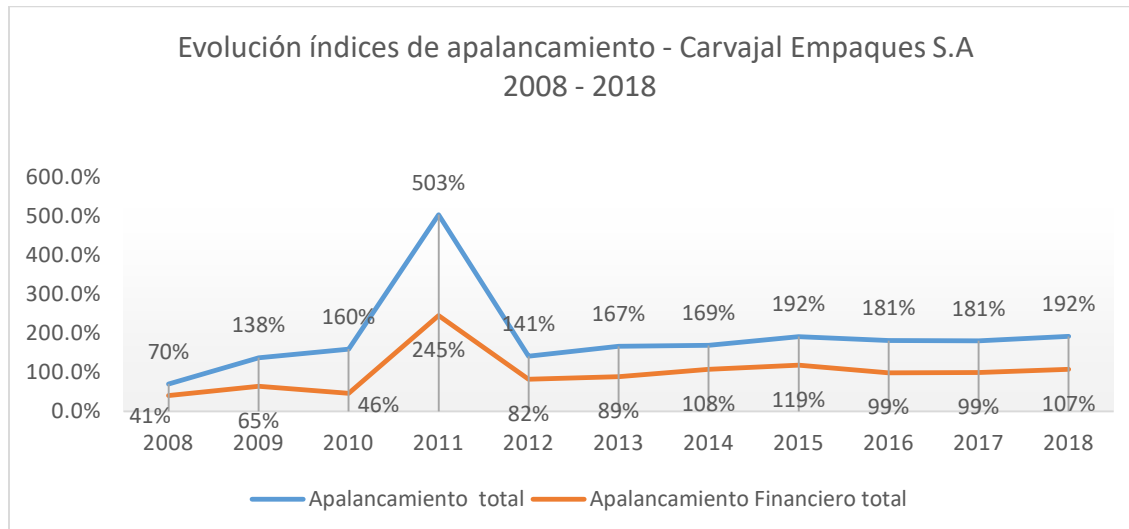


Figura 25. Evolución índice de apalancamiento - Carvajal Empaques S. A. 2008 - 2018

Fuente: elaboración propia.

7. Resultados las prácticas de gobierno corporativo

En la investigación realizada se encontró que las cinco empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia en el período comprendido 2010 y 2018 han establecido el gobierno corporativo con el propósito de dar cumplimiento a los lineamientos y reglas impartidas por los reguladores de valores. Además, el gobierno corporativo ayuda a la junta directiva de cada compañía en la supervisión eficiente del desempeño financiero y permite la veracidad y transparencia de la información publicada para los diferentes grupos de interés.

Las cinco compañías de estudio han adoptado las diferentes prácticas de gobierno que les permiten garantizar la veracidad de la información y posicionarse como compañías financieramente sostenibles. Dentro de los resultados hallados, se evidencia cómo cada compañía de estudio tiene cimentado su plan de gobierno corporativo. En las figuras 26 y 27 se presenta cómo está conformado este gobierno en la actualidad.



Figura 26. Conformación Gobierno Corporativo Compañías Organización Terpel S. A., Almacenes Éxito S. A. y Celsia S. A. E.S.P.

Fuente: elaboración propia con información de Organización Terpel S. A. 2017. Almacenes Éxito S. A. 2018. Celsia S. A. E.S.P. 2018.



Figura 27. Conformación Gobierno Corporativo Compañías Grupo Argos S. A. y Carvajal Empaques S. A.

Fuente: elaboración propia con información de Grupo Argos S. A. 2017. Carvajal Empaques S.A. 2018.

La Superintendencia Financiera de Colombia presenta la normativa de gobierno corporativo que deben adoptar las compañías que desean acceder al mercado público de valores. Esta investigación permitió identificar no solo cómo se tuvieron que preparar las cinco empresas en temas de gobierno corporativo para poder acceder al mercado de valores, sino también cuáles han sido los cambios que han adoptado para dar cumplimiento a los requerimientos de la Superintendencia Financiera de Colombia. Dichos cambios están sustentados en las circulares publicadas por este ente regulador. La primera circular contempla lo siguiente:

Circular externa 007 de 2011 (febrero 10) Estructura del Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia.

El Código cuenta con un conjunto de medidas y recomendaciones concretas que pueden ser adoptadas por los emisores de valores en materia de:

1. Asamblea General de Accionistas.
2. Junta Directiva.
3. Revelación de información financiera y no financiera.
4. Solución de controversias (Colombia. Superintendencia Financiera, 2011, p. 2).

La segunda circular contempla lo siguiente:

Circular externa 028 de 2014 (septiembre 30) Estructura del nuevo Código País.

El código está integrado por 33 medidas, que agrupan hasta 148 recomendaciones que pueden ser adoptadas por los emisores de valores en materia de:

1. Derechos y trato equitativo de los accionistas.
2. Asamblea General de Accionistas.
3. Junta Directiva.
4. Arquitectura de control.
5. Transparencia e información financiera y no financiera.

El diligenciamiento de la encuesta deberá reflejar la situación del emisor frente a las recomendaciones del Código País durante el período comprendido entre enero y diciembre del año inmediatamente anterior a su diligenciamiento, reporte y envío. El objetivo de este reporte es informar al mercado de valores sobre la implementación o no de las recomendaciones del código por parte de cada emisor (Colombia. Superintendencia Financiera, 2014, p. 1).

Como lo expresa la Superintendencia Financiera, el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo por parte de cada una de las cinco compañías estudiadas fue medido con los resultados obtenidos en la Encuesta Código país. De acuerdo con los datos reflejados en la figura 28, se demuestra que el cumplimiento de cada una de las compañías es, en general, positivo (Carvajal Empaques S.A., 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a; Celsia S.A., 2018a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a; Grupo Argos S.A., 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a, 2018a; Grupo Éxito S.A., 2013a, 2014a, 2015, 2016, 2017, 2018; Organización Terpel S.A., 2014a, 2015a, 2016a, 2017a).

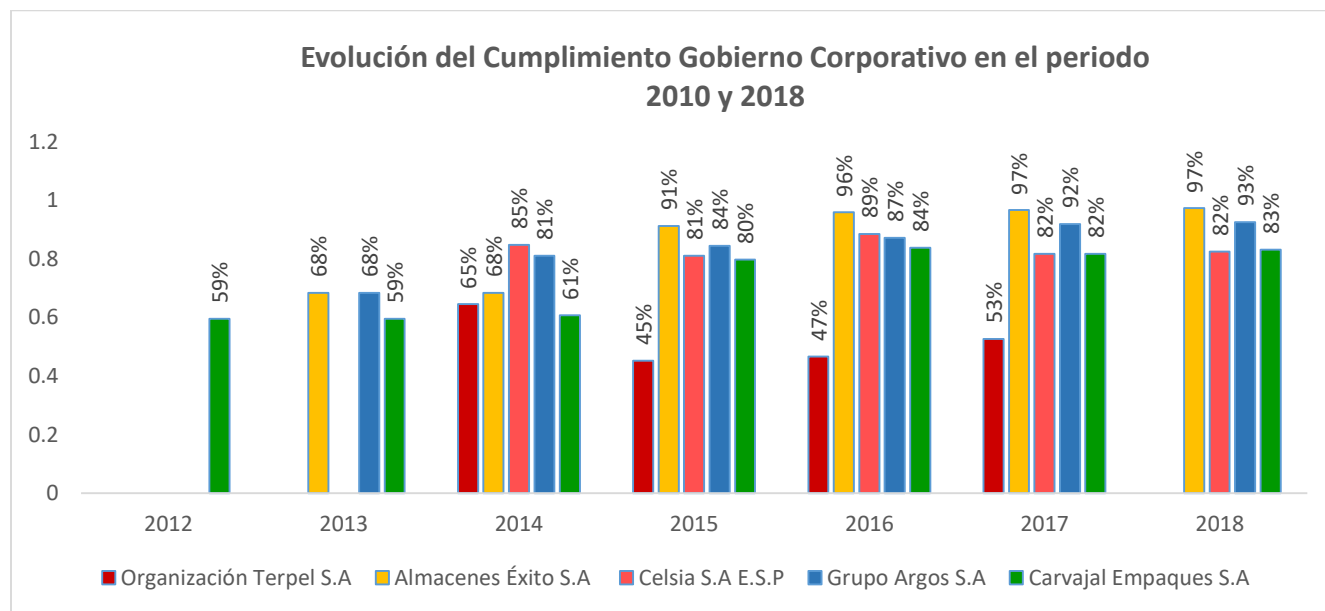


Figura 28. Cumplimiento gobierno corporativo de las cinco compañías analizadas que emitieron acciones entre 2010 y 2018.

Fuente: elaboración propia.

Para 2014 la Organización Terpel S. A. presentó un 64,56 % de cumplimiento. El último año evaluado para esta compañía fue 2017, en el que hubo una modificación en la encuesta Código país, pues número total de preguntas pasó de 79 a 148. La encuesta de 2017 mostró un cumplimiento de 52,70 %, es decir, de 78 preguntas en total. Almacenes Éxito S. A., para el año 2013, cumplió con 54 de 79 de las preguntas de la encuesta Código país. En el último año evaluado (2018), se observó un incremento en el total de preguntas de la encuesta Código país: pasó de 79 a 148 preguntas. La compañía en cuestión mostró un cumplimiento de 144 preguntas, lo cual impactó positivamente en la organización.

Para la compañía Celsia S. A. E.S.P. se evidencia un cambio positivo respecto de la encuesta Código país. Entre los años vistos (2014-2018), también se exhibió un incremento en el total de preguntas establecidas: pasó de 79 a 148 preguntas para 2018. Para este último año, el total de cumplimiento fue de 122 preguntas.

La situación del Grupo Argos S. A. es similar a la de la compañía Celsia S. A. E.S.P., esto es, presentó un incremento en el total de preguntas en la encuesta Código país y, asimismo, en el cumplimiento de estas: un total de 92,57 % para 2018, en comparación con un 68,35 % para 2013. Por último, la compañía Carvajal Empaques S. A. también mostró mejoras en el cumplimiento de la encuesta Código país.

Entre los años de estudio, en 2012 cumplió un 59,49 % del total de preguntas, mientras que en 2018 cumplió con un 83,11 %.

8. Conclusiones y recomendaciones

Este trabajo de investigación permite demostrar la importancia y las ventajas que las empresas colombianas tienen al acceder al mercado público de valores. Estas ventajas se reflejan en mejoras en su eficiencia en las estructuras de capital y los cambios obtenidos en sus índices financieros antes y después de la emisión de acciones. Además, la adopción de prácticas de gobierno corporativo, necesarias para acceder al mercado público de valores, contribuyen a su reputación mediante la transparencia en la información publicada. Esto hace que las empresas sean vistas por los grupos de interés como compañías confiables y sostenibles en el tiempo.

La experiencia en la elaboración de este trabajo demostró que, en efecto, la información para compañías que han accedido al mercado público de valores es más abundante y presenta una mejor calidad. Por ende, la profundidad del análisis solo logra hacerse con compañías que tengan buena información financiera antes de la emisión.

Se puede concluir que la BVC, al exigir, por un lado, mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las compañías que ingresan al mercado accionario y, por otro, las encuestas de Código país, obliga a las compañías disciplinarse en el manejo de la información financiera y en el área corporativa. En este caso de estudio las cinco compañías tuvieron un incremento en el cumplimiento de sus pautas de gestión. Esto es un punto positivo para las respectivas organizaciones. Ingresar al mercado de valores requiere trabajar constantemente en la información financiera y administrativa. Esto, a su vez, atrae nuevos inversionistas y permite obtener financiación para crecer y obtener beneficios a largo plazo.

Se realizó un análisis longitudinal que arrojó resultados concretos acerca del efecto de la entrada al mercado de capitales sobre la estructura de capital y, por ende, en sus índices financieros. Los resultados fueron, en general, positivos para las cinco compañías. La emisión de acciones permitió tener un crecimiento y equilibrio en su estructura financiera. De igual manera, les permitió mejorar en su posibilidad de ejecutar su plan de negocio. Por lo tanto, algunas pudieron disminuir su nivel de endeudamiento financiero y mejoraron su posibilidad de crecimiento dentro de la industria. Sin embargo, dos de las compañías dentro de las cinco estudiadas evidenciaron un comportamiento similar decreciente en sus indicadores de rentabilidad durante los años 2008-2018: la Organización Terpel S. A. y Carvajal Empaques S. A.

Por un lado, la Organización Terpel S. A. presentó una caída pronunciada en sus indicadores de rentabilidad (ROIC, ROA, ROE) durante 2012. Igualmente, aumentó su endeudamiento financiero para este mismo año. Lo anterior se debe a que la compañía realizó una fusión con Gas Natural Comprimido S. A. sin la operación previa de emisión de acciones; esta transacción habría sido difícil de ejecutar porque habría disminuido la fortaleza del balance.

Por otro lado, la compañía Carvajal Empaques S. A. mostró, hacia 2011, un incremento en su nivel de endeudamiento financiero, debido a la adquisición de Convermex México, a la compra de la línea de producción de vasos de inyectados de EPS, a la compra de empaques Kudas Ltda. y a la adquisición de Moldeados S. A. (Carvajal Empaques S.A., 2011). En consecuencia, sus indicadores de rentabilidad de 2011 se vieron afectados y la utilidad neta fue negativa, debido al proceso de compra.

Finalmente, se puede concluir que las compañías que acceden al mercado de capitales presentan disminución en sus ratios de endeudamiento y apalancamiento financiero en los en sus períodos inmediatamente después de la emisión, lo que genera una mayor utilidad para la compañía y mejora los márgenes de rentabilidad. Sin embargo, una vez estabilizada e invertidos los recursos, se ven las rentabilidades recurrentes y el desarrollo de sus estrategias de crecimiento.

Referencias

- Bolsa de Comercio de Santiago, & Bolsa de Valores de Santiago. (2002). *Emisión de acciones como alternativa de financiamiento*. Santiago de Chile, Chile: Bolsa de Valores.
- Bolsa de Valores de Colombia [BVC]. (2008a). Listado de Emisores. Recuperado de <http://bit.ly/2ILfdtI>
- Bolsa de Valores de Colombia [BVC]. (2008b). Ser Emisor bvc, una decisión estratégica. Recuperado de <http://bit.ly/2mvp0nY>
- Bolsa de Valores de Colombia [BVC]. (2019). Normas corporativas. Recuperado de <http://bit.ly/2nydSqH>
- Carvajal Empaques S.A. (2010). *Balances generales consolidados al 31 de diciembre de 2010 y 2009 (expresados en miles de pesos colombianos)*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2011). *Balances generales consolidados al 31 de diciembre de 2011 y 2010 (expresados en miles de pesos colombianos)*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2012a). *Encuesta código país 2012: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2012b). *Informe anual 2012*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2013a). *Encuesta código país 2013: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2013b). *Informe anual 2013*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2014a). *Encuesta código país 2014: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2014b). *Informe anual 2014*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2015a). *Encuesta código país 2015: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2015b). *Informe anual 2015*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2016a). *Encuesta código país 2016: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2016b). *Informe anual 2016*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.

- Carvajal Empaques S.A. (2017a). *Encuesta código país 2017: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2017b). *Informe anual 2017*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Carvajal Empaques S.A. (2018). *Informe anual 2018*. Santiago de Cali, Colombia: Carvajal Empaques.
- Celsia S.A. (2012). *Reporte integrado 2012*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2013). *Reporte integrado 2013*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2014a). *Encuesta código país 2014: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2014b). *Reporte integrado 2014*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2015a). *Encuesta código país 2015: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2015b). *Informe de accionistas 2015: iluminando el futuro*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2016a). *Encuesta código país 2016: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2016b). *Informe de accionistas 2016: la energía que quieres*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2017a). *Encuesta código país 2017: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2017b). *Nuestra gestión 2017: la energía que quieres*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2018a). *Encuesta código país 2018: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2018b). *Nuestra gestión 2018: la nueva era de la energía nos impulsa al futuro*. Medellín, Colombia: Celsia.
- Celsia S.A. (2019). Sobre nosotros. Recuperado de <http://bit.ly/2oaJR0o>
- Colombia. Superintendencia Financiera. (2011). *Circular Externa 007 de 2011 (febrero 10): modificación de la Circular Externa 028 de 2007*. Bogotá, Colombia: Superintendencia Financiera.
- Colombia. Superintendencia Financiera. (2014). Circular Externa 028 de 2014 (septiembre 30): presentación del Nuevo Código País y adopción del Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas. Bogotá, Colombia: Superintendencia Financiera.

- Corporación Andina de Fomento. (2010). *Gobierno corporativo: lo que todo empresario debe saber*. Caracas, Venezuela: Corporación Andina de Fomento.
- Delgado Álvarez, M. (s/f). La Bolsa de Valores. En M. Delgado Álvarez (Ed.), *Curso de Finanzas Internacionales* (pp. 1–35). San Salvador, El Salvador: Universidad Centroamericana “José Simeón Cañas”.
- Fonseca Díaz, A., & Gascón García-Ochoa, F. (2011). La estructura de capital de la empresa. En A. Fonseca Díaz & F. Gascón García-Ochoa (Eds.), *Dirección Financiera ADE (Grupo E). Curso 2011 2012* (pp. 1–16). Oviedo, España: Universidad de Oviedo. Recuperado de <http://bit.ly/2lL5L9F>
- Furió, E. (2018). Salidas a Bolsa: una estrategia de crecimiento para las empresas. Recuperado de <https://bbva.info/2nlE0oD>
- Grupo Argos S.A. (2008). *Informe y estados financieros 2008*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2009). *Informe y estados financieros 2009*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2010). *Informe y estados financieros 2010*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2011). *Informe y estados financieros 2011*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2012). *Informe anual 2012*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2013a). *Consulta de encuesta código país 2013*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2013b). *Reporte integrado 2013*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2014a). *Consulta de encuesta código país 2014*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2014b). *Reporte integrado 2014*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2015a). *Consulta de encuesta código país 2015*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2015b). *Reporte integrado 2015*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2016a). *Consulta de encuesta código país 2016*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2016b). *Reporte integrado 2016*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2017a). *Consulta de encuesta código país 2017*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.

- Grupo Argos S.A. (2017b). *Reporte integrado 2017: infraestructura en armonía con la naturaleza*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2018a). *Consulta de encuesta código país 2018*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2018b). *Reporte integrado 2018: inversiones que transforman*. Medellín, Colombia: Grupo Argos.
- Grupo Argos S.A. (2019). Quiénes somos. Recuperado de <http://bit.ly/2nyJc8L>
- Grupo Éxito S.A. (2008). *Informe y balance 2008*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2009). *Informe y balance 2009*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2010). *Informe y balance 2010*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2011). *Los frutos que cosechamos: informe anual 2011*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2012). *Un nuevo año trabajando para que el cliente regrese: informe de gestión 2012*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2013a). *Encuesta código país 2013: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2013b). *Te rodeamos con todo lo que hace tu vida más feliz: informe de gestión 2013*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2014a). *Encuesta código país 2014: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2014b). *Generamos acción, generamos gestión: un año más creciendo para servirte: informe de gestión 2014*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2015). *Encuesta código país 2015: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2016). *Encuesta código país 2016: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2017). *Encuesta código país 2017: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2018). *Encuesta código país 2018: código de mejores prácticas corporativas - Colombia*. Envigado, Colombia: Grupo Éxito.
- Grupo Éxito S.A. (2019). Nosotros. Recuperado de <http://bit.ly/2mKAuUW>
- Haque, F., Arun, T., & Kirkpatrick, C. (2008). Corporate governance and capital markets: a conceptual framework. *Corporate Ownership and Control*, 5(2), 264–276.

- Mejía Amaya, A. (2013). La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo. *Finanzas y Política Económica*, 5(2), 141–160.
- Moreno Montalvo, G. (2018, diciembre 8). El mercado de capitales. *La República*. Recuperado de <http://bit.ly/2nqltYb>
- Organización Terpel S.A. (2008). *Informe de gestión 2008*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2009). *Informe de gestión 2009*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2010). *Informe anual Organización Terpel 2010*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2011). *Estados financieros 2011*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2012). *Estados financieros Organización Terpel S.A. 31 de diciembre de 2012*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2014a). *Encuesta código país 2014*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2014b). *Estados financieros Organización Terpel S.A. 31 de diciembre de 2014 (con cifras comparativas al 31 de diciembre de 2013) con el informe del Revisor Fiscal*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2015a). *Encuesta código país 2015*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2015b). *Organización Terpel S.A. y subsidiarias: estado de situación financiera consolidado (expresado en miles de pesos colombianos)*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2016a). *Encuesta código país 2016*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2016b). *Organización Terpel S.A. y subsidiarias: estados intermedios consolidados de situación financiera, clasificados. 31 de diciembre de 2016, 2015 y 2014 (cifras en miles de pesos colombianos)*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2017a). *Encuesta código país 2017*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2017b). *Organización Terpel S.A. y subsidiarias: estados intermedios consolidados de situación financiera, clasificados. 31 de diciembre de 2017 y 2016 (cifras en miles de pesos colombianos)*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Organización Terpel S.A. (2018). *Organización Terpel S.A. y subsidiarias: estados intermedios consolidados de situación financiera, clasificados. 31 de diciembre de 2018 y 2017 (cifras en miles de pesos colombianos)*. Bogotá, Colombia: Terpel.
- Salinas Rivas, S. (1998). El financiamiento empresarial a través de la emisión de valores: ventajas, desventajas y perspectivas. *Themis*, (37), 65–83.
- Vélez Pachón, F. (2007). Aproximaciones al gobierno corporativo en Colombia: incursión y desarrollos actuales. Perspectivas de aplicación en el Mercado de valores. *Criterio Jurídico*,

7, 367–402.