

# REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Bogotá, D. C., septiembre  
de 2005 - No. 76

EDITORA:  
Diana Margarita Mejía A.

ISSN  
0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es  
una publicación del Departamento  
de Comunicación Institucional del  
Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los  
artículos son las de sus autores y  
no necesariamente reflejan el  
parecer y la política del Banco o  
de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR  
puede consultarse en la página web  
del Banco de la República:  
[www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)  
(Ruta de acceso:  
Información Económica/Documen-  
tos e Informes/Reportes)

Diseño:  
Asesores Culturales Ltda.



## Estructura financiera del sector corporativo privado

POR: NANCY EUGENIA ZAMUDIO GÓMEZ\*

*Aunque el sector corporativo privado sigue dependiendo en un alto porcentaje de la deuda financiera, esta fuente ha disminuido su participación dentro de la estructura de capital en los últimos cinco años. Frente a esta reducción, el crecimiento de las utilidades retenidas ha sido importante, y ha llevado a que los recursos propios se conviertan en la primera opción de financiamiento para muchas empresas.*

Después del estancamiento del crédito en Colombia, posterior a la crisis de finales de la década pasada, y la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la cartera comercial durante los primeros meses de 2004, surgen algunas preguntas como cuál es la estructura de capital de las empresas colombianas y si se está presentando una recomposición entre las fuentes de financiamiento. Dado que todavía es muy limitado el número de empresas que acude al mercado de valores, por razones diferentes tales como problemas de información, incumplimiento de los requisitos exigidos, o porque no desean revelar información de sus empresas, el sector corporativo privado sigue dependiendo en un

porcentaje muy alto del crédito bancario y de recursos internos para financiarse.

En este artículo se analizan los diferentes recursos de capital con que cuentan las empresas para financiarse. El análisis recoge un seguimiento de la dinámica del pasivo y el patrimonio de las empresas en los últimos cinco años, la composición del pasivo a partir de sus principales rubros, una clasificación de la deuda financiera y comercial por plazo y por moneda, y un análisis general de las distintas fuentes de financiamiento y su evolución.

La información que se utiliza fue suministrada por las superintendencias de Sociedades y de Valores, y

\* Profesional del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. Las opiniones, errores y omisiones son responsabilidad exclusiva de la autora y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Se agradecen los comentarios de Hernando Vargas, José Tolosa y Dairo Estrada.

por medio de ésta se construyó una muestra homogénea de 6.140 empresas desde el año 2000. En el Cuadro 1 se clasificó la muestra a través de varios criterios.

## I. Crecimientos reales del pasivo y el patrimonio<sup>1</sup>

En esta parte se analiza cómo ha sido la evolución del pasivo y el patrimonio dentro del balance de las empresas, como una aproximación a la presencia de una sustitución entre recursos internos y externos a las firmas.

Después de haber crecido cerca de 3 puntos porcentuales (pp) por encima del patrimonio, en 2002, el pasivo decreció 1,4% durante 2003 y 2004 para el total de empresas, mientras que el patrimonio creció 3,9% y 9%, respectivamente (Gráfico 1).

En la clasificación entre productoras de bienes transables y no transables fue posible encontrar también diferencias en el comportamiento del pasivo y el patrimonio. Para productoras de bienes transables el pasivo y el patrimonio decrecieron en términos reales durante 2001, en 2002 el pasivo creció muy por encima del patrimonio, y en los últimos dos años el pasivo permaneció constante y el patrimonio creció de manera similar al del total de

empresas (3,1% en 2003 y 8,7% en 2004). Contrario a las productoras de bienes transables, las productoras de bienes no transables disminuyeron su pasivo durante 2003 y 2004 cerca de 3 y 4 pp, respectivamente, y el patrimonio fue mucho más dinámico en este grupo de empresas, al crecer casi 5% y 10% en los mismo años.

La diferencia entre las grandes empresas y los demás grupos fue amplia durante el último año. Para todos los tipos de empresas el patrimonio creció pero solo en medianas y pequeñas el pasivo disminuyó 7,5% y 9,6%, respectivamente. Por sectores, el pasivo disminuyó en 2004 para el sector transporte y los servicios, y para los demás creció de manera moderada, mientras que el patrimonio presentó altas tasas reales de crecimiento en todos los sectores.

La dinámica favorable presentada por el patrimonio contrasta con el decrecimiento del pasivo de las empresas durante los últimos dos años. En cuanto el pasivo, se destaca la disminución de las obligaciones financieras; y en el patrimonio, el crecimiento de las utilidades y las reservas, las cuales reflejan el uso de recursos propios. Este comportamiento apoya la hipótesis de la existencia de una sustitución entre recursos externos e internos a las empresas.

Cuadro 1

### MUESTRA DE EMPRESAS

Criterio	Número	Porcentaje
<b>Bienes transables y no transables 1/</b>		
Transables	2.510	41,0
No transables	3.630	59,0
<b>Tamaño 2/</b>		
Grandes	751	12,0
Medianas	2.091	34,0
Pequeñas	3.298	54,0
<b>Sectores económicos</b>		
Agricultura	559	9,0
Industria	1.808	29,0
Construcción	413	7,0
Comercio	1.603	26,0
Transporte	233	4,0
Servicios	1.379	22,0
Otros	145	2,0

1/ Las empresas productoras de bienes transables son aquellas que pertenecen a los sectores de agricultura, ganadería, caza y silvicultura, pesca, explotación de minas y canteras e industria manufacturera; y las productoras de bienes no transables las del resto de sectores.

2/ La clasificación por tamaño se realizó a partir del volumen de ventas en cada año.

Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

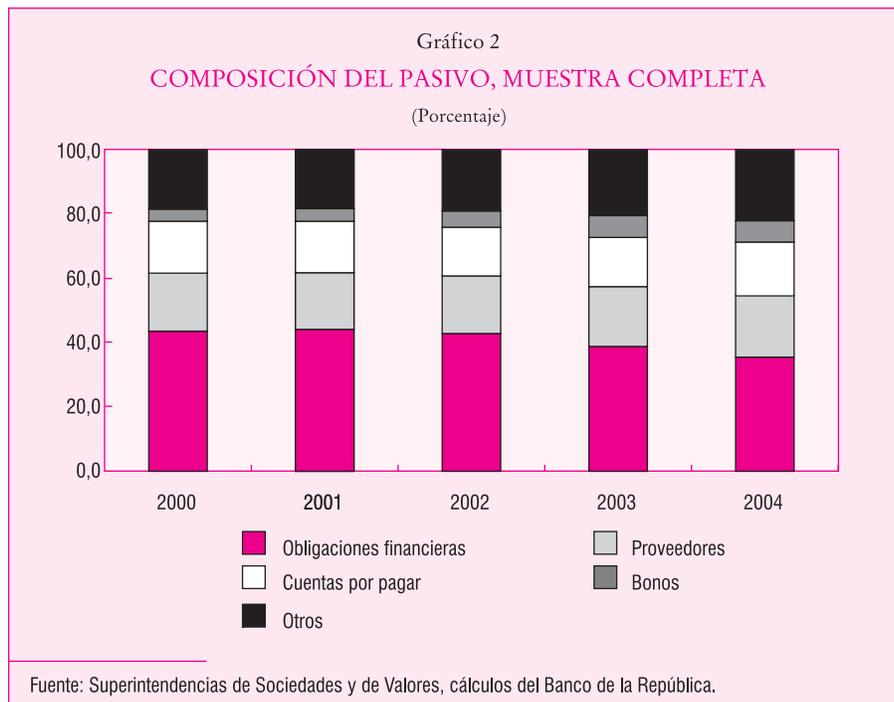
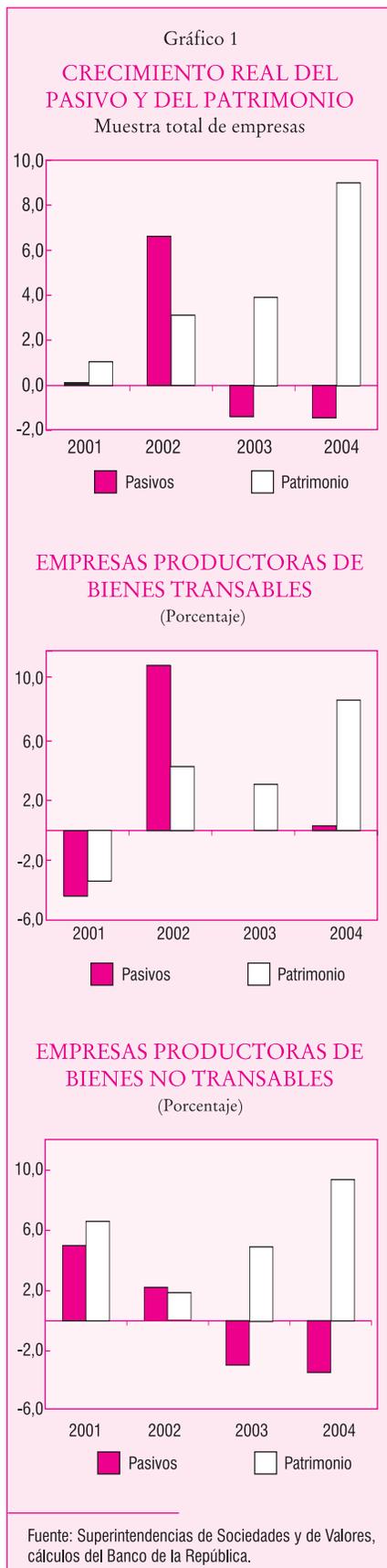
## II. Composición del pasivo

El pasivo sigue compuesto, principalmente, por deuda financiera y comercial. El porcentaje de obligaciones financieras continúa siendo alto a pesar de haber disminuido en los últimos cinco años (36%), y el crédito comercial o con proveedores ha permanecido constante en 19% durante el mismo período. Las cuentas por pagar<sup>2</sup> y los bonos, por el contrario, han aumentado su participación en los últimos años: las primeras pasaron de representar el 15%, en 2003, a 17% en 2004, y los segundos de 4% en 2000, a 7% en 2004<sup>3</sup>. Otros pasivos, como los impuestos, gravámenes

<sup>1</sup> El pasivo es el conjunto de deudas que la empresa tiene con terceras personas. Los principales elementos del pasivo son el crédito y otras obligaciones contraídas. El patrimonio es el valor líquido del total de bienes de una empresa. Contablemente es la diferencia entre los activos y los pasivos, y representa la riqueza neta.

<sup>2</sup> Las cuentas por pagar están compuestas por cuentas corrientes comerciales, costos y gastos por pagar, acreedores oficiales, deudas con accionistas o socios, retención en la fuente, retenciones y aportes de nómina, y acreedores varios, entre otros.

<sup>3</sup> Los bonos considerados en este análisis son de largo plazo en el 90% de los casos.



y tasas, aumentaron su participación, aunque levemente (Gráfico 2).

Por tipos de empresas, se observaron patrones diferentes. Las empresas productoras de bienes no transables poseen hoy un porcentaje mayor de crédito financiero y comercial, comparadas con las productoras de bienes transables, aunque la diferencia es de unos pocos puntos porcentuales. Para los dos grupos de empresas ha disminuido la proporción de obligaciones financieras, pero solo para las productoras de bienes transables ha aumentado la de los bonos en los últimos dos años, desde solo 1%, en 2000, hasta 8% en 2004.

Por tamaño, las empresas medianas son las que dependen en un porcentaje mayor del crédito, seguidas por las empresas grandes. La deuda financiera de las empre-

sas pequeñas tiene un porcentaje similar a las cuentas por pagar; este último es mayor en 2004. Los bonos solo tienen importancia en el pasivo de las empresas grandes, los cuales incrementaron su participación de 5% a 9% en los últimos cinco años.

En la revisión por sectores, aunque es desigual la participación de la deuda financiera<sup>4</sup>, los bonos y el crédito comercial presentan mayores diferencias. Los bonos de los sectores industrial, y de transporte y comunicaciones representan hoy cerca de 10% del pasivo<sup>5</sup>, para el sector servicios

<sup>4</sup>El sector de transporte y comunicaciones, por ejemplo, tiene el 50% de su pasivo compuesto por deuda financiera, y el sector servicios tiene un poco más del 40% representado en este rubro. Por el contrario, el sector comercial tiene solo el 29% de su pasivo compuesto por deuda financiera.

<sup>5</sup>Este resultado en los sectores industrial y de transporte y comunicaciones puede estar influenciado por emisiones de bonos de unas pocas empresas de gran tamaño.

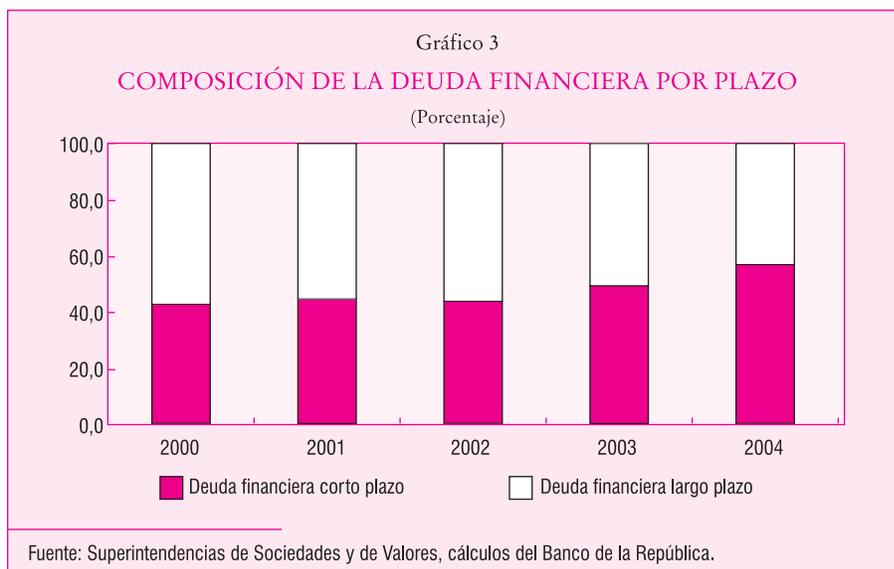
supera el 7%, y en el sector comercial este porcentaje es de 3%. Para el resto de sectores el porcentaje en el que participan los bonos es casi nulo. El crédito comercial es muy alto para sectores como agricultura y comercio, y bajo para la construcción, los servicios, y el sector de transporte y comunicaciones.

En general, se observa una tendencia hacia la reducción de las obligaciones financieras y el aumento de los bonos; sin embargo, estos siguen siendo de uso exclusivo de empresas de gran tamaño o que pertenecen a sectores como la industria, los servicios o las comunicaciones. Las cuentas por pagar también han aumentado y representan para las empresas de menor tamaño el principal rubro dentro del pasivo.

### III. Composición de la deuda financiera y comercial por plazo y por moneda<sup>6</sup>

#### A. Deuda financiera de corto y largo plazos

La composición por plazo ha cambiado en los dos últimos años en favor del crédito de corto plazo. Mientras en el año 2000, el crédito de corto plazo representaba el 43% dentro del total y el de largo plazo el porcentaje restante, hoy presentan exactamente la forma contraria. El plazo de la deuda para productoras de

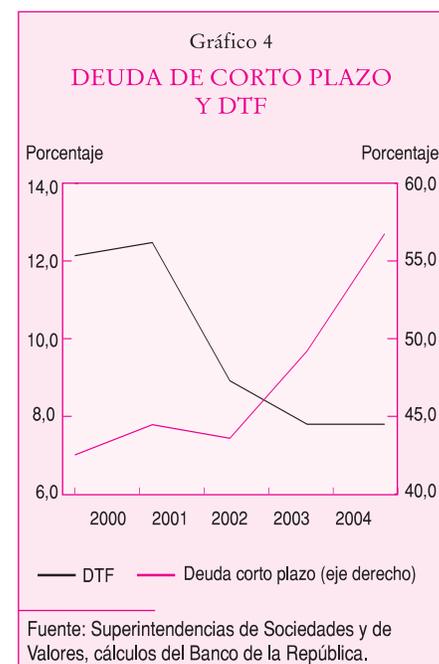


bienes transables ha presentado las mismas características del total de empresas; y para las productoras de bienes no transables, el crédito mayor a un año pasó de representar el 60%, en 2000, a menos del 40% en 2004 (Gráfico 3).

Las empresas pequeñas que habían aumentado su porcentaje de deuda financiera de corto plazo de 37%, en 2000, a 46% en 2003, la disminuyeron en 2004 a 41%, razón por la cual la deuda de largo plazo continúa representando la mayoría. Las empresas medianas poseen hoy el porcentaje más alto de deuda de corto plazo (62%).

Por sectores, se pueden observar grandes diferencias. Los sectores de agricultura, industria, comercio, y transporte y comunicaciones han aumentado su deuda de corto plazo durante el período

analizado, siguiendo la tendencia del total de empresas de la muestra. El sector de transporte y comunicaciones pasó de depender en un 82% de su crédito de largo plazo en 2000 a solo 59% en 2004<sup>7</sup>, y el sector comercial ha presentado también un cambio significativo en su deuda en favor del corto plazo, al pasar de 66% en 2000, a 81% en 2004.



<sup>6</sup> De acuerdo con la información disponible, es posible dividir la deuda financiera por plazo y por moneda, y la deuda comercial solo por moneda. La deuda de corto plazo es aquella con vencimiento menor a un año, y la de largo plazo la pactada desde un año en adelante. La clasificación por moneda se refiere a aquella deuda financiera o comercial con entidades de crédito domésticas o con entidades del exterior. Por medio de esta información no es posible determinar los plazos exactos ni la moneda en la que están denominados los créditos.

Contrario a esto, los sectores de construcción y de servicios han mantenido su deuda de corto plazo alrededor de un promedio de 48% y 45%, respectivamente, durante los últimos cinco años.

Este resultado implica que más empresas están recomponiendo su deuda financiera hacia el corto plazo. Sin tener información de tasas y plazos exactos de los créditos, es posible que las empresas tengan mayores incentivos para cambiar su deuda hacia plazos más cercanos, dados los menores costos del financiamiento de corto plazo y la confianza en la política monetaria que mantiene las tasas en niveles históricamente bajos (Gráfico 4).

*B. Deuda doméstica y con el exterior*

Las empresas de la muestra tienen hoy el 74% de su deuda financiera y comercial con entidades domésticas, y un porcentaje similar presentan las productoras de bienes transables y no transables.

La deuda con entidades del exterior ha presentado una reducción considerable durante el período analizado. Entre 2000 y 2004 el porcentaje de esta deuda pasó de 34% a 26%, reducción que se explica, principalmente, por las productoras de bienes no transables para las que la recomposición fue todavía mayor, al pasar de 42% en 2000, a 29% en 2004 (Gráfico 5). En el *Reporte de Estabilidad Financiera* de junio de 2005, se indicó que aunque una parte importante de la reducción



de la deuda con entidades del exterior se explica por la revaluación del peso, la deuda en dólares también disminuyó<sup>8</sup>.

Las empresas grandes presentaron una reducción en la participación de su deuda con entidades del exterior de 10 pp durante los cinco años analizados, y las empresas medianas y pequeñas también poseen un porcentaje menor de esta deuda, ya que alcanzaron 18% y 8% el año pasado, respectivamente.

La reducción mencionada también se observó en todos los sectores económicos. El sector de transporte y comunicaciones tiene el mayor porcentaje de deuda en moneda extranjera (81%)<sup>9</sup>, seguido por el sector industrial (26%), mientras que los sectores

agrícola y de construcción tienen solo 6% y 4% de esta deuda.

Esta tendencia a un menor endeudamiento con entidades del exterior, aunque explicada, en parte, por la disminución en el precio del dólar durante el año pasado, puede reflejar una menor exposición al riesgo cambiario de las empresas colombianas. La disminución de la deuda en moneda extranjera de las empresas que poseen un volumen más bajo de ventas puede ser un problema de acceso por falta de colateral que no les permite negociar deuda en los mercados internacionales, y para el sector de transporte puede ser influencia de empresas de gran tamaño pertenecientes a la rama de comunicaciones, las cuales cambian los resultados de este grupo.

<sup>7</sup> A pesar de la reducción, el sector transporte continúa siendo el sector con mayor porcentaje de deuda de largo plazo.

<sup>8</sup> La reducción de la deuda financiera y comercial en dólares en 2003 y 2004 fue de 13% y 2%, respectivamente.

<sup>9</sup> Este porcentaje disminuyó levemente durante el período 2000-2004.

#### IV. Fuentes de financiamiento

Para analizar las fuentes de financiamiento se construyeron las siguientes subdivisiones<sup>10</sup>:

1. *Deuda financiera*: a partir de la información de obligaciones financieras de corto y largo plazos, y en moneda legal y moneda extranjera.

2. *Deuda comercial*: a partir de la información de proveedores en moneda legal y moneda extranjera.

3. *Bonos*: bonos y papeles comerciales de corto y largo plazos.

4. *Utilidades retenidas*: utilidades de ejercicios anteriores.

5. *Capital para invertir*: reservas totales – (capital suscrito y pagado\* 0,5).

6. *Acciones*: capital suscrito y pagado.

Para considerar los flujos de cada una de estas cuentas, se calcularon las diferencias en cada año con respecto al año anterior y se contabilizaron separadamente las que aumentaron las fuentes de aquellas que las redujeron. En general, el análisis se llevó a cabo teniendo en cuenta los grupos de empresas en los que las variaciones de estas cuentas fueron positivas y, por tanto, los gráficos presentados en esta sección corresponden a estos datos. La información recogida en la parte de las variaciones negativas se utilizó

para confirmar los resultados encontrados.

En las empresas que incrementaron sus fuentes de recursos se observa una tendencia a financiarse cada vez menos con obligaciones financieras y proveedores, principalmente las pactadas con entidades del exterior. Los bonos y las acciones, los cuales habían incrementado su participación entre 2002 y 2003, volvieron a reducirla en 2004. Frente a estos resultados de la deuda, de los bonos y de las acciones, los recursos internos han aumentado de manera continua: el capital para invertir pasó de representar 9% en 2002, a 13% en 2004, y las utilidades retenidas de 24% a

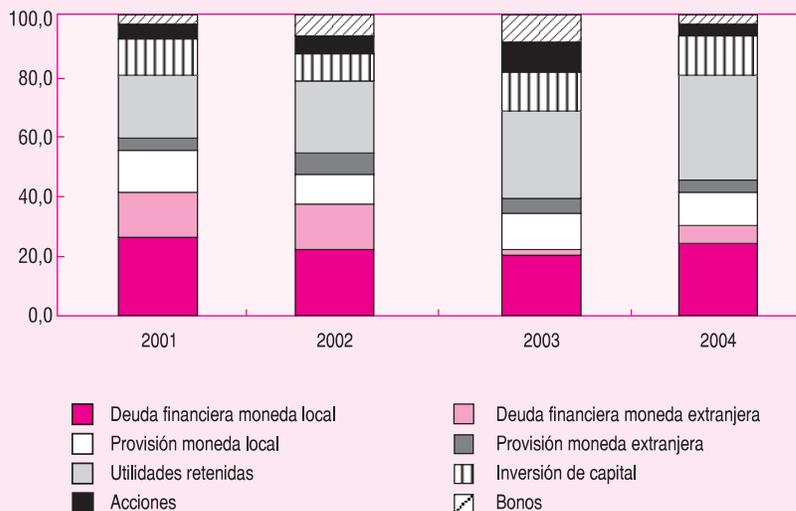
35% durante el mismo período (Gráfico 6).

Estos hallazgos se pueden confirmar con los resultados encontrados en las empresas que redujeron sus fuentes. En 2004, la mayor disminución se presentó en la deuda financiera en moneda legal, seguida por la denominada en moneda extranjera, mientras que un año antes la mayor reducción la había presentado esta última<sup>11</sup>.

Las empresas productoras de bienes transables se financiaron en 2004 con utilidades retenidas, en primer lugar, seguidas por deuda doméstica; mientras que para las productoras de bienes no transables la deuda estuvo por encima de los recursos internos. En cuanto a los principales cambios, los dos grupos de empresas

Gráfico 6  
COMPOSICIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO,  
MUESTRA COMPLETA

(Porcentaje)

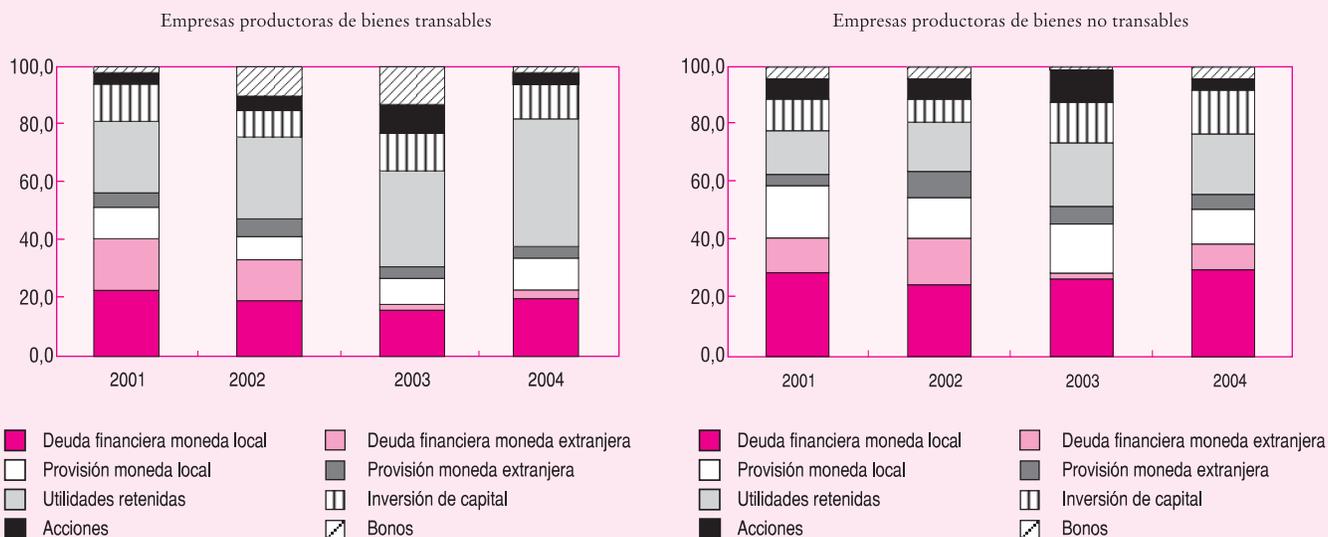


Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

<sup>10</sup> Metodología tomada de Anif-Fedesarrollo (2004): Colombia: diagnóstico de la estructura de financiamiento del sector real e identificación de obstáculos que han impedido que estas empresas acudan al mercado de valores.

<sup>11</sup> Las utilidades retenidas no se contabilizan en la reducción de los flujos, porque cuando la empresa presenta pérdidas no es posible incluirlas como fuente de recursos.

Gráfico 7  
COMPOSICIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA PRODUCTORAS DE BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES



Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

mostraron una tendencia hacia un mayor uso de recursos propios (Gráfico 7). En las empresas productoras de bienes transables, las obligaciones financieras en moneda extranjera han perdido participación de forma más pronunciada y las utilidades retenidas la han ganado, hasta llegar a representar el 44% en 2004. En las productoras de bienes no transables la deuda financiera y comercial doméstica ha disminuido, pero en este grupo el incremento que contrarresta la disminución de la deuda se observa por el lado del capital para invertir<sup>12</sup>.

Las empresas grandes han aumentado su financiamiento mediante recursos internos, dado que el capital para invertir y las utilidades retenidas de este grupo sumaron 50% en 2004. En segundo

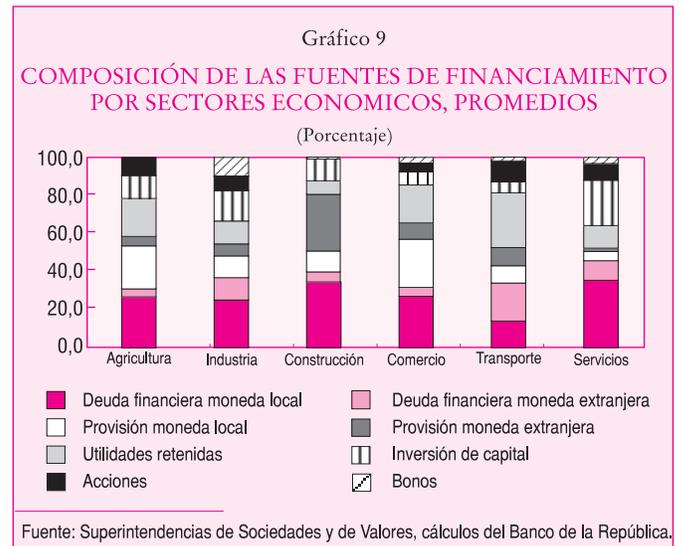
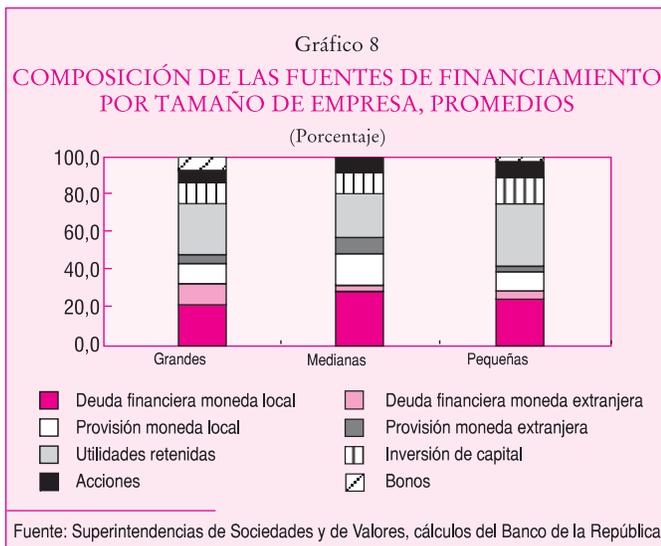
lugar, se encuentra la deuda doméstica, seguida por la deuda con entidades del exterior. Las empresas medianas se financian principalmente con deuda doméstica, y las pequeñas, al igual que las grandes, con recursos propios.

Los principales cambios en estos grupos de empresas se han dado para las grandes, las cuales al inicio del período dependían en un 60% de la deuda financiera y comercial, y hoy este porcentaje representa el 49%; los bonos, que habían aumentado hasta 11% en 2003, representaron en 2004 solo el 3% del total de fuentes. Las empresas medianas, por su parte, han seguido aumentando su deuda en moneda legal, sus recursos internos han permanecido constantes y los bonos no parecen ser importantes dentro de su estructura de capital.

Las empresas pequeñas tienen el porcentaje más alto de capital para invertir, en comparación con los otros dos grupos, y han presentado la reducción más significativa en la deuda con entidades del exterior (Gráfico 8).

Las empresas grandes, medianas y pequeñas que han disminuido sus recursos de capital lo han hecho mediante una menor deuda financiera y comercial. La reducción en 2003 y 2004 de las fuentes de las empresas grandes se explica por las obligaciones con entidades del exterior; y en las pequeñas, el 43% se debió a la caída de las obligaciones domésticas.

<sup>12</sup>Nuevamente, en el análisis de reducción de fuentes y dividiendo la muestra entre productoras de bienes transables y no transables, el cambio más significativo se presentó en las obligaciones financieras en moneda legal y en moneda extranjera.



Por sectores, todos dependen hoy principalmente del crédito, tanto financiero como comercial, y las diferencias se presentan en el uso de las demás fuentes de recursos. Los bonos, por ejemplo, hacen parte de la estructura de capital –aunque en un porcentaje muy pequeño–, de los sectores comercial, industrial y servicios. Las utilidades retenidas son la primera fuente del sector transporte, y son también importantes para la construcción y el comercio<sup>13</sup>. La reducción en el crédito con entidades del exterior se ha presentado en todos los sectores, aunque en 2004 ganó participación en el sector servicios (Gráfico 9).

El capital para invertir se ha tornado cada vez más importante y es posible observar un incremento en este rubro en todos los grupos. En este punto se destaca el sector servicios, para el que desde 2003 esta

fuerza constituye la principal forma de financiarse. Las acciones no constituyen una fuente importante de recursos aún y no han presentado grandes cambios en los últimos años.

En el grupo que redujo sus fuentes de recursos, vuelve a existir evidencia de la disminución de las obligaciones financieras, y se destacan el sector de la construcción, el sector comercial y los servicios. En el sector transporte, las obligaciones con entidades del exterior contribuyeron en 2004 con el 69% de la caída en el total de fuentes de esta rama económica.

## V. Conclusiones

La disminución de las obligaciones financieras, particularmente las obligaciones con entidades del exterior, parece reflejarse en general para todos los grupos de empresas. Los bonos y papeles comerciales son importantes en la estructura de financiamiento de unas pocas empresas que tienen características particulares, como un

gran volumen de ventas o una actividad desarrollada en sectores específicos, como la industria y las comunicaciones. Las acciones son una de las fuentes a las que menos acuden las empresas, lo que, unido al moderado porcentaje con el que participan los bonos, permite afirmar que el mercado de valores está todavía poco desarrollado y solo un número reducido de empresas acuden a él en busca de recursos.

Los recursos internos representados por las utilidades retenidas y el capital para invertir han mostrado una dinámica muy importante y en los últimos dos años los datos parecen dar evidencia de la sustitución entre crédito financiero y estos recursos. La mayor financiación con estos recursos puede estar explicada por el flujo positivo de utilidades de los últimos años, los incentivos tributarios para reinvertirlas y los menores costos y riesgos que implica usar las fuentes internas frente a los que provienen de los mercados de deuda tanto domésticos como internacionales. ■

<sup>13</sup> Las utilidades retenidas han aumentado durante el período analizado en todos los sectores económicos, con excepción de la construcción, el sector agrícola y los servicios.