

**ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS GRANDES
EMPRESAS DEL SECTOR DE ALIMENTOS EN COLOMBIA (1999-2003).**

Ana María Pérez Rave

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA
MEDELLÍN
2005**

**ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS GRANDES
EMPRESAS DEL SECTOR DE ALIMENTOS EN COLOMBIA (1999-2003).**

Ana María Pérez Rave

Monografía para optar al título de Economista

Asesor

Carlos Alberto Acevedo Echeverri

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA
MEDELLÍN
2005**

Nota de aceptación

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Medellín, Agosto de 2005

AGRADECIMIENTOS

La autora expresa su agradecimiento a:

Carlos Alberto Acevedo Echeverry, Economista con especialización en Finanzas de la Universidad Eafit, (Medellín), por su asesoría y recomendaciones durante la elaboración de la Monografía.

Alejandro Piedrahita Borrero, Administrador de negocios de la Universidad Eafit, (Medellín), Jefe de Investigaciones económicas de Corfinsura, por su colaboración en el desarrollo de la Monografía.

CONTENIDO

	Pág
INTRODUCCIÓN	10
1. DEFINICIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL	11
1.1 La estructura de Capital	11
1.1.1 Definición	11
1.2 Descripción de la Estructura de Capital	11
1.3 Principales Teorías de la estructura de capital	14
1.3.1 La Teoría del Costo – Beneficio (“Trade - Off ”) de la Deuda	15
1.3.2 Teorías o enfoques relacionados con la Asimetría de la Información	16
1.4 Factores que afectan la estructura de capital	17
1.4.1 Los costos directos e indirectos relacionados con un Endeudamiento Alto	17
1.4.2. Situación Financiera de Corto Plazo	18
1.5 Incidencia de la Coyuntura Económica de un País en la Estructura de Capital	20
2. SECTOR DE ALIMENTOS EN COLOMBIA (Muestra del Estudio)	22
2.1 Importancia del sector de alimentos en Colombia	22
2.2 Estructura de Capital de las Compañías	24
3. ANÁLISIS DE LOS HALLAZGOS DEL ESTUDIO	30
3.1 Comportamiento de la Estructura de Capital de las Empresas Seleccionadas.	30
3.2 Comportamiento del Pasivo de las Compañías	32
3.3 Comportamiento del Patrimonio de las Compañías	42
CONCLUSIONES	
BIBLIOGRAFÍA	
ANEXOS	49

LISTA DE GRÁFICOS

	Pág
Gráfico 1. Modelo Costo – Beneficio	15
Gráfico 2. Estructura de Capital Promedio de las Compañías	30
Gráfico 3. Composición Promedio del Pasivo	33
Gráfico 4. Composición Promedio de las Obligaciones Financieras	38
Gráfico 5. Proveedores y Pasivo Corriente	41

LISTA DE TABLAS

	Pág
Tabla 1. PIB por ramas de actividad económica.	22
Tabla 2. PIB de la industria manufacturera.	23
Tabla 3. Conformación de las cuentas del Patrimonio.	26
Tabla 4. Conformación de las cuentas del Pasivo.	26
Tabla 5. Estructura de Capital Promedio de la muestras	30
Tabla 6. Composición Promedio del Pasivo Total de las Compañías.	33
Tabla 7. Participación Promedio de las cuentas del pasivo corriente sobre el Pasivo total y sobre el total pasivo corriente	33
Tabla 8. Participación Promedio de las cuentas del pasivo no corriente sobre el Pasivo total y sobre el total pasivo no corriente	35
Tabla 9. Composición Promedio de las Obligaciones Financieras.	37
Tabla 10. Promedio de las cuentas por pagar de las compañías.	41
Tabla 11. Participación promedio de las cuentas del Patrimonio	42
Tabla 12. Comportamiento promedio de las principales cuentas del Patrimonio	43

PRESENTACIÓN

El trabajo que se desarrolla a continuación es principalmente un ejercicio investigativo cuyo principal propósito es demostrar las capacidades que como estudiante de pregrado de economía de la Universidad EAFIT se han debido desarrollar a lo largo de la carrera. No pretende ser un aporte de vanguardia a la disciplina, ni mucho menos. Es, en palabras sencillas, un ejercicio de preparación para las labores profesionales que en el futuro han de desarrollarse y/o necesitarse en diferentes campos del ejercicio profesional del economista.

Se ha seleccionado el tema de la estructura de capital por ser cercano a los intereses profesionales de la autora, durante varios periodos académicos, surgió y fortaleció un cierto interés por este tema, considerado clave en la administración empresarial moderna. La estructura de capital es una variable muy importante en la administración empresarial, ella pone en evidencia el éxito de la gestión y la garantía de sobrevivencia de la compañía. Se trata de un tema que tiene diferentes grados de apropiación entre los profesionales de áreas económicas y administrativas. Por ello se considera relevante presentar este ejercicio aplicado a un sector y un periodo.

En cuanto a la selección del sector y el periodo de tiempo estudiados se debe anotar que corresponde más a razones prácticas que cualquier otra cosa. En Colombia confluyen hoy día varios factores que hacen atractivo este tipo de análisis: un mercado de valores en desarrollo, nuevas opciones de financiamiento de las inversiones, incorporación de nuevas tecnologías administrativas en el terreno financiero, necesidad de modernizar las empresas, etc., que hacen oportuno el tipo de reflexiones desarrollados en este trabajo.

RESUMEN

El presente trabajo muestra la estructura de capital de las compañías más representativas en el sector de alimentos colombiano. Para ello se parte de definiciones y teorías generales de los conceptos “estructura de capital” y “estructura óptima”. Las teorías explican la importancia de elegir una estructura de capital acorde con el desarrollo del objeto social de la empresa, el nivel de riesgo que se desea asumir, la disponibilidad de recursos financieros en el mercado, etc., sin embargo, se encuentra que la mayoría de las compañías tienen una estructura bastante similar, y no son claras las razones por las cuales se presenta esta similitud.

El análisis realizado permite inferir algunas hipótesis acerca del patrón similar en cuanto a la estructura de capital y al alto porcentaje de asignación a los pasivos. Tal parece que se debe a factores internos a la empresa como las proyecciones de escenarios probables, la aversión al riesgo; a razones legales como las leyes sobre beneficios tributarios; y a factores externos como la profundización alcanzada por el sistema financiero, las tasas de interés a la cual se obtienen los créditos, la curva de liquidez del sistema financiero. Además es claro, el comportamiento **tradicional** que se muestra en la elección de la estructura de capital y en la utilización de los instrumentos de financiación.

INTRODUCCIÓN

Desde el punto de vista financiero, las decisiones sobre la estructura óptima de capital ofrecen oportunidades importantes de creación de valor para los accionistas. Es por esta razón, que la conformación de la estructura de capital de la empresa es un factor importante en el desarrollo y crecimiento de la misma.

La elección de una estructura de capital comprende, entre otros, factores determinantes, como el nivel de riesgo financiero y su evolución. Existe una estructura de capital óptima en términos de riesgo mínimo. Esto ha hecho que las empresas den gran importancia al tema en la actualidad. Este trabajo busca explorar el comportamiento de la estructura de capital de las empresas más grandes del sector de alimentos² en Colombia.

De otro lado, la reciente evolución de la economía colombiana y especialmente el sector financiero (en el marco de una política monetaria más cuidadosa) sugiere la presencia de tendencias a una recomposición de la estructura de capital de las empresas: mayor acceso a pasivos financieros novedosos, nuevas formas de endeudamiento, mayores inversiones. En este orden de ideas, el principal objetivo de este trabajo es analizar el comportamiento de la estructura de capital que muestran las empresas del sector de alimentos en Colombia.

El trabajo se presenta en cuatro capítulos. El primero contiene una explicación de los conceptos básicos de estructura de capital y como esta conformada, así mismo, muestra un pequeño bosquejo de las teorías más relevantes al respecto y los factores que influyen dentro de la estructura de capital. El segundo capítulo relata el método seguido para hallar la muestra representativa del estudio dentro del sector de alimentos en Colombia y la importancia de dicho sector. En tercer lugar se muestra todo el análisis realizado a los hallazgos encontrados dentro del comportamiento de la estructura de capital en el periodo de 1999 – 2003. El cuarto capítulo concluye e identifica algunos aspectos importantes del trabajo.

² Por razones prácticas se analiza el sector de alimentos (delimitar el trabajo), sin embargo, la elección del sector no fue aleatoria; se hizo, dado que este se encuentra en un proceso de crecimiento que obliga a las empresas a trabajar en la toma de decisiones acerca de la mejor forma de financiar la expansión.

1. DEFINICIÓN DE ESTRUCTURA DE CAPITAL

1.1 LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

1.1.1 Definición

La estructura de capital se refiere a la forma o composición de la financiación de los activos de la empresa distinguiendo esencialmente entre pasivo (recursos de terceros) y patrimonio (recursos propios). De manera implícita, la estructura de capital supone un acuerdo entre los proveedores de capital financiero sobre cómo repartir los flujos de caja que los activos producirán en el futuro.

Tradicionalmente se distingue entre acreedores y accionistas, aunque en la empresa moderna es habitual la utilización de instrumentos híbridos que hacen más complejo el análisis.

Ivo Welch (1996) nos proporciona una definición de estructura de capital basada en la idea de la maximización del valor de la empresa. Dice específicamente, “el acuerdo (o forma) en que se dividirían los flujos futuros (entre accionistas y todo tipo de acreedores), ya sea por un acuerdo explícito o implícito y que puede tener cambios futuros, es la estructura de capital: son las reglas que especifican quienes recibirán los flujos de efectivo futuros (e inciertos)”.

1.2 Descripción de la estructura de capital

Como se dijo, la estructura de capital es la combinación entre los recursos propios y ajenos. Dentro de cada uno de estos rubros se encuentra una división amplia de cuentas. En esta parte definiremos las cuentas principales que conforman a cada uno de ellos.

Cuentas del Patrimonio

El patrimonio de una empresa se ha llamado (esta compuesto) de varias formas: capital social, utilidades retenidas, patrimonio de los accionistas o capital social y déficit.

El término patrimonio, desde el punto de vista contable, designa la diferencia que resulta entre el activo y pasivo de una empresa. Refleja la inversión de los propietarios en la misma y consiste generalmente en sus aportaciones,

más (o menos) sus utilidades retenidas o pérdidas acumuladas, más otros tipos de superávit como pueden ser revaluaciones o donaciones.

El capital contable representa la cantidad de unidades monetarias de los derechos patrimoniales de los accionistas, valuados de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados. El capital contable no representa el valor de la empresa, simplemente muestra el capital social aportado.

CAPITAL SOCIAL

Es el conjunto de aportaciones de los socios, considerado en la escritura constitutiva o en sus reformas. Este puede estar conformado por:

- ✓ Capital autorizado y no emitido: lo constituye la diferencia entre el capital de la sociedad autorizado en escrituras y la cantidad que se ha puesto en suscripción. Desde el punto de vista de los estados financieros, no es parte integrante del capital pero sí un elemento informativo.
- ✓ Capital emitido no suscrito: lo representa aquella parte del capital emitido en las actas de asambleas de accionistas y pendiente de suscribir.
- ✓ Capital suscrito y no pagado: representa la parte del capital suscrito por los socios o accionistas que se encuentra pendiente de recibir. Se presenta en el balance restando el capital suscrito.
- ✓ Capital pagado: representa la cantidad que los socios o accionistas han exhibido o aportado efectivamente.

SUPERÁVIT DE CAPITAL

Ganancias retenidas que a un momento dado no han sido declaradas ni pagadas por concepto de dividendos.

RESERVAS

Son todas las separaciones del capital realizados por una empresa para fines especiales.

- ✓ Reservas Generales: Son fondos especiales cuya destinación ha sido definida con base en políticas de la empresa para fines diferentes a la distribución entre los socios.
- ✓ Reserva Legal: definida en las leyes contables, es un porcentaje las ganancias de cada periodo (hasta alcanzar un 10% del capital pagado), según lo establece el Código de Comercio.

REVALORIZACIÓN DEL PATRIMONIO

Es el valor de las revalorizaciones del activo cuando se presenten para poder corregir el poder de compra del capital original aportado. El superávit podrá ser capitalizado, pero desde el punto de vista financiero no deberá absorber pérdidas ni ser distribuido entre los accionistas, aun cuando desde el aspecto legal esto sea posible.

UTILIDAD DEL EJERCICIO

Es la parte de las utilidades retenidas pendientes de aplicar. (cifra de gran valor informativo en conexión con el estado de ingresos y gastos y por supuesto con el balance general).

Cuentas del Pasivo

El pasivo esta constituido por todas las obligaciones vencidas o por vencer que haya contraído el negocio, se presentan de acuerdo al vencimiento, es decir, corto ó largo plazo.

A los pasivos con vencimiento de corto plazo, se les denomina pasivo corriente, en el se encuentran las obligaciones generadas en un plazo menor de un año o generadas dentro del ciclo de la operación.

A los pasivos con vencimiento de largo plazo, se les denomina pasivo no corriente, incluye las obligaciones generadas a un plazo mayor de un año o por fuera del ciclo de la operación del negocio.

OBLIGACIONES FINANCIERAS DE CORTO Ó LARGO PLAZO

Préstamos de entidades financieras con una tasa de interés pactada y un tiempo de pago estipulado, se pueden conseguir con intermediarios financieros que canalizan los ahorros para inversión, los bancos comerciales, las cooperativas y las uniones de crédito entre otras.

PROVEEDORES

Representan las obligaciones que a corto plazo adquiere la compañía en su mayoría para el desarrollo de la operación, tales como compras de suministros, contratación de servicios, entre otras.

CUENTAS POR PAGAR

Son las obligaciones que se han contraído con terceros y que pertenecen principalmente a la operación del negocio.

OBLIGACIONES LABORALES

En esta cuenta se muestran las provisiones de las obligaciones laborales y en determinados casos los pagos pendientes de los mismos, así como el rubro de las pensiones causadas de jubilación.

BONOS Y PAPELES COMERCIALES

Los bonos son títulos valor representativos de una parte proporcional de un crédito colectivo constituido, en este caso, contra la empresa que lo informa en su pasivo. Representa un título valor que se emite con el fin de obtener recursos del mercado de capitales, con el compromiso de amortizarlo en un plazo determinado y a una tasa de interés preestablecida.

DIFERIDOS

Se incluyen en este grupo todas las obligaciones contraídas por ingresos recibidos por adelantado, cuya cancelación es a cambio de entrega futura de mercancías o algún servicio.

1.3 Principales Teorías de la Estructura de Capital

Dentro del análisis de la estructura de capital de una compañía y sus implicaciones, no se puede dejar de mencionar el papel que juega el concepto de estructura óptima de capital, puesto que, las compañías no solo se preocupan por cual es la razón deuda / patrimonio, sino también, existe una preocupación por explicar si dicha razón es óptima para la empresa. Para lo cual se han presentado diversas teorías con diferentes enfoques, dentro de las más importantes se encuentran las que buscan la minimización del costo promedio ponderado de capital (WACC por sus siglas en inglés, Weighted Average Cost of Capital) y la maximización del valor de la compañía (EVA por sus siglas en inglés Economic Value Added).

En este orden de ideas, definimos:

Estructura Óptima de Capital

La estructura de capital viene determinada por la combinación de los diferentes recursos utilizados por la empresa para financiar sus inversiones. En el entorno en que estas definiciones han sido formuladas, se da gran

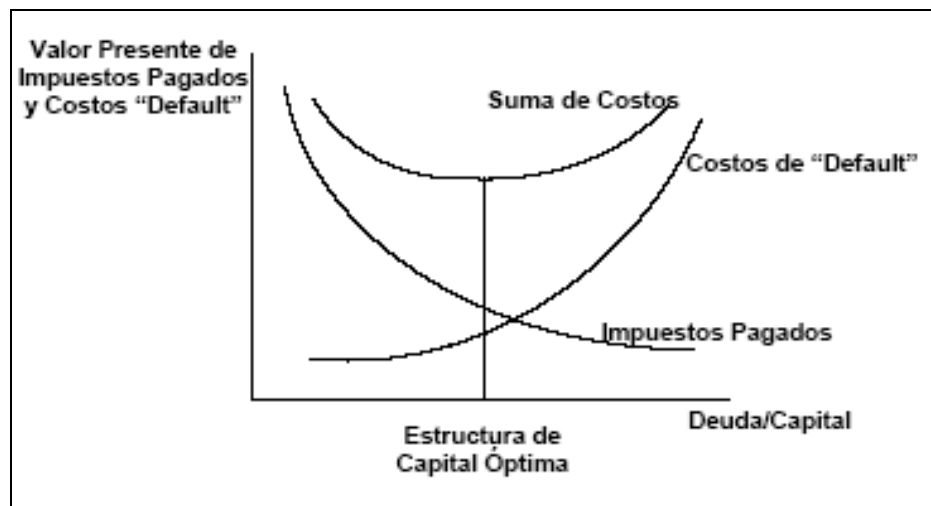
importancia, en forma genérica, a tres grandes fuentes de financiación: la emisión de acciones, las utilidades retenidas y el endeudamiento.

El objetivo de maximizar el valor de mercado de la empresa supone encontrar la combinación de recursos 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 accionistas. Así, una estructura óptima de capital es la combinación óptima entre deuda y capital, que logra minimizar el costo promedio ponderado de capital y permite maximizar el valor de la empresa.

1.3.1. La Teoría del Costo – Beneficio (“TRADE-OFF”) de la Deuda

En esta teoría la estructura de capital se optimiza donde los costos marginales de la deuda igualan a sus beneficios marginales. El beneficio principal de la deuda es la deducibilidad fiscal de los intereses, y los costos más importantes provienen del incumplimiento del servicio de la deuda (“financial distress”), siendo éstos tanto directos como indirectos. (Gráfico 1)

Gráfico 1.
Modelo Costo-Beneficio



Fuente: Copeland y Weston. Financial Theory and Corporate Policy

De tal forma que, a medida que aumenta el endeudamiento, el gasto por impuestos disminuye, y los problemas derivados del impago del servicio de la deuda, se traducen en un aumento de los costos. En la gráfica se observa

que el punto mínimo del agregado de las dos funciones determina, teóricamente, la estructura óptima de capital (trade – off)

1.3.2 Teorías o Enfoques Relacionados con la Asimetría de la Información.

En un mercado de capitales desarrollado y de propiedad diseminada, puede darse el caso de que los directores conozcan o tengan más información que los accionistas (sobre todo la relativa a la distribución esperada de la rentabilidad del negocio y de la conducta futura probable de sus flujos de efectivo). A este problema se le ha denominado como de “información asimétrica”. Con base en esta idea se desarrollaron dos teorías de la estructura de capital.

En una de ellas, desarrollada por Ross (1977), se dice que la empresa que emite deuda lanza una señal o mensaje al mercado y esta es una señal de confianza en sus flujos de efectivo futuros; es una señal de mayor calidad que una emisión de acciones por ejemplo.

La otra teoría se le acredita a Myers (1977, 1982) y Myers y Majluf (1984) y se le conoce como la teoría del “pecking-order”, que en español, se conoce como orden jerárquico de las fuentes de financiamiento en condiciones de información asimétrica. La teoría dice que si suponemos que los accionistas no están totalmente informados, es decir, hay asimetrías en la información, entonces no se le puede fijar un valor justo a la acción en el mercado y por ende la acción se valúa en menos de lo que realmente vale. Luego, en el caso de que la empresa tenga inversiones y pretenda emitir acciones para su financiamiento, el beneficio mayor, se traslada a los nuevos accionistas en perjuicio de los anteriores quienes, tienen sus acciones sub valuadas.

Esto puede producir que las inversiones no se lleven a cabo aún cuando tengan un valor presente neto positivo. A este problema se le llama en la teoría el de “subinversión”. La teoría establece lo siguiente en cuanto a la jerarquía de financiamientos:

- Las empresas prefieren en primer lugar el financiamiento con recursos internamente generados. Éste tiene un valor neutro en cuanto a los efectos sobre el precio de mercado de las acciones.
- Adaptan su política de pago de dividendos a sus oportunidades de inversión cuidando que no surjan cambios súbitos en ella.
- Cuando se tiene una política de dividendos de la cual la empresa no se puede desviar, y aparte se tienen que hacer inversiones y se sufre el efecto natural de la volatilidad en la rentabilidad del negocio, se puede

producir una situación en la que los fondos internamente generados sean menores a las inversiones, para lo cual la empresa agota primero sus reservas de efectivo o vende sus valores de inmediata realización y luego recurre al financiamiento externo. Si los fondos internamente generados son mayores a las inversiones y los dividendos, la empresa prepa pasivos o invierte en valores de inmediata realización.

- Si se requiere financiamiento externo, las empresas emiten el valor más seguro o de menor costo de información. Esto es, primero se emite deuda, posiblemente luego se sigue con bonos u obligaciones convertibles en acciones y en últimas a las emisiones de acciones comunes.

En esta teoría se establece que no existe una meta definida de estructura de capital. La razón deuda/capital reflejaría entonces el resultado acumulado de seguir ese orden (hasta un cierto nivel de riesgo).

Según Myers (1982) esta teoría explica porqué las firmas más rentables piden prestado generalmente muy poco, no necesariamente porque tengan una meta de deuda/capital baja sino porque no necesitan fondos externos.

Otra implicación de la teoría del “pecking-order” es la que dice que las compañías con una relación menor de activos fijos a activos totales es decir, con mayores activos intangibles, tienen por naturaleza más asimetrías de información y por ende acumulan más deuda relativa.

1.4 Factores que afectan la estructura de capital

1.4.1 Los costos directos e indirectos relacionados con un endeudamiento alto

Se han distinguido dos tipos de costos relacionados con los problemas financieros, los directos y los indirectos. Los costos directos son los que se relacionan con la reestructuración de la deuda del negocio, bien sea, para conducir legalmente algún proceso de quiebra o para suspensión de pagos. Hay estudios (Gilson et al., 1990; Wruck, 1990) en donde se evidencia que estos no son muy importantes en términos relativos.

Los costos potenciales más importantes en las dificultades financieras son los llamados costos indirectos. Las mediciones de los costos indirectos se sustentan en los comportamientos del valor de mercado de la empresa, desde el origen del problema financiero hasta su resolución ya sea a través de una reestructuración privada o bien a través de un proceso legal. En las investigaciones empíricas de Gilson et al. (1990), Wruck (1990), Opler y

Titman (1994) y Andrade y Kaplan (1998) se mencionan los tipos probables de efectos que producen la pérdida de valor de la empresa:

- Reducción en las inversiones o pérdida de oportunidades de inversiones rentables.
- Pérdida de competitividad.
- Disminución en las ventas o pérdidas de participación de mercado.
- Disminución en los dividendos.
- Tiempo de la Dirección dedicado a la reestructura.
- La necesidad de tomar decisiones conjuntas con los acreedores.

1.4.2 Situación Financiera de Corto Plazo

La liquidez a corto plazo de una entidad o empresa viene dada por la medida en la que ésta puede hacer frente a sus obligaciones.

La liquidez implica capacidad de conversión del activo en efectivo o de obtención de fondos. Por corto plazo se entiende generalmente a un período de tiempo hasta de un año, aunque a veces suele también definirse como el ciclo normal de operación del negocio.

La liquidez es cuestión esencial, su falta puede significar la imposibilidad de aprovechar las ventajas derivadas de los descuentos por pronto pago o las posibles oportunidades comerciales. En este sentido, la falta de liquidez implica falta de libertad de elección, así como una limitación a la libertad de movimientos, por parte de la dirección.

Pero la falta de liquidez, a veces supone también incapacidad de la empresa para hacer frente al pago de sus deudas y obligaciones vencidas, lo que es más grave y puede conducir a la venta forzosa de las inversiones y del activo a largo plazo, en el peor de los casos a la insolvencia y la quiebra.

Para los propietarios de la empresa. La falta de liquidez quizá signifique una reducción de la rentabilidad y de las oportunidades, o bien la pérdida del control o la pérdida parcial o total de las inversiones de capital.

Para los acreedores de la empresa. La falta de liquidez a veces el retraso en el Cobro de los intereses y de capital vencidos o incluso la pérdida parcial o total de tales cantidades.

Los clientes y proveedores de bienes y servicios, también pueden verse afectados por la situación financiera a corto plazo de la empresa. Estos efectos pueden ser la incapacidad de cumplir sus obligaciones contractuales y la pérdida de relación con sus proveedores.

Por lo expuesto, se apreciará claramente por qué se da tanta importancia a las medidas de liquidez a corto plazo; pues si una empresa no puede hacer frente a sus obligaciones pendientes a su vencimiento, su futura existencia está en peligro, lo que relega a las demás medidas de rendimiento a un lugar secundario o irrelevante. La evaluación de la liquidez a corto plazo está relacionada con la evaluación del riesgo financiero de la empresa. Aunque todas las decisiones contables se hacen suponiendo la continuidad indefinida de la empresa. Este nivel de liquidez se mide y puede analizarse mediante el cálculo de algunos indicadores como lo son la liquidez corriente, prueba ácida.

Por otra parte, un análisis de solvencia medido, con índices de endeudamiento, muestran la participación de los propietarios y terceros en la financiación de la inversión total de la empresa. Permite así evaluar la estructura de capital, poniendo de relieve el grado de dependencia a la financiación externa y el aporte de los propietarios para cubrir el riesgo empresarial.

Cuando el endeudamiento se extiende a niveles máximos, la empresa enfrenta limitaciones de acceso a las fuentes externas, sea por decisión propia de racionamiento o por mayores costos marginales. Los acreedores elevan las tasas de interés e imponen garantías adicionales para protegerse del riesgo incremental que supone el crédito a una empresa altamente endeudada.

En tales circunstancias la elevada carga fija de interés afecta la magnitud de las utilidades, reduciendo la rentabilidad del capital propio. A su vez la tensión financiera y económica restringe y otorga rigidez a las políticas de comercialización y producción, que disminuyen posibilidades de la empresa frente al empuje y flexibilidad que debería ser característico en condiciones normales.

Apalancamiento Operativo

Este se debe a los costos operativos fijos integrados en la corriente de beneficios de la compañía. Entre mayor sea el nivel de costos fijos mayor será el nivel de apalancamiento, este apalancamiento se puede definir como el cambio en las utilidades operativas ante un cambio en las ventas.

Apalancamiento Financiero

Este se explica porque la financiación de una parte de los activos de la compañía mediante títulos que producen una tasa de rentabilidad fija pretende lograr aumentar la rentabilidad final de los accionistas. La decisión de utilizar deuda o acciones privilegiadas en la estructura financiera de la empresa significa que aquellos que poseen las acciones ordinarias de la compañía están expuestos a un riesgo financiero. En otras palabras, podemos hablar de apalancamiento financiero cuando existen costos financieros y el comportamiento de estos frente a los cambios en la utilidad antes de intereses e impuestos y en la utilidad a disposición del accionista.

1.5 Incidencia de la coyuntura económica de un país en la estructura de capital

Cuando hablamos de coyuntura económica nos referimos al comportamiento de las variables críticas de una compañía y del mercado que pueden afectar el estado de una empresa de alguna forma ya sea implícita o explícita, como pueden ser las recesiones, las políticas monetarias que afecten la liquidez y las tasas de interés, entre otras. Sin embargo, es esta parte nos concentraremos en la estabilidad monetaria de una economía, puesto que es el aspecto que generalmente golpea a cualquier compañía, cualquier otra variable hace parte de un estudio específico de ella, en donde interviene el sector al que pertenece, las políticas que implementa, los factores externos, entre otros.

Al hablar del comportamiento de la estructura de capital de una compañía no podemos hablar solo de los efectos internos que sobre ella se tienen, es necesario igualmente considerar que el estado en el que se encuentra una economía también influye en las decisiones que toma una empresa. Para ilustrar los efectos que puede tener una economía sobre la estructura de capital de una compañía, veamos la incidencia dentro de una situación de estabilidad monetaria y una de no estabilidad monetaria.

En una situación de estabilidad monetaria, sería suficiente con que los ingresos económicos (devengados) de un período (mes, año) generados por las actividades principales (ventas), sean superiores a los costos devengados en dichos período, para que el resultado operativo sea positivo.

Esto supone que:

- ✓ Toda las ventas se cobran (no hay incobrables)
- ✓ No hay inflación ni variación de los tipos de cambios.
- ✓ Las tasas de interés son relativamente bajas
- ✓ Concuerdan los plazos de vencimiento de los pasivos con los de los créditos.
- ✓ En conclusión, que los costos financieros son mínimos

En un contexto estable (tipo de cambio fijo e inflación nula), la administración de los costos y resultados debe buscar su nivel óptimo, hacer más eficiente la estructura de la empresa mediante los análisis de la relación entre el nivel de actividad dado por la cantidad de unidades vendidas producidas etc., la tecnología utilizada que representa aspectos intangibles referidos a conocimientos, procesos, software, cultura empresaria, etc. y los recursos, compuestos por los edificios, máquinas, equipos, personal, insumos, etc.

Ahora, en una situación de no estabilidad monetaria, la característica fundamental es asumir riesgos, teniendo en cuenta, que el asumir riesgos no significa obtener mayores ganancias para la compañía, como pueden ser grandes ganancias también pueden ser grandes pérdidas.

Las variables más importantes a tener en cuenta:

- ✓ Endeudamiento en moneda local. Inflación. Posición monetaria.
- ✓ Endeudamiento en moneda extranjera, Cobertura, Diferencias de cambio y Tasas de interés.
- ✓ El interés real y el interés nominal.
- ✓ El costo de oportunidad y su incidencia en la toma de decisiones.

2. SECTOR DE ALIMENTOS (Muestra del Estudio)

2.1 Importancia del Sector de Alimentos en Colombia

La industria de alimentos, pertenece al sector de la industria manufacturera en Colombia dentro de la clasificación estipulada por el DANE. El sector manufacturero es el tercero más importante dentro de la producción en el país con una participación del 14,2% para el 2003.

Tabla 1.
PIB por Ramas de Actividad Económica

PIB POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	13,0%	12,9%	12,4%	12,3%	12,1%	11,5%
Explotación de minas y canteras	5,3%	6,2%	5,0%	5,0%	6,2%	6,8%
Electricidad, gas y agua	3,4%	3,6%	4,3%	4,3%	4,5%	4,5%
Industria manufacturera	13,8%	14,6%	14,4%	14,4%	14,2%	14,4%
Construcción	4,2%	3,6%	3,6%	4,1%	4,4%	5,2%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	11,1%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%	10,9%
Transporte, almacenamiento y comunicación	7,3%	7,1%	7,7%	8,0%	7,6%	7,3%
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles Y servicios a las empresas	16,6%	15,0%	15,1%	15,1%	14,8%	14,6%
Servicios sociales, comunales y personales	23,3%	22,4%	22,5%	21,9%	21,0%	20,6%
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	4,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,4%	4,7%
Subtotal Valor agregado	93,1%	92,3%	91,6%	91,6%	91,2%	91,2%
Impuestos excepto IVA	1,7%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%
Subvenciones	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
IVA no deducible	4,3%	4,8%	5,2%	5,5%	6,0%	6,1%
Derechos e impuestos sobre las importaciones	1,0%	1,1%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Base de Datos Estadística - DANE

En la industria manufacturera pertenecen al sector de alimentos los subsectores de carne y pescado, resto de alimentos y azúcar, los cuales son los principales dentro de la industria con una participación de 3.3% en conjunto para el 2003, lo que ubica al sector alimentos como el principal, dentro del sector manufacturero, tanto en términos de su participación en el producto industrial como en la participación en las exportaciones manufactureras.

Tabla 2.
PIB de la Industria Manufacturera

PIB Discriminado (% Participación sobre el Total PIB)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
INDUSTRIA MANUFACTURERA	13,8%	14,6%	14,4%	14,4%	14,2%	14,4%
Carne y pescado	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Resto de alimentos	2,5%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,3%
Azúcar	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,1%
Bebidas	1,2%	1,1%	1,2%	1,3%	1,2%	1,1%
Productos de tabaco	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Hilados e hilos; tejidos de fibras textiles incluso afelpados	0,2%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%
Tejidos de punto o ganchillo; prendas de vestir	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
Cuero y productos de cuero; calzado	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Productos de madera, corcho, paja y materiales trenzables	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Pasta de papel, papel y cartón	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%
Impresos y artículos análogos	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
Refinación de petróleo	1,1%	1,5%	1,5%	1,4%	1,7%	1,8%
Productos químicos básicos y elaborados (excepto productos de plástico y caucho)	2,0%	2,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Productos de caucho y productos plásticos	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Vidrio y productos de vidrio y otros productos no metálicos n.c.p.	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
Muebles; otros bienes transportables n.c.p.	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Metales comunes y productos metálicos elaborados excepto maquinaria y equipo	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	1,1%	1,4%
Maquinaria y suministro eléctrico	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Equipo de transporte	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%

Fuente: Base de Datos Estadística - DANE

El sector alimentos es pues una parte importante de la economía nacional, he implica una influencia estratégica sobre ella. Para principios de la década de los noventa representaba una cuarta parte del total de la producción bruta industrial y generando una sexta parte del empleo en el sector industrial en Colombia, lo que demuestra su importancia a nivel macroeconómico.

Durante los últimos cinco años el sector de alimentos no ha sido propiamente el más dinámico, sin embargo, ha logrado posicionarse fortaleciendo la demanda. Las empresas del sector se han reorganizado, aumentando su productividad y realizando un importante esfuerzo de mercadeo al diversificar su oferta y ampliar sus mercados. Todo esto para generar una base competitiva que le permita dinamizar la demanda interna y entrar en otros mercados a nivel internacional.

En el 2002, la crisis venezolana golpeó el sector, la industria de alimentos procesados cayó considerablemente y con ello las exportaciones en más del 6% en el año, aún para el 2003 presentaba una caída, aunque de menor grado en el 2%, y en el primer semestre del 2004, la caída es aún mucho menor, del 0.4%; a pesar de ello las empresas del sector han reaccionado y no se han quedado atrás: están volviéndose más competitivas e innovando en su oferta de productos, como lo ha venido reflejando su crecimiento en ventas y la participación del mismo dentro del sector agroindustrial (Véase Tabla 1).

Durante el 2003 las empresas del sector realizaron un gran esfuerzo por procurar un mejor desempeño, mediante grandes inversiones en tecnología que les permite ser más competitivas dentro de la economía, el informe realizado por la Revista Dinero sobre el ranking anual de las empresas más representativas en Colombia por sector expresa por ejemplo, que empresas como Doria, Harinera del Valle y Nacional de Chocolates, efectuaron importantes inversiones durante 2002. Harinera del Valle invirtió \$23.000 millones en una planta con tecnología de última generación. El Grupo Empresarial Antioqueño, entretanto, invirtió cerca de \$856.000 millones en negocios de alimentos durante 2002. La Alianza Team, por su parte, está invirtiendo US\$15 millones en la ubicación estratégica de su mayor planta de procesamiento en Barranquilla para optimizar costos de fletes.³

En consecuencia, las compañías del sector de alimentos no solo cuentan con una alta importancia dentro de la producción industrial de la economía, sino que después de la crisis ha buscado la recuperación y consolidación del sector y por ende el fortalecimiento de la economía, mediante inversiones que incrementen sus ventas y procuran el desarrollo y expansión de las mismas en el mercado, y aunque este proceso es aun largo, este sector cuenta con grandes puntos a favor como lo es la productividad que ha logrado obtener la industria, la diversificación y desarrollo de nuevos mercados y las innovaciones en productos que pueden convertirse en una importante ventaja competitiva al llegar a los mercados externos.

2.2 Estructura de capital de las compañías

Para el desarrollo de este trabajo se tomó la información presentada por la Superintendencia de Sociedades en su página web: www.supersociedades.gov.co, donde aparecen los estados financieros mas comúnmente utilizados: balance general y estado de resultados, de las empresas del sector 05 que corresponde al sector de Productos alimenticios, para los años 1998, 1999, 2000, 2001, 2002 y 2003.

³ Alimentos: Sea alimenta la demanda. Revista Dinero. Edición 183 de Junio de 2003. Pg. 66

Inicialmente fue necesario estandarizar las empresas que conformaron el sector durante los años de estudio, es decir, que presentaron información durante todos los años, obteniendo así un total de 218 empresas, en cada año.

Estas empresas, en el año 2003, fueron clasificadas según su tamaño: Grande, Mediana, Pequeña o Micro, de acuerdo con lo establecido en la ley 590 de 2000, así:

Microempresa – Hasta 501 SMMLV⁴
Pequeña empresa - Entre 501 y 5001 SMMLV
Mediana Empresa - Entre 5001 y 15000 SMMLV
Gran Empresa - Mas de 15001 SMMLV

Al hacer esta clasificación las 218 empresas se distribuyeron así:

Empresas Grandes: 190
Empresas Medianas: 27
Empresas Pequeñas: 1
Empresas Micro: ninguna

Puesto que el trabajo esta orientado a las empresas más grandes de este sector, se halló el valor de la Mediana (medida estadística) entre el Total de Activos de las empresas grandes que fue de \$ 22.824.995. 000, y se clasificaron según se encontrara el total de sus Activos por encima o por debajo de la mediana. Encontrando que de las 190 empresas grandes, 91 están por encima de la mediana y 99 por debajo de esta. Estas 91 empresas grandes serán las utilizadas como muestra para este trabajo (Ver anexo).

La estructura de capital de las compañías se construyó a partir de las variables y cuentas presentadas en el Plan Único de Cuentas (PUC) reportado por las compañías a la Superintendencia de Sociedades. A continuación se presentan las cuentas que conforman el Pasivo y Patrimonio.

⁴ SMMLV: Salario mínimo mensual legal vigente

Tabla 3.
Conformación de las Cuentas del Patrimonio

PATRIMONIO
3105 Capital Suscrito y Pagado
3115 Aportes Sociales
3120 Capital Asignado
3125 Inv Suplemen al Capital Asignado
3130 Capital de Personas Naturales
3135 Aportes del Estado
3140 Fondo Social
31 SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL
3205 Prima en coloc. acc cuotas o partes de int. S
3210 Donaciones
3215 Crédito Mercantil
3220 Know How
3225 Superávit Método e Participación
32 SUBTOTAL SUPERAVIT DE CAPITAL
33 RESERVAS
34 REVALORIZACION DEL PATRIMONIO
35 DIVIDEN O PARTC.DECRETADAS EN ACC.O CUOTAS
36 RESULTADOS DEL EJERCICIO
37 RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES
38 SUPERAVIT POR VALORIZACIONES
0 TOTAL PATRIMONIO

Fuente: Elaborado por la autora

Tabla 4.
Conformación de las Cuentas del Pasivo

21 OBLIGACIONES FINANCIERAS (CP)
22 PROVEEDORES
2305 Cuentas Corrientes Comerciales (CP)
2310 A Casa Matriz (CP)
2315 A compañías vinculadas (CP)
2320 A Contratistas (CP)
2330 Ordenes de Compra x Utilizar
2335 Costos y Gastos x Pagar
2340 Instalamentos x Pagar
2345 Acreedores Oficiales (CP)
2350 Regalías x Pagar
2355 Deudas con Accionistas o Socios (CP)
2357 Deudas con Directores
2360 Dividendos o Partic. x Pagar

2365 Retención en la Fuente
2367 Impuesto a las Ventas Retenido
2368 Impuesto de Industria y Comercio Retenido
2370 Retenciones y Aportes de Nomina
2375 Cuotas x Devolver
2380 Acreedores Varios (CP)
23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR CORTO PLAZO
24 IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS
25 OBLIGACIONES LABORALES CORTO PLAZO
2605 Para Costos y Gastos
2610 Para Obligaciones Laborales
2615 Para Obligaciones Fiscales
2620 Pensiones de Jubilación
2625 Para Obras de Urbanismo
2630 Para Mantenimiento y Reparaciones
2635 Para Contingencias
2640 Para Obligaciones de Garantías
2695 Provisiones Diversas
26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES
27 DIFERIDOS CORTO PLAZO
2805 Anticipos y Avances Recibidos (CP)
2810 Depósitos Recibidos (CP)
2815 Ingresos Recibidos para Terceros (CP)
2820 Cuentas de Operación Conjunta
2825 Retención a Terceros sobre Contratos (CP)
2830 Embargos Judiciales
2835 Acreedores del Sistema (Anexo 18)
2840 Cuentas en Participación
2895 Diversos (CP)
28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS CORTO PLAZO
2905 Bonos en Circulación
2910 Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acción
2915 Papeles Comerciales
2920 Bonos Pensionales
2925 Títulos Pensionales
29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIALES
0 TOTAL PASIVO CORRIENTE
21 OBLIGACIONES FINANCIERAS (LP)
2305 Cuentas Corrientes Comerciales (LP)
2310 A Casa Matriz (LP)
2315 A Compañías Vinculadas (LP)
2320 A Contratistas (LP)
2335 Costos y Gastos x Pagar
2345 Acreedores Oficiales (LP)
2350 Regalías x Pagar

2355 Deudas con Accionistas o Socios (LP)
2357 Deudas con Directores (LP)
2360 Dividendos o Partic. x Pagar (LP)
2375 Cuotas por Devolver (LP)
2380 Acreedores Varios (LP)
23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR LARGO PLAZO
25 OBLIGACIONES LABORALES LARGO PLAZO
2605 Para Costos y Gastos (LP)
2610 Para Obligaciones Laborales (LP)
2615 Para Obligaciones Fiscales (LP)
2620 Pensiones de Jubilación (LP)
2625 Para Obras de Urbanismo (LP)
2635 Para Contingencias (LP)
2640 Para Obligaciones de Garantías (LP)
2695 Provisiones Diversas (LP)
26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES (LP)
2705 Ingresos Recibidos x Anticipado (LP)
2710 Abonos Diferidos (LP)
2715 Utilidad Diferida en Vtas a Plazos (LP)
2720 Crédito x Correc. Monetaria Diferida (LP)
2725 Impuestos Diferidos (LP)
27 SUBTOTAL DIFERIDOS LARGO PLAZO
2805 Avances y Anticipos Recibidos (LP)
2810 Depósitos Recibidos (LP)
2815 Ingresos Recibidos para Terceros (LP)
2820 Cuentas de Operación Conjunta
2825 Retención a Terceros sobre Contratos (LP)
2835 Acreedores del Sistema (LP)
2840 Cuentas en Participación (LP)
2895 Diversos (LP)
28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS LARGO PLAZO
2905 Bonos en Circulación (LP)
2910 Bonos Obligatoriamente Convertib. Acción (LP)
2915 Papeles Comerciales (LP)
2920 Bonos Pensionales (LP)
2925 Títulos Pensionales (LP)
29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIALES (LP)
0 TOTAL PASIVO NO CORRIENTE
0 TOTAL PASIVO

Fuente: Elaborado por la autora

Se halló la participación de cada una de la cuentas del Pasivo en el Total de este, como la relación:

$$\frac{\text{Cuenta X del pasivo}}{\text{Total Pasivo}}; \quad \text{Ejemplo: } \frac{\text{Obligaciones Financieras (CP)}}{\text{Total Pasivo}}$$

De igual forma se halló la participación de cada una de las cuentas que conforman el Pasivo Corriente con respecto a este así:

$$\frac{\text{Cuenta X de C.P}}{\text{Total Pasivo Corriente}}; \quad \text{Ejemplo: } \frac{\text{Obligaciones Financieras (CP)}}{\text{Total Pasivo Corriente}}$$

Lo mismo se aplicó para las cuentas del Pasivo No Corriente, así:

$$\frac{\text{Cuenta X de L.P}}{\text{Total Pasivo No Corriente}}; \quad \text{Ejemplo: } \frac{\text{Obligaciones Financieras (LP)}}{\text{Total Pasivo No Corriente}}$$

Un procedimiento similar se aplicó con las cuentas del Patrimonio, hallando no solo la participación de cada una de las cuentas que lo conforman, con respecto a él, sino también la participación de cada una de estas con respecto a la cuenta que conforman, así:

$$\frac{\text{Cuenta X del Patrimonio}}{\text{Total Patrimonio}}; \quad \text{Ejemplo: } \frac{\text{Capital Suscrito y Pagado}}{\text{Total Patrimonio}}$$

$$\frac{\text{Subcuenta X del Patrimonio}}{\text{Cuenta X del Patrimonio}}; \quad \text{Ejemplo: } \frac{\text{Capital Suscrito y Pagado}}{\text{Subtotal Capital Social}}$$

Finalmente se halló la participación del Pasivo y del Patrimonio con respecto al Total Pasivo y Patrimonio,

$$\frac{\text{Pasivo (Patrimonio)}}{\text{Total Pasivo y Patrimonio}}$$

Una vez halladas todas estas medidas para cada una de las empresas, se calcularon promedios.

3. ANÁLISIS DE LOS HALLAZGOS DEL ESTUDIO

3.1 Comportamiento de la estructura de capital de las compañías seleccionadas

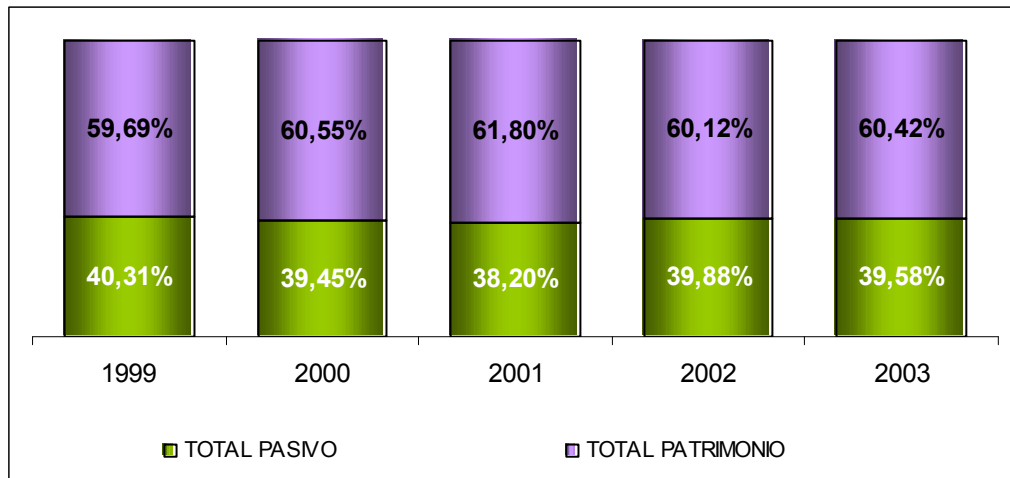
El lado derecho del Balance General, de las empresas seleccionadas dentro de la muestra, presenta una composición promedio de un 60.28% de Patrimonio y un 39.72% de Pasivo. Los resultados de cada año son:

Tabla 5.
Estructura de Capital Promedio de la Muestra

AÑO	1999	2000	2001	2002	2003
TOTAL PASIVO	40,31%	39,45%	38,20%	39,88%	39,58%
TOTAL PATRIMONIO	59,69%	60,55%	61,80%	60,12%	60,42%

Fuente: Elaborado por la autora

Gráfico 2.
Estructura de Capital Promedio de las Compañías (1999 – 2003)



Fuente: Elaborado por la autora

En esta primera parte del análisis, es importante tener en cuenta dos aspectos importantes que explican el comportamiento de la participación de capital y deuda.

A. Liquidez del Sistema Financiero.

La historia dentro del periodo aquí analizado muestra un incremento en el nivel de liquidez del sistema financiero, evidenciado en la disponibilidad de recursos de las entidades bancarias y el comportamiento a la baja que han presentado las tasas de interés generando mayores incentivos para incrementar los créditos, es decir, las compañías al ver como pueden adquirir más créditos a menores tasas de interés, toman la decisión de subsidiar proyectos de largo plazo con recursos de corto plazo basados en la posibilidad de saldar los créditos en el menor tiempo posible y tomar otros de características similares (bajas tasas de interés y menores plazos), lo que ha llevado a generar un círculo vicioso, de aquí partimos para explicar el alto y constante nivel de pasivos de corto plazo dentro de la estructura financiera de las empresas.

En los últimos años hemos visto como el Banco de la Republica en su meta de cumplir con el objetivo de inflación e impulsar el crecimiento económico ha puesto en marcha una política monetaria expansiva que ha aumentado el nivel de liquidez de la economía. Esto ha permitido como se mencionó anteriormente, la disminución en las tasas de interés por la amplia disponibilidad de recursos, en el 2000, el Banco de la Republica anunció \$1.3 billones de pesos de liquidez del sistema financiero⁵ para responder básicamente a la demanda del mercado, sin embargo, como resultado de ello se presentó un bajo nivel de liquidez para finales del año y un alza en las tasas a la vista, sin embargo, esto fue un efecto pasajero lo que no afectó las tasas de interés de mayor plazo, dando paso a los efectos de la política expansiva aplicada (con recompra de TES y el crecimiento de la base monetaria, M1).

Ahora, si bien las tasas de interés se ajustan a las decisiones de la política monetaria, presentando niveles más bajos en la tasa a la vista y la DTF, para el 2002, las empresas continuaban manejando el mismo nivel de endeudamiento (con concentración en el corto plazo), por lo cual, algunos expertos alertaron sobre la posibilidad de haber caído en la trampa de la liquidez⁶, "El país se habría visto sumido en una coyuntura donde se sabe de sobra que hay dinero en circulación, donde las tasas de interés están en niveles bastante bajos, pero la economía no crece, ya sea porque los

⁵ Jaime Alberto Ospina. La Liquidez para fin de año. Diciembre de 2000. Corfinsura - Suvalor

⁶ La trampa de la liquidez es una situación en la que el mercado está dispuesto a mantener inmóvil su demanda de dinero, pese a la mayor oferta monetaria y a las bajas tasas de interés, es decir, es un estado de la economía, caracterizada porque se establece un punto en que la herramienta para generar reacciones positivas en la actividad productiva deja de ser la política monetaria a través de las disminuciones en las tasas de interés.

agentes están invirtiendo sólo en títulos del Gobierno, o porque la situación es de tal desconfianza que nadie le apuesta a que las condiciones en un futuro puedan ser mejores.”⁷, sin embargo, para los años siguientes, aunque no se mostraba un cambio importante en la demanda de créditos por parte de las empresas, si se mostraba una renovación de los mismos, lo que implicaba, mantener el nivel de pasivos de corto plazo de las compañías, es decir, no se endeudaban pero si cancelaban los créditos actuales y accedían a nuevos préstamos.

La pregunta se concentra en ¿Qué paso con la crisis que sufrieron las compañías a finales de la década de los noventa? La respuesta, según Clemente del valle radica en que “La razón principal de la crisis financiera de las empresas no fue el excesivo endeudamiento de largo plazo, sino una mala estrategia de endeudamiento, que hizo a las empresas más vulnerables ante choques de tasa de interés y de tasa de cambio, particularmente en las empresas de mayor tamaño, lo que repercutió en su rentabilidad y eventualmente en su viabilidad, por lo tanto, tras la crisis las empresas buscaron reducir su endeudamiento, lo que les ha permitido reducir vulnerabilidades, y en los últimos años sus estructuras financieras han tendido a concentrarse en el Corto Plazo”⁸.

B. El beneficio tributario sobre la deuda

Los impuestos afectan a la estructura de capital como consecuencia de que las cargas financieras derivadas de la deuda son deducibles fiscalmente. Por lo tanto, hay que considerar el efecto del beneficio impositivo, que proporciona la deuda dentro del resultado del flujo de fondos de la empresa. Haciendo que estos se puedan invertir en la compañía y no destinarse a pagos impositivos.

3.2 Comportamiento del pasivo de las compañías.

El Pasivo esta conformado principalmente por el Pasivo Corriente con una participación promedio sobre el total de los pasivos de 77.64% y el pasivo no corriente con una participación de 22.36%. Para el periodo analizado se encuentra dividido así:

⁷ Los mercados respaldan a Colombia. Investigaciones de Corfinsura. Diciembre de 2002

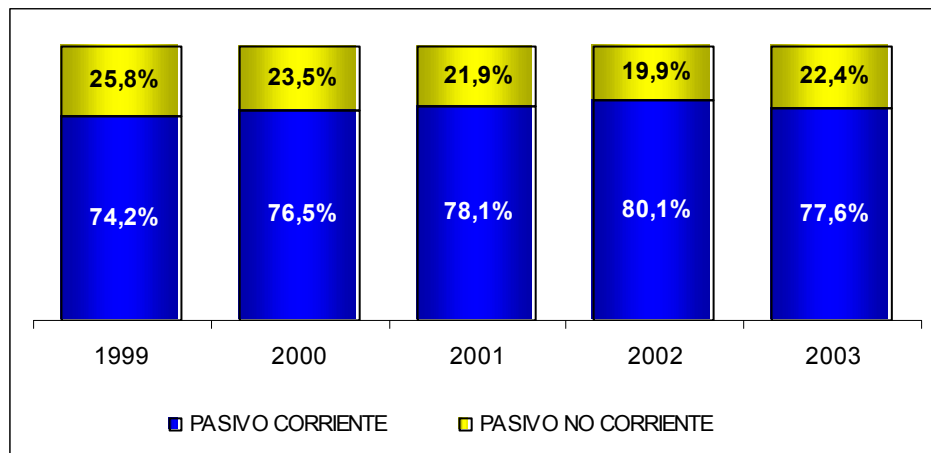
⁸ Clemente del Valle “Mercado de capitales y sector corporativo en Colombia”. Memorias Simposio del Mercado de Capitales. Mayo 5 y 6 de 2005.

Tabla 6.
Composición Promedio del Pasivo Total de las Compañías

AÑO	1999	2000	2001	2002	2003
PASIVO CORRIENTE	74,2%	76,5%	78,1%	80,1%	77,6%
PASIVO NO CORRIENTE	25,8%	23,5%	21,9%	19,9%	22,4%
TOTAL PASIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaborado por la autora

Gráfico 3.
Composición Promedio del Pasivo



Fuente: Elaborado por la autora

Para el Pasivo Corriente representado por el 77.64%, las cuentas principales por orden de importancia sobre participación son: Obligaciones Financieras de Corto Plazo con una participación promedio de 33.85%, Proveedores con un 30.51% y cuentas por pagar de corto plazo con un 20.73%. A continuación se presenta la composición promedio del pasivo corriente.

Tabla 7.
Participación Promedio de las Cuentas del Pasivo Corriente sobre el Pasivo Total y sobre el Total Pasivo Corriente

NOMBRE	Participación en el Total Pasivo	Participación en el Pasivo Corriente
21 OBLIGACIONES FINANCIERAS (CP)	27,160%	33,851%
22 PROVEEDORES	22,804%	30,515%
2305 Cuentas Corrientes Comerciales (CP)	1,928%	2,235%

2310 A Casa Matriz (CP)	0,060%	0,064%
2315 A compañías vinculadas (CP)	2,823%	3,293%
2320 A Contratistas (CP)	0,047%	0,095%
2330 Ordenes de Compra x Utilizar	0,000%	0,000%
2335 Costos y Gastos x Pagar	5,010%	6,793%
2340 Instalamentos x Pagar	0,016%	0,022%
2345 Acreedores Oficiales (CP)	0,112%	0,365%
2350 Regalías x Pagar	0,038%	0,044%
2355 Deudas con Accionistas o Socios (CP)	1,223%	1,581%
2357 Deudas con Directores	0,000%	0,000%
2360 Dividendos o Partic. x Pagar	1,012%	1,175%
2365 Retención en la Fuente	1,093%	1,453%
2367 Impuesto a las Ventas Retenido	0,306%	0,387%
2368 Impuesto de Industria y Comercio Retenido	0,021%	0,027%
2370 Retenciones y Aportes de Nomina	0,629%	0,902%
2375 Cuotas x Devolver	0,000%	0,000%
2380 Acreedores Varios (CP)	1,893%	2,294%
23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR CP	16,211%	20,730%
24 IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	4,358%	5,489%
25 OBLIGACIONES LABORALES CORTO PLAZO	2,536%	3,534%
2605 Para Costos y Gastos	0,993%	1,220%
2610 Para Obligaciones Laborales	0,196%	0,234%
2615 Para Obligaciones Fiscales	0,712%	0,850%
2620 Pensiones de Jubilación	0,302%	0,442%
2625 Para Obras de Urbanismo	0,000%	0,000%
2630 Para Mantenimiento y Reparaciones	0,003%	0,004%
2635 Para Contingencias	0,259%	0,286%
2640 Para Obligaciones de Garantías	0,000%	0,000%
2695 Provisiones Diversas	0,122%	0,229%
26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	2,588%	3,265%
27 DIFERIDOS CORTO PLAZO	0,818%	0,964%
2805 Anticipos y Avances Recibidos (CP)	0,856%	1,075%
2810 Depósitos Recibidos (CP)	0,112%	0,130%
2815 Ingresos Recibidos para Terceros (CP)	0,102%	0,250%
2820 Cuentas de Operación Conjunta	0,000%	0,000%
2825 Retención a Terceros sobre Contratos (CP)	0,048%	0,092%
2830 Embargos Judiciales	0,000%	0,000%
2835 Acreedores del Sistema (Anexo 18)	0,000%	0,000%
2840 Cuentas en Participación	0,000%	0,000%
2895 Diversos (CP)	0,049%	0,105%
28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS CORTO PLAZO	1,166%	1,651%
2905 Bonos en Circulación	0,000%	0,000%
2910 Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acción	0,000%	0,000%
2915 Papeles Comerciales	0,000%	0,000%
2920 Bonos Pensionales	0,000%	0,000%
2925 Títulos Pensionales	0,000%	0,000%

29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIALES	0,000%	0,000%
0 TOTAL PASIVO CORRIENTE	77,639%	

Fuente: Elaborado por la autora

El pasivo no corriente constituye en promedio el 22.36%, del total pasivo, y está conformado principalmente por las cuentas: obligaciones financieras de largo plazo con una participación promedio de 45.51%, pasivos estimados y provisiones de largo plazo con un 12.96%, pensiones de jubilación de largo plazo con un 12.28% y subtotal cuentas por pagar largo plazo con un 10.49%. A continuación se presenta la composición promedio del pasivo no corriente.

Tabla 8.

Participación Promedio de las Cuentas del Pasivo no Corriente sobre el Pasivo Total y sobre el Total Pasivo no Corriente

NOMBRE	Participación en el Total Pasivo	Participación en el Pasivo No Corriente
21 OBLIGACIONES FINANCIERAS (LP)	13,896%	45,505%
2305 Cuentas Corrientes Comerciales (LP)	0,816%	1,364%
2310 A Casa Matriz (LP)	1,108%	1,677%
2315 A Compañías Vinculadas (LP)	0,569%	1,113%
2320 A Contratistas (LP)	0,003%	0,080%
2335 Costos y Gastos x Pagar	0,131%	0,410%
2345 Acreedores Oficiales (LP)	0,032%	0,056%
2350 Regalías x Pagar	0,000%	0,000%
2355 Deudas con Accionistas o Socios (LP)	1,784%	4,560%
2357 Deudas con Directores (LP)	0,000%	0,000%
2360 Dividendos o Partic. x Pagar (LP)	0,035%	0,060%
2375 Cuotas por Devolver (LP)	0,000%	0,000%
2380 Acreedores Varios (LP)	0,203%	1,166%
23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR LP	4,682%	10,487%
25 OBLIGACIONES LABORALES LARGO PLAZO	0,463%	4,381%
2605 Para Costos y Gastos (LP)	0,000%	0,189%
2610 Para Obligaciones Laborales (LP)	0,002%	0,018%
2615 Para Obligaciones Fiscales (LP)	0,006%	0,178%
2620 Pensiones de Jubilación (LP)	1,651%	12,279%
2625 Para Obras de Urbanismo (LP)	0,000%	0,000%
2635 Para Contingencias (LP)	0,014%	0,142%

2640 Para Obligaciones de Garantías (LP)	0,000%	0,000%
2695 Provisiones Diversas (LP)	0,023%	0,150%
26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES (LP)	1,697%	12,956%
2705 Ingresos Recibidos x Anticipado (LP)	0,058%	0,327%
2710 Abonos Diferidos (LP)	0,033%	0,157%
2715 Utilidad Diferida en Vtas a Plazos (LP)	0,000%	0,000%
2720 Crédito x Correc. Monetaria Diferida (LP)	0,954%	6,032%
2725 Impuestos Diferidos (LP)	0,150%	1,170%
27 SUBTOTAL DIFERIDOS LARGO PLAZO	1,196%	7,686%
2805 Avances y Anticipos Recibidos (LP)	0,009%	0,033%
2810 Depósitos Recibidos (LP)	0,018%	0,022%
2815 Ingresos Recibidos para Terceros (LP)	0,227%	0,363%
2820 Cuentas de Operación Conjunta	0,000%	0,000%
2825 Retención a Terceros sobre Contratos (LP)	0,007%	0,008%
2835 Acreedores del Sistema (LP)	0,000%	0,000%
2840 Cuentas en Participación (LP)	0,001%	0,041%
2895 Diversos (LP)	0,000%	0,000%
28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS LARGO PLAZO	0,262%	0,467%
2905 Bonos en Circulación (LP)	0,017%	0,029%
2910 Bonos Obligatoriamente Convertib. Acción (LP)	0,148%	0,175%
2915 Papeles Comerciales (LP)	0,000%	0,000%
2920 Bonos Pensionales (LP)	0,000%	0,000%
2925 Títulos Pensionales (LP)	0,000%	0,000%
29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIALES (LP)	0,165%	0,204%
0 TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	22,361%	

Fuente: Elaborado por la autora

Según lo anterior, tenemos que tanto en el pasivo corriente como en el pasivo no corriente, la fuente de financiación con mayor participación son las obligaciones financieras, con un promedio de participación 33,85% para las de corto plazo y un 45,51% para las de largo plazo. El comportamiento de esta fuente de financiación se explica principalmente por las tasas de interés a las cuales se toman los préstamos, la capacidad de pago o situación de liquidez de la empresa y en un menor grado el plazo al cual se toman las obligaciones.

A. Incidencia de la Tasa de Interés.

En los últimos quince años, la DTF nominal ha observado una evolución que podríamos agrupar en tres fases claramente diferenciables:

1. Desde inicios de 1986 hasta finales de 1991, la DTF presentó un comportamiento relativamente estable (una desviación estándar de sólo 2.4%) con una tasa nominal que giraba alrededor de un nivel del 34%.
2. A la par con la introducción de un Banco Central independiente, con claras y definidas responsabilidades de control del nivel de precios y el inicio efectivo del proceso de reducción de la inflación, la DTF experimentó una disminución en su nivel nominal, acompañado de un incremento en su volatilidad (la desviación estándar de la DTF en el período comprendido entre octubre de 1991 y octubre de 1998 fue 4.4%). En este período, el nivel promedio de la DTF fue 29%.
3. Desde finales de 1998, la DTF se ha desplomado en una caída sin precedentes. De niveles de 37.5% en noviembre de 1998 la DTF cayó a 10% en un período de sólo 14 meses. La tendencia de reducción es tan clara y definida que no es posible identificar un nivel medio en torno al cual fluctuara la DTF. Este comportamiento ha estado asociado con el proceso de recesión de la producción de la economía colombiana que afectó en forma especial al sector financiero.

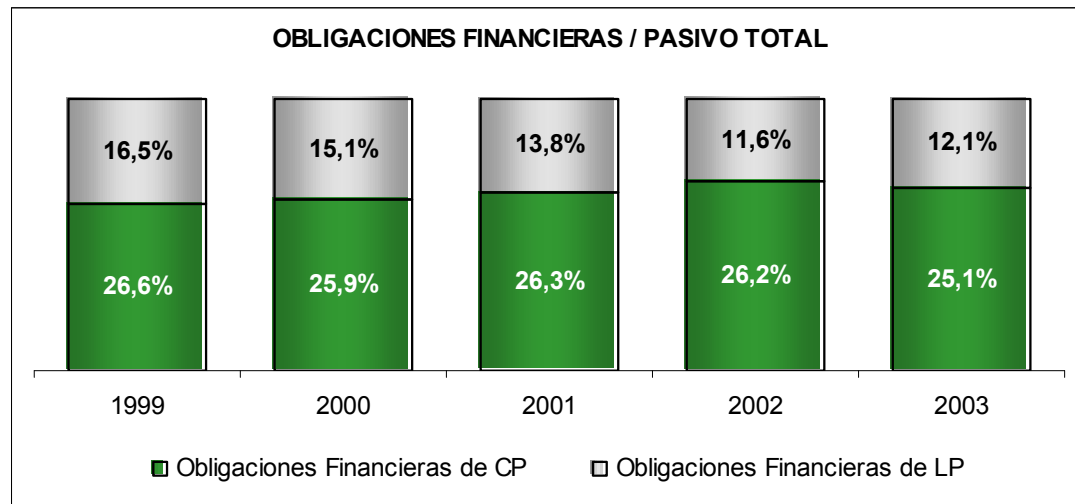
Sin embargo, nos concentraremos en la tercera fase correspondiente al periodo del análisis. La teoría sugiere una relación entre las tasas de interés y el aumento de los créditos, lo que explicaría que las empresas tengan mayores porcentajes de participación de obligaciones financieras dentro de sus balances y las opciones de financiación, aunque es importante aclarar que entre el periodo entre 1998 – 2003, estas no han presentado grandes aumentos de participación sino que se han mantenido relativamente estables.

Tabla 9.
Composición Promedio de las Obligaciones Financieras

AÑO	1999	2000	2001	2002	2003
Obligaciones Financieras de CP	26,6%	25,9%	26,3%	26,2%	25,1%
Obligaciones Financieras de LP	16,5%	15,1%	13,8%	11,6%	12,1%
Total Obligaciones Financieras	43,0%	41,0%	40,1%	37,7%	37,2%

Fuente: Elaborado por la autora

Gráfico 4.
Composición Promedio de las Obligaciones Financieras



Fuente: Elaborado por la autora

Ahora, en cuanto al comportamiento de las tasas en este periodo, podemos decir, se ha visto como se mantiene una política monetaria expansiva dirigida a reducir las tasas de interés y aumentar el crédito doméstico, modificando el énfasis tradicional de controlar la cantidad de dinero, por un mayor seguimiento a la evolución de las tasas de interés; con tal propósito se ha venido reduciendo el saldo de OMAS y el Banco de la República ha liderado una caída de las tasas de captación domésticas.”⁹

Para finales de 1998 se señala el punto de quiebre más importante de la DTF real. Después de alcanzar en noviembre de 1998 el nivel de tasa real sobre IPC más alto de todo el período analizado (casi 18%), la DTF inició un proceso de caída vertiginoso que la llevó a comienzo de 2000 a niveles de 0.5%.

“Del comportamiento de la DTF real se puede concluir que la caída de la DTF nominal en 1999 no se debió a una reducción de la inflación, en cuyo caso la DTF real no se habría alterado, sino a otros factores, como la fuerte contracción del sector financiero, la caída en el nivel de producción de la economía y una política monetaria más holgada de parte del Banco de la República.

La causalidad que ha llevado a esta caída de la tasa de interés pasa por la reducción de la demanda por recursos. En un escenario de recesión, además de la contracción de la demanda interna, las consideraciones de riesgo hacen que el número de agentes de la economía calificados para acceder a

⁹ Revista del Banco de la República, noviembre de 1992. pgs 13-14

crédito por parte del sector financiero se reduzca (sobre todo después de un proceso de expansión descontrolada del crédito como el de la economía colombiana a mediados de los noventa). Este hecho reduce la necesidad de captación de recursos por parte de las entidades financieras. Para adaptarse a este escenario, las entidades financieras redujeron el nivel de sus tasas de captación a niveles que se conocieron como “tasas para no captar”. Es decir, tasas de rendimiento tan bajas que llevaban a los ahorradores a buscar otras opciones de inversión distintas a los CDT’s de las entidades financieras. Esta situación era sostenible debido a que la contracción de la cartera de créditos de las entidades era tal que no había necesidad de buscar nuevos recursos.”¹⁰

De tal manera el comportamiento hacia a la baja presentado por las tasas de interés, ha sido de gran influencia sobre la constante y alta participación de las obligaciones financieras en las compañías. Este comportamiento ha permitido que las empresas paguen sus obligaciones de corto plazo, y adquieran otras, generando un ciclo vicioso sobre la permanencia en la utilización de esta fuente de financiación.

B. El riesgo de endeudarse en el corto plazo.

Un aspecto importante a tener en cuenta dentro de esta alta tendencia al endeudamiento de corto plazo son los riesgos en los que incurre una compañía, porque los empresarios basados en las condiciones que les ofrece el mercado aumentan sus créditos ordinarios y asumen riesgos muy altos, a un precio bajo pero muy costoso y complicado para años posteriores. Un informe de Corfinsura explica “cómo empresas altamente exportadoras, con gran parte de sus ingresos atados al dólar, tienen dificultades con sus flujos de caja puesto que los ingresos sólo les alcanza para pagar gastos operacionales e intereses de la deuda, pero no el capital que está a punto de vencerse y pactado a corto plazo. Ante este panorama padecen los gerentes financieros, los socios y las instituciones financieras.”¹¹

En otras palabras, existe un problema de conformidad financiera al ver como los empresarios financian proyectos de largo plazo con recursos de corto plazo y no solo esto, además este círculo vicioso de endeudamiento de corto plazo representa igualmente riesgos para las entidades financieras en el sentido en que llegará un punto en el cual no podrán prestar más y las empresas no solo seguirán siendo vulnerables frente a los cambios en la tasa de interés sino que entrarán en una crisis en donde se castigarán los flujos de caja de la compañía al no tener acceso a los recursos necesarios

¹⁰ ¿Es la DTF, la tasa de interés de la economía?. Andres Restrepo. Corfivalle S.A

¹¹ Capital Inteligente. Edición 8. Marzo de 2005. Corfinsura.

para pagar cada una de las obligaciones. O en otras palabras, lo que en economía se denomina “trampa de la liquidez”.

Al respecto Corfinsura igualmente dice en su informe que “salir al mercado a buscar recursos para cancelarle a otra entidad es muy complicado. Los empresarios están tranquilos debido a los altos niveles de liquidez existentes en el mercado, pero se les olvida que sus empresas pueden estar afectadas en su liquidez por factores diferentes, y que las entidades financieras pueden reducir la oferta de crédito o abstenerse de renovar las tesorerías, y allí vienen los líos.”¹²

De tal manera, no solo la solvencia financiera de la compañía se ve comprometida sino también los activos que hacen parte del desarrollo de los proyectos de largo plazo que viene financiando la compañía.

Comportamiento de los Proveedores

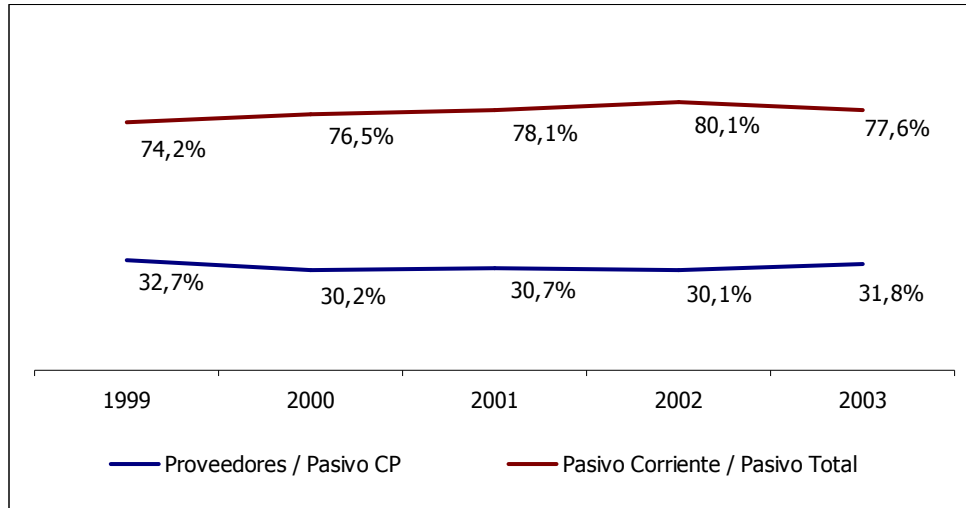
En el periodo de análisis el comportamiento de los proveedores es estable, puesto que la participación de estos sobre el pasivo total es muy similar en cada uno de los años.

Es importante resaltar como la evolución del pasivo corriente se mantiene igualmente estable, lo que nos indica que las compañías no se han visto en la necesidad de reclasificar sus pasivos, es decir, en teoría los aumentos en las cuentas de proveedores puede ser porque hubo una reclasificación de pasivos y el pasivo corriente aumentó, generando dependencia de los proveedores y mostrando un problema de liquidez en términos de la caja o que puede estar presentando dependencia de los proveedores. Sin embargo, el comportamiento de estas compañías frente a esta cuenta es estable por lo que no puede mostrarse dependencia de los mismos. Ahora, en cuanto al estado de liquidez de la compañía esta tendría que analizarse más detalladamente con una serie de indicadores pertinentes.

Además, no puede dejarse de mencionar que la muestra pertenece al sector de alimentos, el cual requiere de un intensivo capital de trabajo, en el cual los proveedores de materia prima juegan un papel importante dentro del desarrollo del objeto social de cada una de las compañías, lo que nos lleva a decir entonces, que la cuenta de proveedores no solo constituye una base para el funcionamiento de las compañías, sino también que ha esto se debe el alto porcentaje de participación e importancia como fuente de financiación.

¹² Capital Inteligente. Edición 8. Marzo de 2005. Corfinsura.

Gráfico 5.
Proveedores y Pasivo Corriente



Fuente: Elaborado por la autora

Comportamiento de las cuentas por pagar

De este rubro, aunque presenta un porcentaje considerable dentro de los pasivos corrientes, su comportamiento es muy estable y las cuentas que mayor participación presentan son los costos y gastos por pagar en un porcentaje de 6,79%.

Tabla 10.
Promedio de las Cuentas por Pagar de las Compañías

AÑO	1999	2000	2001	2002	2003
Cuentas por pagar / Pasivo CP	18,9%	21,8%	21,4%	21,7%	19,6%

Fuente: Elaborado por la autora

3.3 Comportamiento del patrimonio de las compañías.

El patrimonio que como ya se dijo constituye en promedio un 60.28% del Total Pasivo y Patrimonio está compuesto principalmente por el superávit por valorizaciones con una participación promedio de 31.10%, la Revalorización del patrimonio con un 30.71% y el capital social con un 21.66%. A continuación se presenta la composición del patrimonio y de cada una de sus cuentas.

Tabla 11.
Participación Promedio de las cuentas del Patrimonio

NOMBRE	Participación en Total Patrimonio	Participación en la cuenta principal
3105 Capital Suscrito y Pagado	17,169%	83,883%
3115 Aportes Sociales	4,493%	15,018%
3120 Capital Asignado	0,001%	1,099%
3125 Inv Suplemen al Capital Asignado	0,000%	0,000%
3130 Capital de Personas Naturales	0,000%	0,000%
3135 Aportes del Estado	0,000%	0,000%
3140 Fondo Social	0,000%	0,000%
31 SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL	21,663%	100,000%
3205 Prima en coloc. acc cuotas o partes de int. s	3,969%	35,130%
3210 Donaciones	0,002%	0,019%
3215 Crédito Mercantil	0,000%	0,000%
3220 Know How	0,000%	0,000%
3225 Superávit Método e Participación	1,822%	15,951%
32 SUBTOTAL SUPERAVIT DE CAPITAL	5,793%	
33 RESERVAS	9,982%	
34 REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	30,714%	
35 DIVIDEN O PARTC. DECRETADAS EN ACC. O CUOTAS	0,000%	
36 RESULTADOS DEL EJERCICIO	4,499%	
37 RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	-3,750%	
38 SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	31,099%	
0 TOTAL PATRIMONIO	100,000%	

Fuente: Elaborado por la autora

Revisando el comportamiento histórico de las cuentas que componen principalmente la cuenta de patrimonio, no se presentan cambios importantes, todo lo contrario se muestra una permanencia en la tendencia, lo que muestra de cierta forma como los empresarios no han cambiado su forma de establecer la estructura de capital de las compañías, manteniendo el mayor porcentaje de participación sobre la deuda, por razones abordadas anteriormente.

Tabla 12.
Comportamiento Promedio de las Principales Cuentas del Patrimonio

AÑO	1999	2000	2001	2002	2003
Superávit por valorizaciones / Total Patrimonio	33,7%	30,8%	29,7%	29,6%	32,2%
Revalorización del Patrimonio / Total Patrimonio	31,7%	29,8%	31,4%	32,0%	31,9%
Capital Social / Total Patrimonio	28,0%	22,2%	20,1%	18,3%	17,0%
Patrimonio / Total pasivo más patrimonio	59,7%	60,5%	61,8%	60,1%	60,4%

Fuente: Elaborado por la autora

4. CONCLUSIONES

- En primer lugar se resalta el invariable comportamiento de la estructura de capital de las empresas grandes del sector alimentos durante el período analizado, sobresale la alta participación del pasivo como fuente de financiación respecto del patrimonio.
- El patrimonio muestra un comportamiento estable en donde su mayor concentración se ubica en la cuenta de superávit por valorizaciones, lo que muestra el efecto de la inflación sobre este, resaltándose entonces que el valor del patrimonio no depende de la operación del negocio sino de un factor externo de la economía, lo que en un mercado eficiente no debería ser así.
- El comportamiento tradicional en los instrumentos de financiación utilizados y en la elección de la estructura de capital de la empresa, muestra que: en primer lugar, el costo de la deuda y los beneficios que esta conlleva les permite llevar la delantera, en segundo lugar, el mercado de capitales al cual pueden acceder las compañías no se encuentra muy desarrollado y el desarrollo actual no ha logrado conseguir incrementar el uso de otro tipo de instrumentos.
- Los proveedores serán una fuente de financiación enfocada más a la operación del negocio, razón por la cual mantiene una alta participación dentro de la estructura de financiación.
- Gracias a la tendencia de las tasas de interés de la economía, la deuda sigue siendo uno de los instrumentos más utilizados por las compañías para financiar sus proyectos y necesidades de la misma, para el periodo analizado ha de tenerse en cuenta además que el alto nivel de liquidez fue un factor importante en el sostenimiento del nivel de pasivos de corto plazo de las compañías.
- Las compañías actualmente están incurriendo en altos costos al no tener en cuenta, que el ciclo vicioso de los préstamos de corto plazo no solo castiga el flujo de caja sino también la solvencia financiera, puesto que compromete los proyectos de largo plazo, es así como los empresarios deberían buscar un nivel óptimo de endeudamiento y no dejarse llevar solamente por las situaciones circunstanciales del sistema financiero que les ofrece buenas condiciones pero no precisamente la mejor estabilidad financiera en el largo plazo.
- Resulta significativo que la empresa del sector de alimentos en Colombia tome las decisiones de estructura de capital a partir de

factores que podrían considerarse “tradicionales” o “de costumbre”. Durante el análisis fue difícil encontrar forma de articular los datos del sector con las teorías sobre estructura óptima de capital recogidas en el primer capítulo de esta tesis.

- La mayor parte de las decisiones sobre estructura de capital se toman a partir de variables externas a la compañía, no existe evidencia que permita concluir que las empresas del sector de alimentos en Colombia durante el periodo 1999 – 2003 hallan considerado el riesgo o la asignación.
- Las decisiones sobre endeudamiento parecen obedecer más a las disponibilidades del mercado que a la de opciones reales para tal endeudamiento, resalta por ejemplo que la deuda vía bonos, habitualmente de largo plazo y bajo costo apenas representa en 0,2% del total del pasivo mientras que la deuda vía obligaciones financieras representa un 37,2% del pasivo total, siendo está en su mayoría de corto plazo.
- El sector de alimentos en Colombia es el principal dentro de la industria manufacturera con una participación del 3,3% del PIB industrial para el 2003, además durante los últimos años ha logrado posicionarse dentro del mercado fortaleciendo la demanda y aumentando su productividad, convirtiéndose en un sector jalonador de la producción en la economía.
- El beneficio tributario que concede la financiación mediante deuda, tampoco parece ser uno de los mayores incentivos de las empresas para optar por un mayor endeudamiento, sin embargo, este produce un buen resultado sobre el flujo de fondos de la compañía, puesto que la compañía puede destinar estos fondos para otras actividades.
- El costo sobre el incumplimiento del pago de los intereses de la deuda, puede convertirse en uno de los más altos sobre la deuda de una compañía, puesto que a medida que aumenta el pasivo financiero se disminuye el pago de impuestos y aumenta el nivel de costos derivados del impago del servicio del mismo.
- Se resalta la tendencia de las compañías por concentrar su deuda en el corto plazo, el alto porcentaje de participación del pasivo corriente sobre del total del endeudamiento representa el 77,6% para el 2003, mientras que los pasivos de largo plazo pierden participación, además en ambos plazos las obligaciones financieras cuentan con la mayor participación, siendo la fuente de financiación más utilizada.

BIBLIOGRAFÍA.

ANDRADE, G. y KAPLAN, S.N., How Costly is Financial (Not Economic) Distress?. Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed, *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No. 5, October 1998.

ANIF – FEDESARROLLO, Colombia-Diagnostico de la Estructura de Financiamiento del Sector Real e Identificación de Obstáculos que han Impedido que estas Empresas Acudan al Mercado de Valores. Marzo del 2004.

BARNEY, L. Dwayne. The relation between capital structure, interest rate sensitivity, and market value in the... *Journal of Risk & Insurance*, Dec97, Vol. 64 Issue 4, p733.

BREALEY, Richard A. MYERS, Stewart C. *Principios de Finanzas Corporativas*. MADRID: MCGRAW-HILL, 1993

BOOTH, Laurence. AIVAZIAN, Varouj. y Otros. *Capital Structures in Developing Countries*. May 2000.

CARDONA MARIN, Zulma Inés. *Finanzas Corporativas. Notas de Clase*. 2003. Capitulo 6.

CAT, Francis; GHOSH, Arvin. Tests of Capital Structure Theory: A Binomial Approach. *Journal of Business & Economic Studies*, Fall2003, Vol. 9 Issue 2, p20.

COPELAND, Thomas E. WESTON, J. Fred. *Financial Theory and Corporate Policy*. Reading, Mass: Addison- wesley publishing, 1988.

DEL VALLE, Clemente. *Sector Corporativo y Mercado de Capitales en Colombia*. Simposio de Mercado de Capitales. Mayo de 2005.

GHOSH, Arvin; CAI, Francis. The determinants of capital structure. *American Business Review*, Jun2000, Vol. 18.

GILSON, S.C., KOSE, J. y LANG, L.H.P., Troubled Debt Restructurings; An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990.

GLEN, Jack. SINGH, Ajit. *Capital Structure, Rates of Return and Financing Corporate Growth: Comparing Developed and Emerging Markets, 1994 – 00*. Febrero, 2003.

HARRIS, M. y RAVIV, A., The Theory of Capital Structure, The Journal of Finance, Vol. XLVI, No.1, March 1991.

HARVARD, Business School. Note on Theory of Optimal Capital Structure. February 1, 1979.

HOVAKIMIAN, Armen; OPLER, Tim; TITMAN, Sheridan. The Debt – Equity Choice. Journal of Financial & Quantitative Analysis, Mar2001, Vol. 36.

KEOWN, Arthur. J. PETTY, William. SCOTT, David F. y MARTIN, John D. Introducción a las Finanzas. La práctica y la lógica de la administración financiera. Segunda Edición. Prentice may Iberia, Madrid. 1999.

KIM H. A Mean – Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. Journal of Finance. March 1978.

Las 100 empresas más grandes de Colombia. Revista Semana. Edición. 1147. Bogotá (03, Mayo, 2004); p. 112

Las 5000 empresas. Revista Dinero. Edición. 183. Bogotá (Junio, 2003)

LIE, Erik. Do Firms Undertake Self-Tender Offers to Optimize Capital Structure?. Journal of Business, Oct2002, Vol. 75 Issue 4, p609

MAO, Connie X. Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. Journal of Financial & Quantitative Analysis, Jun2003, Vol. 38 Issue 2, p399.

MODIGLIANI, Franco. MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. American Economic Review, 48: 261 – 297 (Junio, 1958).

MYERS, Stewart C. Capital Structure, Journal of Economic Perspective. Vol 15. Pg 81 – 102. 2001

-----, y MAJLUF, N.S., Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investors do not have, Working Paper No 1396, National Bureau of Economic Research, July 1984.

-----, Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, Vol. 5, 1977.

PASSOV, Richard. How Much Cash Does Your Company Need? *Harvard Business Review*, Nov2003, Vol. 81 Issue 11, p119.

OPLER, C. Tim. SARON, Michael. TITMAN, Sheridan. Designing Capital Structure to Create Shareholder Value. February 1997.

-----, y TITMAN, S., Financial Distress and Corporate Performance, The Journal of Finance, Vol., XLIX, No.3, July 1994.

ROBICHEK, A. and MYERS, Stewart C. Problems in the Theory of Optimal Capital Structure. Journal of Financial & Quantitative Analysis. June 1966.

SOLOMON, Ezra, Teoría de la Administración Financiera, Ediciones Macchi, Buenos Aires, 1972.

STENBACKA, Rune; TOMBAK, Mihkel. Investment, Capital Structure, and Complementarities Between Debt and New Equity. Management Science, Feb2002, Vol. 48, p257.

TENJO, Fernando y GARCÍA, Guillermo. Desarrollo Financiero y Estructura de Capital de las Empresas. Banca y Finanzas. Nº 40. Junio 1996.

WELCH, I., A Primer on Capital Structure, Working Paper, The Kohn Anderson Graduate School of Management, University of California, Los Angeles, De

-----, Capital Structure and Stock Returns, Yale International Center for Finance, Working Paper No. 02-03, March 2003.

-----, The Real Determinants of Capital Structure, Working Paper 8782, National Bureau of Business Research, February 2

WRUCK, K.H., Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency, Journal of Financial Economics, Vol. 27, 1990.

ANEXO A
LISTA DE EMPRESAS DE LA MUESTRA DEL ESTUDIO

NIT	Razón Social	Total Activo 2003 (cifras en miles de pesos)
890903532	INDUSTRIA COLOMBIANA DE CAFE S A	507,635,320
891300238	INGENIO PROVIDENCIA S.A.	361,978,896
860025900	ALPINA PRODUCTOS ALIMENTICIOS S A	312,249,718
890301602	LLOREDA S A EN ACUERDO DE REESTRUCTURACION	284,925,457
890301690	INDUSTRIAS DEL MAIZ S.A.	280,056,826
890300686	CADBURY ADAMS COLOMBIA S.A.	273,186,511
891300382	HARINERA DEL VALLE S.A.	242,030,056
817000423	INCAUCA REFINERIA DE COLOMBIA S.A.	201,837,357
890302758	DISA LIMITADA	198,405,590
890920304	FRITO LAY COLOMBIA LTDA	192,715,790
891401705	INGENIO RISARALDA S.A	172,781,978
891100445	MOLINOS ROA S A	166,411,817
860005264	FABRICA DE GRASAS Y PRODUCTOS QUIMICOS S A	161,217,574
891900129	CARLOS SARMIENTO L.& CIA. INGENIO SANCARLOS S.A.	156,200,980
860029286	FRIGORIFICO SUIZO S A	153,639,546
860074450	QUALA S.A.	138,972,624
890900291	SOLLA S.A.	132,828,392
860017055	PRODUCTOS ALIMENTICIOS DORIA S A	130,294,535
891300513	INGENIO PICHICHI S.A.	130,006,862
817000856	MOLINOS DEL CAUCA S A	123,947,124
890901446	FABRICA DE CAFE LA BASTILLA S.A.	115,348,770
891300529	GRASAS S.A	115,065,988
830029243	CICOLAC LTDA	113,851,646
800072556	SEA TECHNOLOGY INTERNATIONAL INC	106,969,993
860353831	INDUSTRIA PRODUCTORA DE ARROZ LIMITADA	105,892,246
890901271	CONTEGRAL MEDELLIN S.A.	102,854,049
860020317	PRODUCTOS DE MAIZ S A PROMASA	102,722,906
890903192	GRASAS VEGETALES S A	101,134,403
830002366	BIMBO DE COLOMBIA S A	101,044,546
860000006	ACEITES Y GRASAS VEGETALES S.A ACEGRASAS	97,838,596
891701595	MOLINO SANTA MARTA S.A.	96,996,502
860004828	FINCA S A	90,419,863
890903711	PROCESADORA DE LECHES S A	89,554,923
891100190	MOLINO FLORHUILA S A	88,569,382
891401858	PIMPOLLO S.A.	87,997,286
860026895	CARBONE RODRIGUEZ & CIA S C A ITALCOL S C A	87,332,033
860002553	COMESTIBLES LA ROSA S A	85,853,171
860031606	ARROZ DIANA S A	84,608,303
821000169	PRODUCTORA DE JUGOS S.A.	83,500,655
860008448	MEALS MERCADEO DE ALIMENTOS DE COLOMBIA S A	82,355,399
890301054	TORRECAFE AGUILA ROJA & CIA. S.A.	77,776,150
860003831	PRODUCTOS RAMO S A	77,117,142
860010192	PRODUCTORA DE GELATINA S A	71,952,625
860000898	S K N CARIBECAFE LTDA	69,333,133

890100584	FABRICAS UNIDAS DE ACEITES Y GRASAS VEGETALES S.A.	68,138,850
890100703	GRASAS Y ACEITES VEGETALES S.A.	67,176,702
800190930	DULCES DE COLOMBIA S A	61,580,252
800096040	COMESTIBLES ALDOR S.A.	60,749,780
892002290	PROCESADORA DE ARROZ LIMITADA	59,570,530
800245795	PARMALAT COLOMBIA LTDA	59,555,636
800208785	CONGELADOS AGRICOLAS S A	59,241,056
890900535	KELLOGG DE COLOMBIA S.A.	55,036,408
890400514	AGRINAL COLOMBIA S.A.	54,301,221
800045228	DESCAFEINADORA COLOMBIANA S.A.	54,231,893
890400972	COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL PESQUERA BOLIVAR DE COLOMBIA S.A.	52,500,190
800012375	CONCENTRADOS S.A.	52,184,417
800210144	INGENIO MARIA LUISA S A	50,437,098
800045797	INDUSTRIAS ALIADAS S.A.	50,124,689
890907163	COMPAÑIA INDUSTRIAL DE PRODUCTOS AGROPECUARIOS CIPA S A	48,700,898
800148119	GRASAS Y DERIVADOS S.A.	47,445,789
817000630	INCAUCA ALIMENTOS Y REFRESCOS S.A.	46,240,942
891900196	INGENIO CARMELITA S.A.	46,184,586
891304762	ITALCOL DE OCCIDENTE LIMITADA	46,065,520
817000705	COLOMBINA DEL CAUCA S.A.	45,637,642
817000719	COMPAÑIA NACIONAL DE ALIMENTOS LTDA CONAL	43,992,988
890100026	CAMAGUEY S.A.	43,616,377
860350588	CONTEGRAL BOGOTA S.A.	42,013,044
890101692	GELCO S.A.	41,352,771
800223739	ATUNES Y ENLATADOS DEL CARIBE S.A.	41,253,783
860023827	CONCENTRADOS CRESTA ROJA S A	41,235,030
800188270	AVICULTURA TECNICA S.A.EN ACUERDO DE REESTRUCTURACION	40,445,902
890315540	PRODUCTOS YUPI S.A.	39,574,350
890700058	UNION DE ARROCEROS S.A.	39,278,781
891902234	CONTEGRAL CARTAGO LTDA.	37,698,746
800037527	PASSIFLORA COLOMBIANA S.A.	37,585,285
800046958	FOODEX S.A.	36,604,352
890901342	INVERSIONES DEL DARIEN S.A.	31,110,674
800078508	SOCIEDAD COMERC INTER Y DE FABRIC DE ACEITES Y MARG DEL MAG S A	30,887,410
817000579	FRIESLAND COLOMBIA S.A.	29,113,732
802001105	MOLINOS DEL ATLANTICO S. A.	29,010,867
860090365	FABRICA NACIONAL DE GRASAS S.A.	28,598,533
860006127	SOCIEDAD INDUSTRIAL DE GRASAS VEGETALES S.A.	28,232,315
890103541	FRIGORIFICO CONTINENTAL S.A	27,830,609
890100118	MOLINOS BARRANQUILLITA S.A.	27,683,277
890200676	PASTERIZADORA SANTANDEREANA DE LECHE S.A.	27,127,458
860400008	MOLINO EL LOBO LTDA	26,291,842
890800252	CENTRAL LECHERA DE MANIZALES S A	25,282,664
891701551	PALMAS OLEAGINOSAS DEL MAGDALENA LTDA.	23,960,342
860049042	COMESTIBLES ITALO S.A.	23,409,348
890102110	OLEOFLORES LIMITADA	22,943,802
860025274	PRODUCTORA DE GRASAS Y ACEITES VEGETALES S A PROGRAL S A	22,824,995