

# ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DEL TEJIDO EMPRESARIAL DE LA REGIÓN PACÍFICO DE COLOMBIA\*

## BUSINESS NETWORK FINANCING STRUCTURE OF COLOMBIA'S PACIFIC REGION

Nelson Kevin Sinisterra Solís<sup>α</sup>

Margot Cajigas Romero<sup>β</sup>

### Resumen

Estudios en Colombia han concentrado sus esfuerzos en caracterizar la estructura de financiamiento de las compañías, considerando de forma aislada la región, tamaño y el sector económico al que estas pertenecen. El presente estudio muestra la estructura financiera de las empresas de la Región Pacífico de Colombia, analizadas de acuerdo a su tamaño y sector económico. Se trabaja con 1831 empresas de la región que reportaron información financiera a la Superintendencia de Sociedades de Colombia, durante los años 2013 y 2014. Las microempresas son las empresas con mayor debilidad y vulnerabilidad en su estructura de financiamiento, especialmente el sector Industrias Manufacturera, poniéndolas en desventaja frente a los procesos de competitividad.

### Palabras clave

Región Pacífico de Colombia, estructura financiera, competitividad, desarrollo económico local.

### Abstract

In Colombia, researchers have focused their efforts on characterizing the financing structure of companies, without taking the region, the size and the economic sector into consideration. The financing structure of companies in the Colombian Pacific region according to size and economic sector is shown in this research. To do so, the financial information from 1831 firms, which were reported to the Superintendence of Companies between 2013 and 2014, was used. "Micro-sized enterprises" are companies that have a weak and vulnerable financing structure, especially those companies belonging to the manufacturing sector, which becomes a disadvantage in the competitive process.

### Key words

Colombian Pacific Region, Financial Structure, Competitiveness, Local Economic Development.

**Clasificación J.E.L:** G32, R51.

\* Este artículo fue recibido el 13-10-2016 y aprobado el 22-11-2016.

<sup>α</sup> Contador público. Estudiante de maestría en Economía Agroalimentaria y del Medio Ambiente, Universidad Politécnica de Valencia, España. Correo electrónico: nelson.kss@gmail.

<sup>β</sup> Magíster en Ciencias de la Organización. Docente e investigadora de la Universidad Autónoma de Occidente. Correo electrónico: mcajigas@uao.edu.co.

## Introducción

La Región Pacífico de Colombia (RPC), es una zona de importancia en el ámbito económico nacional, especialmente por su ubicación que favorece el comercio internacional del país, pues cuenta con el principal complejo de puertos marítimos del país. Está integrada por los departamentos del Chocó, Valle del Cauca, Cauca y Nariño, y es un territorio de contrastes económicos. Por una parte, en ella se encuentra el tercer departamento con mayor influencia en la economía del país (Valle del Cauca), pero a su vez, con el departamento con mayor rezago económico: Chocó. En concordancia con cifras del Censo de 2005, y como lo expresa Bonet (2008), la pobreza de la economía chocoana se ve reflejada en indicadores sociales como el Índice de necesidades básicas insatisfechas (NBI) de 79 %, el más elevado de Colombia.

En términos de desarrollo, competitividad y comercio internacional, el Acuerdo de Alianza del Pacífico (2012), firmado entre Chile, Perú, México y Colombia, esta región del país constituye un área de integración regional que busca generar espacios de intercambios de capitales, personas y de bienes y servicios. Además, sirve de plataforma de circulación política, integración económica y comercial con proyección al mundo, con especial énfasis a Asia Pacífico, para la generación de crecimiento, desarrollo

y competitividad de las economías de los países relacionados.

De acuerdo con lo mencionado por Matíz y Naranjo (2011), a nivel nacional se resaltan los estudios de Correa, López y Castaño (2011), donde se efectúa un análisis del desempeño financiero de los sectores económicos a nivel nacional, así como el de Castaño Ríos y Arias Pérez (2014), quienes realizan una caracterización de la estructura financiera de las empresas colombianas por región. Sin embargo, en ninguna de estas investigaciones se aborda la estructura financiera clasificando a las empresas por su tamaño y sector económico de manera conjunta, lo cual es pertinente para entender las debilidades y fortalezas que ostenta cada sector económico en sus diferentes tamaños empresariales.

Precisamente, este artículo analiza la estructura financiera de las empresas de la RPC, considerando el tamaño y sector económico, durante los años 2013-2014. Se desarrolla mediante la exploración y descripción de 1831 empresas que reportan a la Superintendencia de Sociedades de Colombia, agrupadas en cuatro sectores económicos.

En la primera sección se presentan las teorías aceptadas sobre estructura financiera, seguido de la metodología y resultados. Las empresas de la región concentran su financiamiento en la estructura de capital; no obstante, para

las microempresas de los sectores manufacturero y comercio, la estructura corriente fue mayor a la de capital, advirtiendo que los principales elementos de financiación a corto plazo para todos los sectores objetos de análisis son las obligaciones financieras y los proveedores de bienes y servicios.

### Marco teórico

El estudio de los factores que influyen en la financiación y estructuración de capital de las firmas, se ha establecido como un tema de investigación de las finanzas corporativas modernas (Bosch, Barrionuevo & Munt, 2010). De acuerdo con Mondragón (2011), el camino investigativo de la estructura de capital se inicia con el trabajo de Modigliani y Miller (1958), quienes inicialmente plantearon la irrelevancia de la estructura financiera en el valor de la empresa; luego, en 1963, los mismos autores hacen una corrección sobre el planteamiento indicando que el endeudamiento tiene un efecto positivo sobre el valor de la empresa, debido al beneficio fiscal generado por el pago de intereses (Tresierra Tanaka, 2008).

Como respuesta y complemento a lo planteado por Modigliani y Miller (1958), autores quienes consideran que el endeudamiento, además de generar beneficio fiscal, puede ocasionar una serie de costos por el riesgo de bancarrota, se constituye lo que hoy se conoce como la teoría del equili-

brio estático o *trade-off*. Dentro de los planteamientos, se destaca la teoría de Myers (1984), quien establece que existe un nivel óptimo de apalancamiento financiero de las firmas, el cual surge de comparar el beneficio marginal de la cobertura impositiva por apalancamiento y el costo marginal del estrés financiero. En este sentido, las empresas se endeudarán hasta el punto donde los beneficios obtenidos por el endeudamiento se vean compensados por los costos que este mismo ocasiona (Mondragón, 2011).

Posteriormente, Myers (1984) hace replanteamientos, dándole nacimiento a la teoría de la jerarquía de las preferencias o *The Peking Order Theory*, la cual como menciona Tresierra Tanaka (2008), se basa en la asimetría de información y en el comportamiento de los directivos en beneficio de los accionistas actuales. Su postulado plantea una jerarquía en las fuentes de financiamiento de las compañías, en donde estas utilizan, en primer lugar, los fondos generados de manera interna, y si es necesario acudir a financiación externa, se deberá empezar por aquella con menor riesgo o menores costes de información.

De igual manera, Tresierra Tanaka (2008), a través de una revisión de trabajos empíricos que evalúan y comparan la teoría del equilibrio estático con la teoría de la jerarquía de las preferencias, concluye que ninguna de ellas se cumple de forma general

en los diferentes contextos y tamaños empresariales; por lo que, como lo señalan Chen y Shiu (2007), instituciones, ambientes y características de la empresa son determinantes importantes de la estructura de capital. Asimismo, Bosch et al. (2010) consideran que ambas corrientes teóricas son complementarias para explicar la estructuración de capital y la financiación en las firmas, siendo la capacidad explicativa de cada una, dependiente del contexto empresarial que se desea estudiar.

Sin embargo, en el estudio moderno de las finanzas corporativas, algunos teóricos han desarrollado análisis aplicados a entornos reales; tal es el caso de Mongrut, Fuenzalida, Pezo y Tep (2010), quienes verifican la validez de las teorías de estructura de capital con los modelos de jerarquización financiera y de apalancamiento objetivo para las empresas en Latinoamérica. Encontraron entonces, que la jerarquización financiera no explica la política de endeudamiento de las empresas latinoamericanas, mientras que las empresas prefieren contraer deuda y sacar provecho de sus beneficios y costos, en lugar de financiarse con los fondos generados; es decir, prefieren apalancamiento objetivo. Contrario a ello, Hernández y Ríos (2012), encuentran que la teoría de la jerarquía del orden explica el endeudamiento financiero de las empresas para el caso mexicano.

Por su parte, Soto (2013) analiza cómo la financiación ha provocado transformaciones en la forma tradicional de los sistemas financieros, particularmente en América Latina, como es el caso del mercado bancario, tanto público como privado, y lo cual afecta el financiamiento para las actividades productivas. No obstante, el trabajo de Melgarejo, Vera y Mora (2014), afirma que se debe analizar la estructura de financiamiento desde el contexto del tamaño de la empresa. Así, evalúan si las diferencias en el desempeño empresarial de pequeñas y medianas empresas, se deben a diferencias en la estructura de propiedad del capital, o a los índices de medida de desempeño empresarial.

Finalmente, Cabrer y Rico (2015), identifican los factores determinantes de la composición de la estructura de capital de las empresas españolas, en donde consideran que el nivel de endeudamiento depende de las características económicas y financieras de las empresas. Por ende, analizar la estructura de financiamiento de las empresas es relevante para el estudio de políticas en pro del desarrollo económico; de ahí que Castro, Kalatzis y Martins (2015) plantean al desarrollo financiero y, por tanto, la estructura financiera, como factores influyente sobre el comportamiento de la inversión de una empresa, entendiéndose que las inversiones empresariales, en su conjunto, impulsan el desarrollo económico.

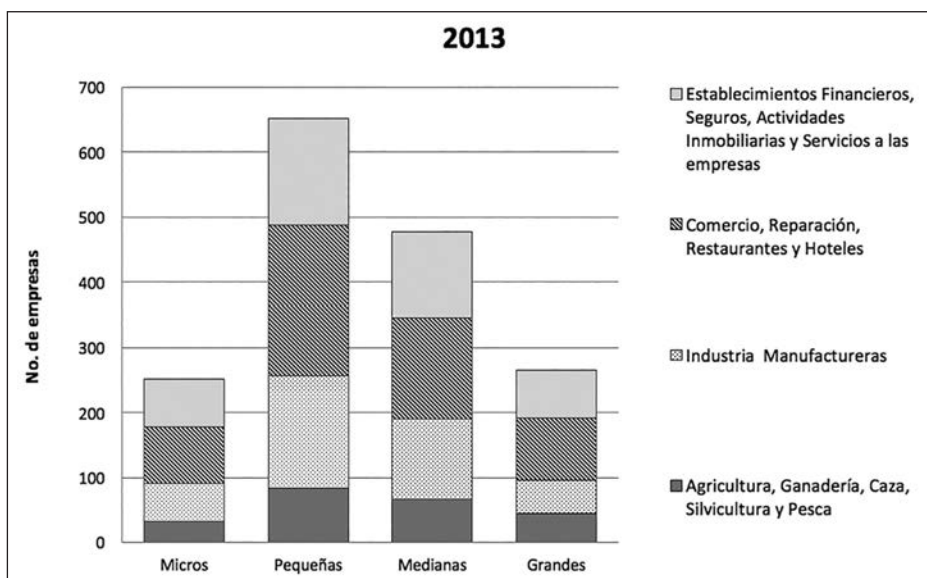
## Metodología

Para alcanzar los objetivos, se utilizó el método descriptivo, haciendo uso de herramientas cuantitativas y cualitativas. Con información de la Superintendencia de Sociedades de Colombia, clasificando las empresas de acuerdo al tamaño<sup>1</sup> y sector.

La población está compuesta por las 2432 empresas de la Región Pacífico, las cuales reportaron la información durante los años 2013 y 2014 a la Súper Intendencia de Sociedades.

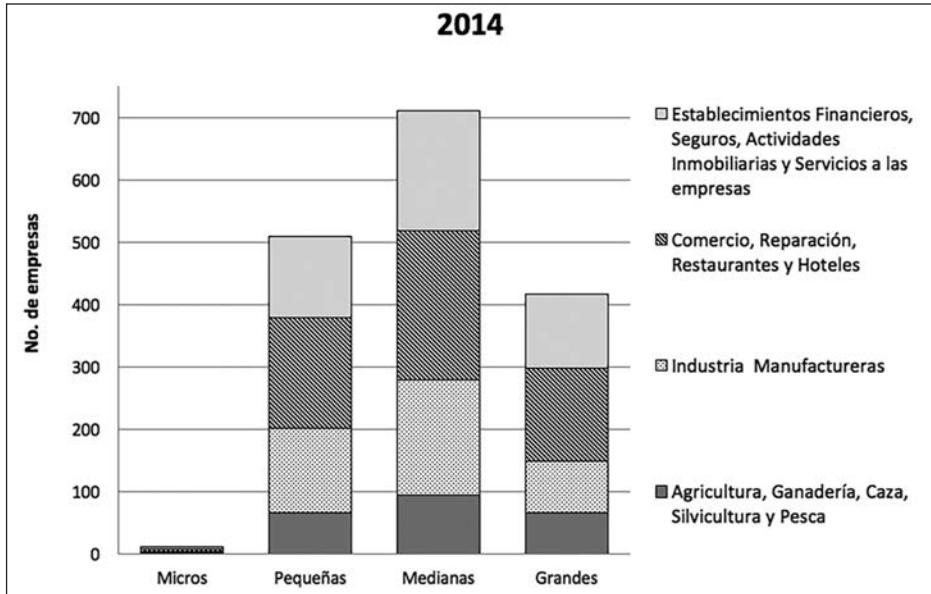
Sin embargo, para tener homogeneidad en la información, se hizo una depuración analizando las empresas que reportaron información de manera consecutiva durante los dos años del período de estudio y que pertenecían a los siguientes sectores económicos: Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca (AG); Industrias Manufactura (IM); Comercio, Reparación, Restaurantes y Hoteles (CM); y, Establecimientos Financieros, Seguros, Actividades Inmobiliarias y Servicios (IF). En la Figura 1 se detalla la muestra para 2013 y 2014.

**Figura 1.** Número de empresas para el análisis de la estructura financiera 2013 – 2014



<sup>1</sup> Bajo este criterio, se clasificaron las empresas con activos totales entre 0 y 500 SMMLV como micro, superior a 500 y hasta 5.000 SMMLV como pequeñas, superior a 5.000 y hasta 30.000 SMMLV como mediana y superior a 30.000 como grandes empresas. Por tanto, se hizo la pertinente clasificación teniendo en cuenta el respectivo SMMLV para cada año de estudio, respectivamente.

**Figura 1.** Número de empresas para el análisis de la estructura financiera 2013 – 2014 (continuación)



**Fuente:** elaboración propia con información de la Superintendencia de Sociedades (2013 y 2014).

## Resultados

La dinámica de la estructura financiera presenta dos enfoques: el primero es el horizonte temporal con el cual se financian o los recursos demandados por las compañías; financiamiento a corto plazo y el largo plazo. El otro enfoque es el de los agentes que participan en el proceso de financiación, quienes pueden ser externos (acreedores, expresados contablemente como pasivos) o internos (inversoristas y generación interna de fondos expresados contablemente como patrimonio) a la compañía.

Los resultados se presentan a continuación, considerando el tamaño de las empresas, el sector y los enfoques de la estructura financiera.

### Estructura financiera del sector Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca

Desde el punto de vista de los **agentes**, las empresas del sector Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca, muestran niveles de financiación altos con patrimonio propio, a excepción de las microempresas, las cuales para el período 2013 se

financiaron en mayor medida con pasivos. Descriptivamente, se evidencia una relación inversa entre el tamaño empresarial del sector con la razón de endeudamiento (porcentaje de recursos financiados con pasivo); por tanto, se espera que a medida que las empresas sean de mayor ta-

maño económico, la capacidad para financiar sus operaciones e inversiones en inmovilizados con recursos propios, aumente. Esto las vuelve menos dependientes de decisiones externas a la compañía, y crea un entorno de mayor autonomía para ellas (Cuadro 1).

**Cuadro 1.** Estructura financiera del sector Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca de la Región Pacífico de Colombia - Agentes

Tamaño	2013		2014	
	Razón de endeudamiento	Razón de patrimonio	Razón de endeudamiento	Razón de patrimonio
Microempresas	52 %	48 %	32 %	68 %
Pequeñas	43 %	57 %	35 %	65 %
Medianas	28 %	72 %	24 %	76 %
Grandes	16 %	84 %	20 %	80 %

Fuente: elaboración propia con información de la Superintendencia de Sociedades (2013 y 2014).

Respecto al **horizonte temporal** se observa que el sector, en general, financia sus recursos en un alto porcentaje con deudas a largo plazo y

con patrimonio; no obstante, para el año 2013 las microempresas se financiaron más con pasivo de corto plazo (Cuadro 2).

**Cuadro 2.** Estructura financiera del sector Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca de la Región Pacífico de Colombia - Temporalidad

Tamaño	2013		2014	
	Estructura corriente	Estructura de capital	Estructura corriente	Estructura de capital
Microempresas	52 %	48 %	25 %	75 %
Pequeñas	18 %	82 %	18 %	82 %
Medianas	17 %	83 %	15 %	85 %
Grandes	10 %	90 %	12 %	88 %

Fuente: elaboración propia con información de la Superintendencia de Sociedades (2013 y 2014).

La composición de la estructura corriente de las microempresas está determinada por los proveedores de servicio<sup>2</sup>, con una participación promedio del 85,3 % sobre el total del pasivo a corto plazo. Para los demás tamaños empresariales del sector, experimenta una estructura corriente influenciada por las obligaciones financieras y los proveedores de bienes y servicios<sup>3</sup>; en el período estudiado, las pequeñas empresas tuvieron participación del 24,6 % y un 57,5%; las medianas, del 25,5 % y el 57,9 %; y las grandes de un 33,4 % y un 49,6 %, respectivamente.

En cuanto a la estructura de capital, se percibe que las microempresas tienen como elementos principales el superávit por valorizaciones y los resultados retenidos y del ejercicio. Por otro lado, la financiación de largo plazo de las pequeñas empresas, en promedio, estuvo contenida en un 19,0 % en el pasivo<sup>4</sup>, un 17,0 % en la revalorización del patrimonio y un 32,5 % en el superávit por valorizaciones; por su parte, en las medianas y grandes empresas, el rubro con mayor preponderancia es el superávit por valorizaciones con el 53,6 % y el

59,6 % del total de la estructura de capital para cada tamaño respectivo.

En términos de generación interna de fondo, se observa que el sector ha obtenido valores positivos tanto en sus resultados acumulados, como en los resultados del último ejercicio, aunque estos no llegan a ser determinantes en su estructura de financiamiento.

### **Estructura financiera del Sector Industrias Manufactureras**

Desde el enfoque de los **agentes**, el sector Industrias Manufactureras, en general, percibe mayores niveles de financiación con patrimonio propio, en comparación a lo financiado con pasivo. Sin embargo, para el caso de las microempresas, para los dos periodos analizados, el pasivo superó los saldos de patrimonio, y en 2014, este correspondía al 151,0 % del valor contable de los activos. Por su parte, las pequeñas, medianas y grandes empresas, obtuvieron niveles de pasivos promedios del 39,0 %, el 26,0 % y un 18,0 %, respectivamente (Cuadro 3).

<sup>2</sup> Los proveedores de servicios contienen la cuenta contable "cuentas por pagar a corto plazo".

<sup>3</sup> Los proveedores de bienes y servicios están compuestos por las cuentas contables "proveedores y cuentas por pagar a corto plazo".

<sup>4</sup> El pasivo a largo plazo para todos los sectores y tamaños empresariales, está determinado por las obligaciones financieras.



**Cuadro 3.** Estructura financiera del sector manufacturero de la Región Pacífico de Colombia - Agentes

Tamaño	2013		2014	
	Razón de endeudamiento	Razón de patrimonio	Razón de endeudamiento	Razón de patrimonio
<b>Microempresas</b>	61 %	39 %	151 %	-51 %
<b>Pequeñas</b>	54 %	46 %	51 %	49 %
<b>Medianas</b>	47 %	53 %	44 %	56 %
<b>Grandes</b>	40 %	60 %	43 %	57 %

Fuente: elaboración propia con información de la Superintendencia de Sociedades (2013 y 2014).

Desde el **horizonte temporal** se observa que, en términos generales, el sector contiene una relación de estructura corriente y estructura de capital favorable para propósitos de liquidez. En los demás tamaños empresariales,

a diferencia de la microempresas, la financiación con pasivo a largo plazo más patrimonio supera el 60%, mientras que para las microempresas, en 2014, el pasivo a corto plazo constituye el 151 % del total de activos (Cuadro 4).

**Cuadro 4.** Estructura financiera del sector manufacturero de la Región Pacífico de Colombia-Temporal

Tamaño	2013		2014	
	Estructura corriente	Estructura de capital	Estructura corriente	Estructura de capital
<b>Microempresas</b>	52 %	48 %	151 %	-51 %
<b>Pequeñas</b>	39 %	61 %	38 %	62 %
<b>Medianas</b>	32 %	68 %	34 %	66 %
<b>Grandes</b>	24 %	76 %	27 %	73 %

Fuente: elaboración propia con información de la Superintendencia de Sociedades (2013 y 2014).

Los rubros con mayor participación fueron las obligaciones financieras y los proveedores de bienes y servicios, con participación promedio del 17,8 % y un 67,8 % para las microempresas; del 21,9 % y el 56,3 % para las

pequeñas empresas; de un 30,8 % y el 51,0 % para las medianas; y, del 28,5 % y el 54 % para las grandes, respectivamente, del total de pasivo a corto plazo.

La estructura de capital del sector está compuesta, esencialmente, por el pasivo a largo plazo, el capital social, la revalorización del patrimonio, el superávit por valorización, y por las reservas. Para las microempresas las cuentas con mayores participaciones fueron el capital social, la revalorización del patrimonio y los resultados de ejercicios anteriores, con un promedio de participación del 40,5 %; el 14,4 %; y un 40,1 %, en dicho orden. Se enfatiza en el hecho de que las utilidades del ejercicio influyeron negativamente en promedio en un 113,3 %, en el saldo de estructura de capital. Para las pequeñas y medianas empresas, se identifica que los rubros más significativos en su estructura de capital son el pasivo a largo plazo, el capital social y el superávit por valorizaciones, con participaciones del 19,2 %, 14,2 % y 29,0 % para las pequeñas empresas y 15,7 %; 20,3 % y 29,4% para las medianas, respectivamente. Mientras que las grandes empresas tienen como elementos principales de su estructura de capital al pasivo a largo plazo, el superávit por valorización y las reservas, con participaciones

promedio del 20,0 %; el 34,4 % y un 16,1 %, correspondientemente.

En referencia a la generación interna de fondos, se hace visible que el sector presenta inconvenientes en la generación de utilidades, en todos sus tamaños empresariales, con especial atención para las microempresas, las cuales ostentan pérdidas promedios del 113,3 %.

### **Estructura financiera del sector Comercio, Reparación, Restaurantes y Hoteles**

Desde el enfoque de los **agentes**, el sector en todos sus tamaños empresariales se financia en mayor medida con pasivos, con excepción de las grandes empresas, para las cuales, en 2013, su razón de patrimonio superó el 50%. No obstante, en términos generales, la relación entre las razones de endeudamiento y patrimonio, evidencian un relativo equilibrio, a diferencia de las microempresas, en donde la razón de endeudamiento supera el 64,0 % para los dos periodos de estudio (Cuadro 5).

**Cuadro 5.** Estructura financiera del sector Comercio, Reparación, Restaurantes y Hoteles de la Región Pacífico de Colombia - Agentes

Tamaño	2013		2014	
	Razón de endeudamiento	Razón de patrimonio	Razón de endeudamiento	Razón de patrimonio
<b>Microempresas</b>	65 %	35 %	70 %	30 %
<b>Pequeñas</b>	58 %	42 %	52 %	48 %

**Cuadro 5.** Estructura financiera del sector Comercio, Reparación, Restaurantes y Hoteles de la Región Pacífico de Colombia - Agentes (continuación)

Tamaño	2013		2014	
	Razón de endeudamiento	Razón de patrimonio	Razón de endeudamiento	Razón de patrimonio
Medianas	56 %	44 %	59 %	41 %
Grandes	49 %	51 %	54 %	46 %

Fuente: elaboración propia con información de la Superintendencia de Sociedades (2013 y 2014).

Desde el **horizonte temporal**, el sector mantiene un equilibrio relativo entre sus fuentes de financiación de corto y largo plazo. Las microempresas exteriorizan una estructura corriente mayor que la estructura de capital, en los dos periodos de estudio. Existe una mayor disparidad en el año 2014, en donde la estructura corriente es del 69,0 %, mientras que la estructura

de capital alcanza el 31,0 % del total de financiamiento. Por su parte, las pequeñas empresas presentan una relación 50,0 %, 50,0 % en 2013, y del 42,0 %, el 58,0 % para 2014, en la relación de estructura financiera y de capital. Para las medianas y grandes empresas, la estructura de capital fue mayor a la estructura corriente en los dos periodos de análisis (Cuadro 6).

**Cuadro 6.** Estructura financiera del sector Comercio, Reparación, Restaurantes y Hoteles de la Región Pacífico de Colombia - Temporal

Tamaño	2013		2014	
	Estructura corriente	Estructura de capital	Estructura corriente	Estructura de capital
Microempresas	54 %	46 %	69 %	31 %
Pequeñas	50 %	50 %	42 %	58 %
Medianas	44 %	56 %	45 %	55 %
Grandes	32 %	68 %	37 %	63 %

Fuente: elaboración propia con información de la Superintendencia de Sociedades (2013 y 2014).

La composición interna de la estructura corriente, tiene como elementos principales las obligaciones financieras y los proveedores de bienes y servicios. La participación de estos

dos rubros en el total de pasivos a corto plazo, es: para las microempresas, del 26,2 % y el 66,3 %; para las pequeñas, del 28,2 % y el 54,4 %; para las medianas, del 30,5 % y el 55,4

%; y, para las grandes, de un 24,8 % y un 57,3 %, en los periodos 2013 y 2014, respectivamente.

Los elementos de mayor influencia en la estructura de capital de las microempresas son el capital social y el superávit de capital, con una participación promedio del 477 % y un 900 % en el total de pasivos a largo plazo más patrimonio. Por su parte, los resultados acumulados y los del ejercicio, presentan unos valores negativos en la estructura de capital del 1200 % y un 111 %, de forma respectiva. Para las pequeñas empresas los elementos con mayor participación en la estructura de capital, corresponden al pasivo a largo plazo, el capital social y los resultados de ejercicios anteriores, con participaciones del 13,9 %; el 27,9 % y un 15,1 % consecuentemente.

Las medianas empresas tienen en su estructura de capital, como rubros principales, al pasivo a largo plazo con el 19,6 %; al capital social, con el 19 %; y, al superávit por valorizaciones, con el 21,8 % de participación. Por último, las grandes empresas concentran su estructura de capital en el pasivo a largo plazo, el superávit de capital, las reservas y el superávit por valorizaciones, con participaciones del 23,7 %; el 17,2 %; un 19,4 % y un 29,5 %, respectivamente.

La generación interna de fondos, representada por los resultados de los ejercicios, no constituye una fuente

de financiamiento significativa para las empresas del sector. No obstante, es válido mencionar que las Pymes obtuvieron valores positivos en sus resultados. Por otro lado, micro y grandes empresas, obtuvieron valores negativos. El hecho de que las microempresas hayan alcanzado en 2014 un nivel de endeudamiento del 151 %, se debe a que para este periodo se experimentaron pérdidas acumuladas y de los ejercicios del 2415 % y 235 %, de manera correspondiente.

### **Estructura financiera del sector Establecimientos Financieros, Seguros, Actividades Inmobiliarias y Servicios a las Empresas**

Desde el enfoque de los **agentes**, se identifica que el sector contiene una estructura financiera con mayor participación del patrimonio en la financiación del capital de trabajo e inversión en inmovilizados. Como se evidencia, a excepción del resultado de las microempresas en 2013, todo el sector experimenta valores por encima del 52,0 % en las razones de patrimonio. En términos descriptivos, se observa una relación directa entre el tamaño empresarial y la razón de patrimonio. Esto lleva a deducir que en la medida en que las empresas del sector sean de mayor tamaño, ganan autonomía y se vuelven menos dependientes de decisiones y políticas financieras exógenas (Cuadro 7).

**Cuadro 7.** Estructura financiera del sector Establecimientos Financieros, Seguros, Actividades Inmobiliarias y Servicios a las Empresas - Agentes

Tamaño	2013		2014	
	Razón de endeudamiento	Razón de patrimonio	Razón de endeudamiento	Razón de patrimonio
Microempresas	54 %	46 %	41 %	59 %
Pequeñas	48 %	52 %	36 %	64 %
Medianas	25 %	75 %	26 %	74 %
Grandes	22 %	78 %	24 %	76 %

Fuente: elaboración propia con información de la Superintendencia de Sociedades (2013 y 2014).

Desde el **horizonte temporal**, los resultados muestran que, en general, el sector concentra su financiación en el largo plazo. Para todos los tamaños empresariales, en todos los periodos, la estructura de capital

supera el 60 % de participación en el total de financiación. Al igual que en el enfoque de los agentes, se percibe una relación positiva entre la estructura de capital y el tamaño empresarial (Cuadro 8).

**Cuadro 8.** Estructura financiera del sector Establecimientos Financieros, Seguros, Actividades Inmobiliarias y Servicios a las Empresas - Temporal

Tamaño	2013		2014	
	Estructura corriente	Estructura de capital	Estructura corriente	Estructura de capital
Microempresas	39 %	61 %	16 %	84%
Pequeñas	37 %	63 %	26 %	74%
Medianas	18 %	82 %	17 %	83%
Grandes	5 %	95 %	7 %	93%

Fuente: elaboración propia con información de la Superintendencia de Sociedades (2013 y 2014).

En los tres tamaños de mayor dimensión, la composición de la estructura corriente está determinada por las obligaciones financieras y los proveedores de servicios. Dichos rubros participan, en promedio, con un 23,2 % y un 45,6 % en las pequeñas

empresas; con el 22,7 % y el 41,8 %, en las medianas empresas; y, con un 33,4 % y el 46,1 %, respectivamente, en el total de pasivo a corto plazo. En la estructura corriente de las microempresas, los elementos con mayor participación fueron los

proveedores de servicios, con el 59,9 %; y los impuestos por pagar, con el 14,2 %, en promedio.

Frente a la estructura de capital, se observa un comportamiento similar entre las micros y pequeñas empresas. Para estos dos tamaños empresariales, los elementos con mayor participación son el pasivo a largo plazo, el capital social y la revalorización del patrimonio. En su conjunto, estos tres elementos obtienen, en promedio, el 55,0 % y el 78,6 % del total de la estructura de capital para los respectivos tamaños. Para las medianas empresas, los rubros más significativos en su estructura de capital son el capital social, la revalorización del patrimonio y el superávit por valorizaciones, con participaciones promedio del 25 %, el 11,7 %, y el 41,9 %, respectivamente. Por su parte, las grandes empresas concentran su estructura de capital en un 12,7 % en pasivo a largo plazo, un 55 % en superávit por valorizaciones, y un 16,2 % en superávit de capital.

Ahora bien, con respecto a la generación interna de fondos, se percibe que los resultados acumulados del sector hasta 2014 muestran pérdidas, salvo en las pequeñas empresas; sin embargo, para ese periodo, se dieron resultados positivos en todos los tamaños, a excepción de las microempresas, las cuales continúan acumulando pérdidas.

## Conclusiones

Desde el enfoque de los agentes, los resultados indican que los sectores Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca, y el de Establecimientos Financieros, Seguros, Actividades Inmobiliarias y Servicios a las Empresas, financian sus operaciones e inversiones en inmovilizados, con una mayor proporción de patrimonio que deuda (esto, para todos los tamaños empresariales). Sucede lo contrario con el sector Comercio, Reparación, Restaurantes y Hoteles, el cual evidencia, en todos sus tamaños, una mayor participación del pasivo en la financiación de sus activos. Por su parte, las micros y pequeñas empresas del sector Industrias Manufactureras, muestran mayor participación de deudas en su estructura de financiamiento, mientras que las medianas y grandes empresas se financian, en mayor medida, con patrimonio. No obstante, en los niveles de endeudamiento de todos los sectores se nota una participación proporcional, excepto en las microempresas, donde el financiamiento con pasivos alcanza el 151 % para el año 2014.

Desde el enfoque temporal, los resultados muestran que las empresas de la región, concentran sus fuentes de financiamiento en su estructura de capital, es decir, en pasivo a largo plazo y en patrimonio. Sin embargo, para las microempresas de los sectores Industrias Manufactureras y el de Comercio,

Reparación, Restaurantes y Hoteles, la estructura corriente es mayor a la de capital, con estructuras corrientes promedio de 101,0 % y 61,0 %, respectivamente. En ellos se evidencia que, los elementos de financiación a corto plazo, sin distinguir sector, son las obligaciones financieras y los proveedores de bienes y servicios.

Por otro lado, relacionando los resultados de la investigación con los de estructura financiera por sectores económicos a nivel nacional planteados por Correa (2011), se encuentra que desde el enfoque de los agentes, solo las medianas y grandes empresas de los sectores Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca y el de Establecimientos Financieros, Seguros, Actividades Inmobiliarias y Servicios a las Empresas, así como las grandes empresas del sector Comercio, Reparación, Restaurantes y Hoteles, están por debajo de la media nacional de la razón de endeudamiento de cada sector respectivo.

Desde el enfoque temporal, las pequeñas, medianas y grandes empresas del sector Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca, junto con las grandes empresas de los sectores Establecimientos Financieros, Seguros, Actividades Inmobiliarias y Servicios a las Empresas y de Comercio, Reparación, Restaurantes y Hoteles, están por debajo de la media nacional de la estructura corriente de cada sector respectivo.

Relativo a la generación interna de fondos, se concluye que los resultados de los ejercicios no constituyen una fuerte fuente de financiamiento para las empresas de la región. Sin embargo, en dicho aspecto, el mejor panorama lo presentan las empresas del sector Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca, en el cual todos los tamaños obtienen utilidades en los periodos analizados; por el contrario, los sectores Industrias Manufactureras y de Comercio, Reparación, Restaurantes y Hoteles, evidencian graves problemas en la generación de utilidades.

Coherente con los resultados, parece que las microempresas representan las empresas con mayor debilidad y vulnerabilidad en su estructura de financiamiento; pues están expuestas a las externalidades financieras, sobre todo aquellas del sector Industrias Manufactureras. Se trata del conjunto empresarial que concentra, en mayor medida, su financiación en el corto plazo y con obligaciones con terceros, lo que las hace dependientes de decisiones externas, sacrificando la autonomía financiera. Situación que coloca en desventaja a las empresas micro del sector Industrial, impidiendo participar en los procesos de internacionalización, propios de la apertura económica que ha venido desarrollando el país y en la Región Pacífico de Colombia.

## Referencias

- BONET, J. (2008). ¿Por qué es pobre el Chocó?. En J. Viloria de la Hoz (Ed.), *Economías del Pacífico Colombiano* (pp. 9-53). Bogotá D.C.: Banco de la República.
- BOSCH, E., BARRIONUEVO, G., & MUNT, J. (2010). *Teorías explicativas sobre la estructuración de capital en las firmas pymes*. Trabajo presentado en las XVI Jornadas de Intercambio de Conocimiento Científico y Técnico FCE-UNRC. Santa Fe, Argentina. Recuperado de <http://docplayer.es/17201769-Xvi-jornadas-de-intercambio-de-conocimiento-cientifico-y-tecnico-fce-unrc-working-paper-1.html>
- CABRER, B., & RICO, P. (2015). Determinantes de la estructura financiera de las empresas españolas. *Estudios De Economía Aplicada*, 33(2), 513-531.
- CASTAÑO RÍOS, C. E., & ARIAS PÉREZ, J. E. (2014). Análisis del desempeño financiero por regiones de Colombia 2009-2012: un enfoque de evaluación de competitividad territorial. *Apuntes del CENES*, 33(58), 189-216.
- CASTRO, F., KALATZIS, A. E., & MARTINS, C. (2015). Financing in an emerging economy: Does financial development or financial structure matter?. *Emerging Markets Review*, 23, 96-123.
- CHEN, S. R., & SHIU, C. Y. (2007). Investor protection and capital structure: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1), 30-44.
- CORREA, J., LÓPEZ, M., & CASTAÑO, C. (2011). Evaluación del desempeño financiero empresarial por sectores en Colombia en 2011. *Revista de Contaduría de la Universidad de Antioquia*, 58(59), 97-116.
- HERNÁNDEZ, G., & RÍOS, H. (2012). Determinantes de la estructura financiera en la industria manufacturera: la industria de alimentos. *Análisis Económico*, 27(65), 101-121.
- MATÍZ, F., & NARANJO, G. (2011). La financiación de nuevas empresas en Colombia, una mirada desde la demanda. *Revista EAN*, (70.), 118-131.
- MELGAREJO, Z., VERA, M., & MORA, E. (2014). Diferencias de desempeño empresarial de pequeñas y medianas empresas clasificadas según la estructura de la propiedad del capital, caso colombiano. *Suma de Negocios*, 5(12), 76-84.
- MODIGLIANI, F., & MILLER, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- MONDRAGÓN, S. A. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias. *Cuadernos de Contabilidad*, 12(30), 165-178.



MONGRUT, S., FUENZALIDA, D., PEZO, G., & TEP, Z. (2010). Explorando teorías de estructura de capital en Latinoamérica. *Cuadernos de Administración*, 23(41), 163-184.

MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.

RIVERA GODOY, J. A. (2007). Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las pymes del sector de confecciones del Valle del Cauca en el período 2000-2004. *Cuadernos de Administración*, 20(34), 191-219.

SOTO, R. (2013). América Latina: Entre la financiarización y el financiamiento productivo. *Problemas del desarrollo*, 44(173), 57-78.

TRESIERRA TANAKA, A. (2008). *Comportamiento de la estructura financiera en un grupo de empresas españolas previa a la participación del capital riesgo* (tesis de maestría, Universidad Complutense de Madrid). Recuperada de <https://www.ucm.es/data/cont/media/www/pag-19529/Publi.%20Mascare%C3%B1as/Publi.MFE/0802.pdf>

