

# ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA INTERNA DE LOS “GRUPOS ECONÓMICOS” EN COLOMBIA EN LA TRANSICIÓN DEL SIGLO XX AL XXI

Juan Sergio Cruz

## Autor

*Pontificia Universidad Javeriana, Colombia, Administrador de la Universidad de Los Andes, Colombia. Candidato al Doctorado de Economía.*

Correo electrónico: juacruz2009@gmail.com

Dirección postal: Av. carrera 20 N.º 80-71, bloque B, apartamento 301.

Fecha de recepción: 20.04.2015

Fecha de aprobación: 20.05.2015

JEL: G3, G32, L13, L16, L22.

## Cómo citar este artículo

Cruz, J. (2015). Análisis de la estructura interna de los “grupos económicos” en Colombia en la transición del siglo XX al XXI. *Administración y Desarrollo*, 45(1), pp. 94-112. Recuperado de <http://esapvirtual.esap.edu.co/ojs/index.php/a/article/view/8>

**Financiación:** ninguna

**Conflicto de interés:** ninguno

## Resumen

Este artículo desarrolla un marco metodológico para analizar la estructura interna de los grupos empresariales con diversificación relacionada o no. Los resultados permiten determinar el rol que cumplen las firmas afiliadas a un grupo, tanto en un corte de tiempo como durante un intervalo de tiempo. Igualmente, se presentan los resultados de la estructura de varios grupos empresariales creados en el marco de la apertura económica.

**Palabras clave:** grupos económicos, conglomerados, mercados de capital interno, acumulación de capital, redes empresariales, fallas de mercados y estructura de capital.

## Analysis of “economic groups” internal structure in Colombia in the transition from the twentieth century to the twenty-first

### Abstract

This article develops a methodological framework to analyze the internal structure of the groups with diversified business related or not. The results allow determining the roll performed by the firms affiliated to a “group” in both, a fraction of time and during a time interval. Correspondingly, the results of the structure of several business groups built in the economic opening, are discussed.

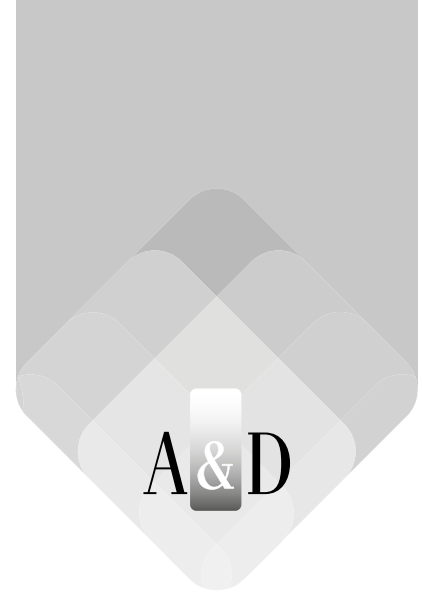
**Keywords:** economic groups, conglomerates, domestic capital markets, capital accumulation, business networks, failures of markets and capital structure.

## Análise da estrutura interna dos “grupos econômicos” na Colômbia na transição do século XX ao XXI

### Resumo

Este artigo desenvolve um marco metodológico para analisar a estrutura interna dos grupos empresariais com diversificação relacionada ou não relacionada. Os resultados permitem determinar o papel que cumprem as firmas filiadas a um grupo, tanto num momento específico como durante um intervalo de tempo. Igualmente, apresentam-se os resultados da estrutura de vários grupos empresariais criados no marco da abertura econômica.

**Palavras-chave:** grupos econômicos, conglomerados, mercados de capital interno, acumulação de capital, redes empresariais, falhas de mercados e estrutura de capital.



## Introducción

El objetivo de esta investigación es hacer un análisis de la estructura interna de los “grupos” empresariales diversificados en Colombia y de su dinámica en el tiempo en la transición del siglo xx al xxi, signada por la apertura económica. La ley colombiana hace una diferenciación entre el grado de integración empresarial entendido como “grupo” económico y aquel denominado “grupo” empresarial. La presente investigación se centrará en los “grupos” empresariales diversificados, ya que esta categoría es la que cumple con las restricciones metodológicas –en términos de centralidad en cabeza de la “matriz”– que presuponen un comportamiento unitario.

En primer término, el legislador definió la situación control/subordinación<sup>1</sup> cuando la decisión de una sociedad está sometida a la voluntad de otra u otras personas. En nuestro sistema societario también se introdujo el concepto del *control individual* y el de *control conjunto o compartido*, lo cual es relevante para los grupos empresariales y económicos en la medida que un grupo es ante todo una red de empresas con participaciones patrimoniales diferentes, y los efectos de una decisión pueden favorecer a unos intereses en desmedro<sup>2</sup> de otros.

A la Superintendencia de Sociedades o, en su caso, a la de Valores o Bancaria, le corresponde “determinar la existen-

1 Ver el artículo 28 de la Ley 222 de 1995.

2 Ver el tema de la asimetría de información y el de Tunelling, originalmente relacionado por la expropiación de los accionistas minoritarios. A su vez, describe la transferencia de los activos y beneficios por fuera de la firma hacia los controladores.

cia del grupo empresarial cuando exista discrepancia sobre los supuestos que lo originan”<sup>3</sup>.

En esta investigación se destacan algunas características particulares de la anterior disposición jurídica para la comprensión económica de los grupos empresariales. En primer lugar, la unidad de propósito y de dirección es una situación que se da siempre y cuando la existencia y las actividades de todas las entidades persigan la consecución de un objetivo determinado por la matriz o controlantes. De allí que el “grupo” empresarial se comporte como una “unidad” compuesta por diferentes sociedades y actividades que están direccionadas desde la “matriz” que define sus objetivos y los de sus partes constituyentes.

De igual forma, la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) emitió el concepto del 8 de junio de 1999, en el cual se precisó que los *grupos económicos* se diferencian de los *grupos empresariales* en que estos últimos, además de la situación de subordinación, presentan unidad de propósito y dirección.

Lo anterior permite comprender el equívoco que se da en Colombia respecto al concepto “grupo”. Por lo tanto, es importante entender que el grupo tiene una lógica colectiva que es más que la suma de las lógicas individuales de las empresas que lo conforman. A veces existe la tendencia a pensar el grupo como una asociación de empresas individuales, pero puede ser más correcto pensarlo como una encarnación particular del capital individual (García, 2011, p. 8).

3 Las investigaciones de Taruk Khanna en el 2000 concluyen que existe un rango muy amplio en las definiciones de los “grupos”.

Por otro lado, si quisiéramos hacer explícitas las razones que llevan a plantear la relevancia de esta investigación en Colombia, bajo la tesis de que los grupos asumen rasgos *particulares* en cada país en función de sus antecedentes históricos e institucionales, en primer término, y como conclusión del análisis del estado de arte sobre Colombia, se podría afirmar que hay un hondo vacío académico sobre la estructura y el funcionamiento interno de los grupos desde una perspectiva económica o financiera.

En segundo término, los grupos han jugado un papel particular en el desarrollo industrial en Colombia:

Entonces, queda muy claro que el modelo de sustitución de importación e industrialización (isi) contribuyó al fortalecimiento de las empresas que se habían originado entre 1860 y 1930 en doble vía: en la consolidación de mercados regionales y la formación de los mercados nacionales a través de diversas estrategias empresariales, y en segundo término, en la formación de un excedente económico por fuera de una lógica de competencia externa y de acumulación intensiva que se desplazó hacia otros sectores económicos para su control. Como se verá más adelante en detalle, el proceso de acumulación que se inició en los últimos 40 años del siglo XIX, y que se constituyó en la base de capital para la formación de los “grupos” entre 1940 y 1960 de la mano del modelo de desarrollo isi, da paso entre 1970 y 1980 a la formación de los grupos de grupos o, como los denomina Narváez, súper conglomerados. (Cruz, 2012, p. 12)

En tercer término, los grupos han adquirido una importancia preponderante en el tejido empresarial a partir del cambio del modelo de desarrollo: “La respuesta de los ‘grupos’ económicos y empresariales respecto a los retos que comportó y comporta la apertura económica y el desmonte de todo tipo de *barreras administración* es profundizar la integración empresarial alrededor del concepto de *grupo* a una velocidad nunca registrada en la historia empresarial en Colombia, tanto en el número de grupos como de empresas afiliadas a estos, en desmedro de otras estratégicas, como son las fusiones<sup>4</sup> y las incisiones” (Cruz, 2012, p. 72).

Esta dinámica de crecimiento de la organización industrial en Colombia se llevó a cabo, vía los “grupos”, en actividades económicas propias de la división internacional del trabajo, como la minería y el petróleo, con bajos niveles de transformación-industrialización y de generación de empleo. Sumado a esto se genera un desplazamiento de la dinámica

4 Durante el periodo comprendido entre los años 2000 y 2005 fueron realizadas en Bogotá un total de 207 operaciones de fusión. 2005 fue el año de mayor cantidad de fusiones realizadas (43).

de integración empresarial hacia actividades *no transables*, como respuesta a estrategias que buscan evadir la competencia internacional. Además, los grandes “grupos” se agazapan en los antiguos monopolios públicos con una rentabilidad asegurada a través de la captura de la demanda nacional por medio del *lobby* político y con bajos niveles de riesgo, tan solo limitados a aquellos de naturaleza operativa.

En ese sentido, lo que hizo la apertura económica en Colombia fue trasladar el eje de gravedad de acumulación de capital de lo público a lo privado, y de acuerdo con los mecanismos de funcionamiento de capital, a muy pocos hombres del capital. Esto se aseguró a través de una red de instituciones de regulación que, al amparo de la legalidad, garantizó y facilitó este proceso (Cruz, 2012, p. 35).

Los grupos económicos (GE) son una forma de red de negocios en la que un conjunto de empresas es controlado por un pequeño grupo de accionistas mayoritarios miembros de una familia o de un círculo cerrado o asociados con nexos sociales y étnicos. Las empresas de los grupos económicos están conectadas entre sí por vínculos formales e informales y es común que se integren verticalmente y se encuentren diversificadas en distintos mercados. (Rodríguez, 2011, p. 2)

## El estado del arte

Después de una revisión de la bibliografía internacional<sup>5</sup> y nacional sobre cómo analizar la estructura interna desde una perspectiva del capital financiero (Hilferding, 1910) de un grupo diversificado, se concluye que hay muy pocos trabajos al respecto. Entonces, optamos por el camino indirecto de profundizar sobre tres aspectos: mercado de capitales interno en el grupo, el sentido de la liquidez para la inversión y el sentido de la diversificación en el grupo y sus formas de financiamiento.

No obstante, quisiera referenciar los trabajos que hay al respecto. Mario García (2002), en su documento *Esquema para el análisis de la estructura de un grupo económico*, propone un “esquema para el análisis de la estructura de un grupo económico diversificado”<sup>6</sup> a partir de seis áreas, según la

5 Manifestamos nuestros agradecimientos a los funcionarios de los centros de documentación de la Universidad de los Andes, Nacional y ESAP.

6 No precisa si es para una diversificación relacionada o “no”. No obstante, al leer la explicación de las seis áreas del esquema se podría suponer que es una diversificación “no relacionada”. No obstante, en la práctica se encuentra una mezcla de estrategias “relacionadas” y “no relacionadas”. Consideramos oportuno precisar estos dos conceptos. “Una diversificación relacionada se basa en sinergias operacionales y que se relacionan con: 1) recursos compartidos en la

función de cada empresa dentro del grupo. Entre tanto, Rubén Chavarín Rodríguez precisa que la “estructura y el funcionamiento de las empresas están definidos por su arquitectura corporativa y por su gobierno corporativo. El primer concepto se refiere a los tipos de acuerdo y relaciones que las unidades productivas establecen entre sí con el propósito de organizar sus transacciones. Y el segundo concepto comprende los arreglos institucionales” (Chavarín, 2011, p. 197).

## El mercado de capitales interno en el grupo

La literatura sobre los grupos reconoce que uno de los beneficios de la afiliación es la posibilidad de distribuir los recursos económicos-financieros dentro de las empresas subordinadas, creando así una “institución intermedia”<sup>7</sup>, dadas las fallas de mercado (Leff, 1977).

Desde Leff se ha incrementado el número de investigaciones seminales. Williamson (1975) va más allá al afirmar que la esencia del mercado de capitales interno es la competencia de los recursos entre las empresas afiliadas. En esa misma línea se manifiesta Donalson (1984), quien afirma que una de las tareas centrales del grupo gerencial es la asignación de recursos entre estrategias de inversión que “compiten”. Esta competencia genera una *interdependencia* de los recursos, como lo ha evidenciado una investigación documentada en la industria del petróleo (Lamont, 1996).

Las investigaciones sobre los efectos de los mercados de capitales internos, realizadas por Taruk Khanna (2000), concluyen que: Perotti y Gelfer (1999) encontraron evidencia de que los grupos de financiamiento industrial

cadena de valor de un negocio o entre negocios y 2) la transferencia de habilidades, que puede ser transferencia en forma de conocimiento de una cadena de valor a otra. Adicionalmente, la diversificación relacionada se basa en compartir y transferir habilidades y recursos conectados con tangibles (planta y equipo, fuerza de ventas y canales de distribución) y recursos intangibles tales como marcas innovaciones. Por otro lado, la diversificación no relacionada está asociada con la hipótesis de sinergias financieras, lo cual implica que las empresas diversificadas se benefician de las economías del mercado de capital interno y del mercado del trabajo interno, y reducen el riesgo del negocio (argumento de coaseguro).

7 Por ejemplo, Chavarín hace una explicación muy amplia, desde diferentes disciplinas, sobre la razón de ser de los grupos, entre lo que se encuentra la debilidad institucional o inmadurez institucional, donde las fallas de mercados pueden afectar la cadena de valor; una forma de corrección es la aparición institucional de los grupos económicos como sustitutos, y un ejemplo de esta sustituibilidad son los mercados de capitales internos que sirven para reciclar los excedentes de uno de los afiliados hacia otros, y así reducir los costos de transacción si se hubiera operado por el mercado. Con el lenguaje de Coase, estaríamos internalizando operaciones.

rusos son más eficientes en la asignación de recursos que el mercado externo y ese hecho se podría dar por la reducción de la “asimetría de información”; no obstante, este efecto podría ser contrarrestado por los costos de agencia (Khanna y Palepu, 1999b).

Muy en la línea de Perotti y Gelfer, Jeremy Stein, en su texto *Internal capital markets and the competition for Corporate resource*, sugiere que, al analizar las condiciones de eficiencia de un mercado de capitales externo respecto a uno interno no desarrollado, este último podría funcionar mejor. Esta eficiencia interna está asociada a las mejoras en la asimetría de información y de los temas de agencia. Las funciones que cumpliría este mercado interno de capitales no se reducirían a la distribución de crédito, sino también a “la transferencia y mercados de acciones” (Stein, 2006, p. 4).

Por otro lado, las investigaciones que venimos realizando sobre los grupos en Colombia (2012) nos sugieren que las razones del *mercado de capitales interno* cambian con el tiempo. Teniendo en cuenta las restricciones de financiamiento internacional durante el periodo de la sustitución de importaciones (ISI) 1952-1990, y el escaso ahorro nacional, el sentido de la formación de empresas en el grupo era aumentar la capacidad de endeudamiento, es decir, de inversión.

En cambio, después de la apertura el mercado de capitales internos podría cumplir el mecanismo de ajuste. Para Gabriel Misas (2002), el mercado interno de capitales en Colombia cumple la función de reproducir y aumentar la acumulación de capital extensivo, dadas unas restricciones de un modelo de desarrollo no afordista. En esa misma línea de pensamiento se ubica el profesor Fernando Tenjo (1982), quien, con el apoyo de algunas proposiciones poskeynesianas, considera que los oligopolios son el resultado normal del capitalismo y que los grupos cumplen la función de absorber los excedentes de la economía por razones de “índole estratégica”<sup>8</sup>.

## El sentido de la liquidez para la inversión

Por otro lado, la literatura de las finanzas corporativas, en general como artículos de macroeconomía, ha planteado la relación entre “liquidez” e “inversión” (Fazzari, Hubbard, & Peterson, 1988; Hosbi, Kashayap, & Scharfstein, 1991), donde se concluye: que existe una alta correlación entre efectivo e “inversión”. No obstante, la causalidad entre ellas es un proceso explicativo más complejo.

8 Ampliando los motivos de demanda keynesianos y de Tobin.

En esa línea de investigación, el profesor Owen Lamot (1997) profundizó sobre la relación entre el flujo de caja y el volumen de inversión en el periodo de la crisis del precio del petróleo en 1986, a través de dos muestras, para determinar la eficiencia de los mercados de capitales. Logró concluir que una disminución profunda del flujo de caja conlleva la disminución del volumen de la inversión.

Entonces, si aceptamos la relación entre estas dos variables entenderíamos la razón de ser de un grupo en cuanto a la necesidad de coexistencia de esta doble dimensión del capital financiero para su reproducción en el tiempo, en especial si hay restricciones externas. Por ejemplo, en ciertos grupos, la matriz fundacional es la generadora de rentabilidad, pero dada la actividad económica en que opera, puede tener problemas estructurales de “liquidez”. Entonces, una respuesta estratégica es la diversificación del capital, a través del grupo, hacia actividades económicas de alta rotación de efectivo.

Además, varios autores, como Damodaran (2008), Stulz (2005) y Clifford (1995), han desarrollado diferentes investigaciones entre el valor y la gerencia de riesgo. De ellas se concluye que el sentido de la gerencia del riesgo es la estabilidad de los flujos para garantizar la capacidad de crecimiento. La proposición n.º 1 de Modigliani, & Miller (1957) advierte que el valor de la empresa no depende de las decisiones de financiación ni de sus riesgos. Los supuestos de la proposición n.º 1 incluyen impuestos, no costos de transacción, y las decisiones de inversión son fijas (dadas).

Entonces, de la proposición n.º 1 se deriva:

1. *Las decisiones de financiamiento y sus riesgos son irrelevantes en la generación de valor.* Es decir, la parte derecha del balance y su composición no es la que determina el valor de una firma.
2. En otras palabras, el valor presente neto es cero en todo instrumento financiero en el mercado de capitales.
3. Las decisiones de inversión (*investment policy*) son las determinantes de valor de una firma. En concreto, los generadores de valor son los proyectos cuyo valor presente es mayor que cero.
4. Después de más de cuarenta años se reconoce el valor de los trabajos de Modigliani y Miller (M&M). En un mercado de competencia perfecta las decisiones de financiamiento son irrelevantes en la determinación del valor de la firma.

La teoría posmoderna de las finanzas se alinea claramente con la concepción presentada por Modigliani y Miller (M&M); no obstante, ha avanzado de manera muy importante, precisamente en demostrar la conexión entre las políticas financieras (lado derecho del balance) y las decisiones de inversión (lado izquierdo del balance). En la práctica, los flujos de caja no son independientes del nivel de endeudamiento a partir de un cierto nivel de apalancamiento financiero, entre otros motivos porque aparecen costos adicionales asociados a una posible quiebra, que alteran los flujos operativos.

## El sentido de la diversificación en el grupo y sus formas de financiamiento

Las investigaciones en Colombia sobre los determinantes de la estructura de capital han sido un campo de trabajo muy amplio en la línea de los postulados de los planteamientos centrales de *trade-off* y *pecking order*.

Con base en los estudios realizados en las empresas colombianas, se ha identificado una inclinación hacia la teoría de la jerarquía de las preferencias (*pecking order*), como podemos evidenciar en los siguientes estudios:

Sarmiento (2005), en una investigación realizada mediante un modelo econométrico y de regresiones de las empresas colombianas del sector real, determina que

con respecto al flujo de caja (1ra y 2da regresión) se obtiene una relación negativa y significativa entre esta variable y el nivel de deuda. Con base en estos resultados se estaría confirmando la teoría de la jerarquía de las preferencias para el caso colombiano, donde las firmas se financian principalmente con recursos internos, al no tener acceso a la financiación externa para evitar problemas de infra inversión. (p. 166).

Además, en el anterior estudio se observó que a mayores problemas de asimetría de información, las firmas recurren con menor propensión a la financiación externa, en este caso a la deuda, lo que a su vez puede presentar un problema de infra inversión y hacer que se cumpla uno de los lineamientos expuestos por Myers, & Majluf (1984).

Tenjo, López y Samudio (2006), en su estudio *Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996-2002)*,



sugieren que un factor que marca de manera importante las decisiones de financiamiento de las firmas en el país es la existencia de imperfecciones en los mercados de recursos, derivadas de problemas de información imperfecta. La relación inversa que se encontró entre la rentabilidad y el coeficiente de endeudamiento de las firmas, uno de los hallazgos más claros del trabajo y base para esta afirmación, es el elemento central dentro de la literatura conocida como orden de prioridades. Los problemas de información imperfecta se manifiestan también en otras características de los mercados financieros en el país, tales como la concentración de crédito, la escasa disponibilidad de financiamiento de largo plazo y el incipiente desarrollo del mercado accionario, entre otros. Información asimétrica es, en pocas palabras, sinónimo de presencia de restricciones financieras en los mercados de recursos de financiamiento. (p. 32).

Cruz y Wadnigar (2008), en su estudio *Análisis de las variables y modelos que intervienen en la determinación de la estructura de capital de las empresas colombianas mediante el modelo de la variable déficit, utilizado por Frank y Goyal*, concluyeron que “el aumento en la tangibilidad de los activos es inversamente proporcional al cambio en el nivel de deuda, lo cual se ajusta a la teoría de *pecking order*. Al tener mayor número de activos tangibles se disminuyen los problemas originados por asimetrías de información, originando que no sea subvalorada la empresa” (Cruz, & Wadnigar, 2008, p. 17).

Según los autores, “otra característica muy importante a resaltar, es que la teoría de *pecking order* se ajusta en un nivel semi-fuerte, ya que la variable déficit no es la única que explica el cambio en el nivel de deuda adquirida, sino también las oportunidades de crecimiento, tamaño de la empresa y tangibilidad de los activos” (Cruz, & Wadnigar, 2008, p. 17). No obstante, los estudios en Colombia han desconocido posiblemente un factor central en la explicación, que se relaciona de manera directa con nuestra investigación: la interacción entre la política de crecimiento en términos de la diversificación y la estructura de capital y sus implicaciones con las formas de gobierno.

Una de las investigaciones iniciales sobre el tema la realizaron Jensen, & Meckling (1976). A partir de allí se han elaborado varias investigaciones enumeradas por Mauricio La Rocca (2009), que se centran en la interacción entre la diversificación y la estructura de capital: Oviatt (1984); Titman (1984); Jensen (1986); Barton, & Gordon (1987); Barton, & Gordon (1988); Gertne (1988); Titman, & Wessels (1988); Williamson (1988).

En la década del noventa se unen nuevos investigadores al tema y se comienza a llegar a un acuerdo sobre el tema que nos ocupa. No obstante, quisiéramos observar que una constante de estos estudios son las consecuencias de los trabajos de Ronald Coase (1932) y la teoría de la firma, basada en los costos de transacción de Williamson (1975, 1985) y Klein et ál. (1978), y en el tema de la agencia en su esencia básica, formulada por Bearle, & Emanes (1932),

“quienes se preguntaban si los administradores de empresas actuarían en el interés de sus propietarios, a pesar de la baja participación que tienen en la propiedad de estas. Esta pregunta nos muestra la raíz del problema de agencia, que surge de la separación entre la propiedad y el control de una empresa” (Tarziján, 2003, p. 12)<sup>9</sup>.

## Metodología

Para el análisis de la estructura interna de los grupos se recurrió al “rol” que cumplen las firmas afiliadas en el marco de una diversificación “no relacionada”. Esto último debe ser visto como un sistema de interdependencias. La unidad de propósito no es más que la acumulación de capital que se reproduce y crece desde la rentabilidad del capital.

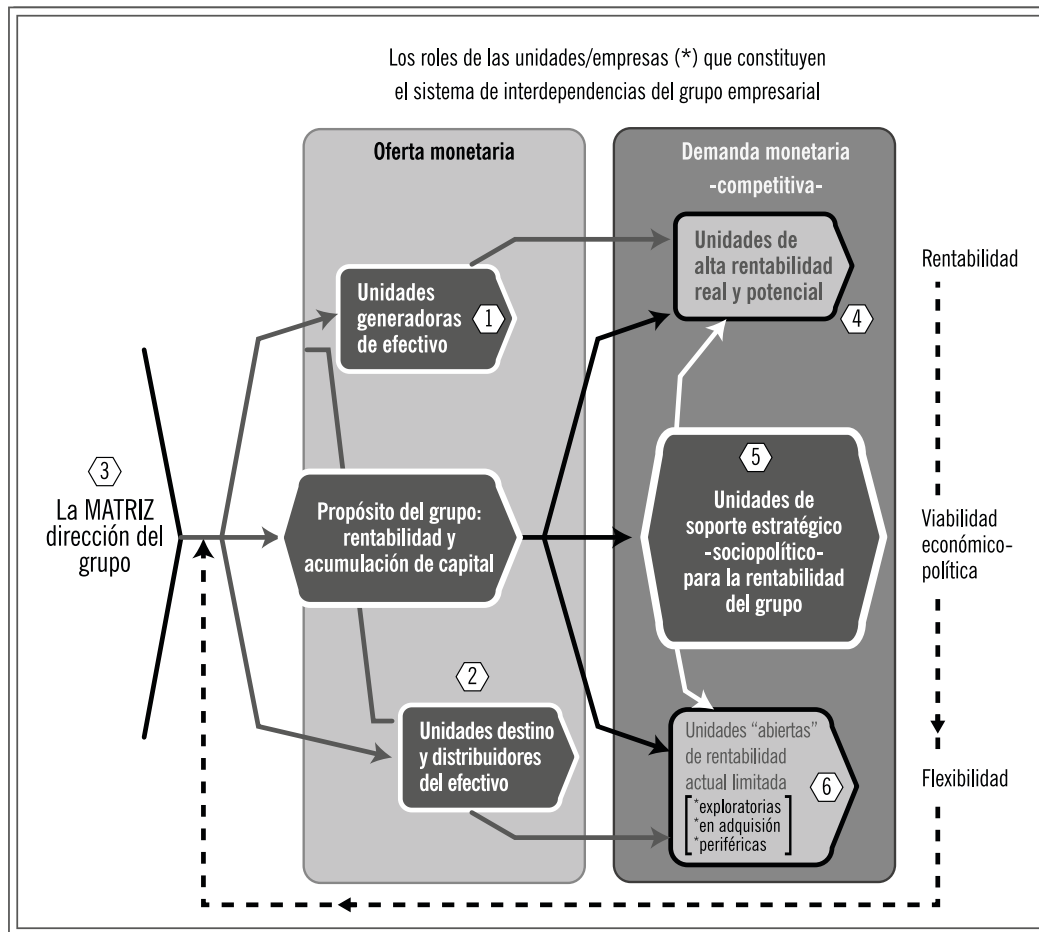
Como se comentó, al inicio de este artículo, el esquema de análisis de grupo que elaboró el profesor Mario García (2002) se soporta en el concepto de capital financiero desarrollado por Rudolph Hilferding (1910), quien lo definió como aquel “capital complementario que es por cierto capital monetario, puesto que ha de funcionar como medio de compra de los medios de producción y de la fuerza de trabajo para el sostenimiento de la continuidad del proceso de circulación del capital” (Hilferding, 1910, p. 61).

Esta definición presupone unas características específicas del capitalismo alemán y la relación del capital financiero y el capital industrial. No obstante, para aplicar esta afirmación en Colombia es necesario hacer una aclaración: “la característica del capitalismo moderno la constituyen aquellos procesos de concentración que se manifiestan, por una parte, en la abolición de la libre competencia mediante la formación de *cartels* y *trust*, y una relación cada vez más estrecha entre el capital bancario y el industrial, esta es una de las causas para que tome la característica de capital financiero” (Hilferding, 1910, p. 62).

No obstante, Colombia tiene como particularidad la debilidad institucional en la que se formaron los mercados de capitales internos. Por ende, se acepta la tesis del profesor en términos del control de la relación entre la oferta mone-

9 A los trabajos de Bearle y Means se les unen Alchain, & Demsetz (1972) y Jensen, & Meckling (1976), entre los más destacados.

Figura 1. Modelo didáctico de un grupo empresarial



FUENTE: elaboración propia.

taria y la demanda monetaria. De allí que su investigación se use como un criterio de diferenciación para entender que la estructura del grupo es el “rol” que cumplen los generadores y demandantes monetarios. A partir de allí se escriben las seis áreas de análisis con sus indicadores.

### Áreas de análisis<sup>10</sup>

**Área n.º 1.** Es la generadora de efectivo y está constituida por empresas con una alta rotación de efectivo. Una característica adicional, que muy probablemente se presenta, es que las empresas de esta área tienen alto poder de mercado y son oligopolios o monopolios. Cabe esperar entonces que tales empresas se encuentren en los sectores de la economía

10 La propuesta de las áreas fue elaborada por el economista Mario García. No obstante, se introdujeron ciertas modificaciones que responden a “la experiencia” en el funcionamiento de los grupos en Colombia, como a la necesidad de incorporar algunas dimensiones que no fueron consideradas en su formulación inicial. Asimismo, se incorporó realmente al análisis el concepto de capital financiero, al crear el concepto de oferta monetaria y demanda monetaria.

en que la concentración industrial es mayor, y que sean una de las cuatro empresas que concentran la actividad en determinado sector.

Pero no basta con tener una fuente de efectivo dentro del grupo. También es necesario tener la capacidad para crear flujos de efectivo en la dirección deseada. Los flujos de efectivo entre empresas integradas verticalmente o incluso horizontalmente pueden ser manejados mediante el crédito entre dichas empresas; tómesese el caso del crédito de proveedores.

El plazo de los proveedores a una empresa para pagar el pedido después de tres meses de recibido constituye en la práctica un flujo temporal de efectivo del proveedor a la otra empresa. La existencia de estos créditos por razones propias del negocio de cada uno permite que, si se desea aumentar o crear un flujo de efectivo en una determinada dirección, baste con modificar las condiciones de los créditos existentes. Por ejemplo, variando los plazos o las condiciones de pago.



Aquí es importante notar que, tal como indica la bibliografía de teoría monetaria poskeynesiana y de la escuela del circuito, las deudas crean dinero y su pago lo destruye (Palley, 2002; Wray, 2007). Por lo tanto, las transacciones mencionadas en el grupo tienen efectos macroeconómicos, ya que presionarán al aumento en la cantidad de dinero en la fase de auge (cuando predominen las expectativas optimistas).

Una segunda forma de generar flujos de efectivo entre las empresas integradas verticalmente es mediante la fijación de precios de transferencia, como parece haber sido el caso en los grupos colombianos ligados a medios de comunicación, que podían transferir efectivo vía el valor de la pauta publicitaria para cada empresa (Bonilla y González, 2004). Al igual que con el crédito de proveedores, la identificación de estos flujos es extremadamente difícil en la práctica, ya que requeriría acceso a información confidencial de las empresas.

Una tercera forma de generar flujos de efectivo, mucho menos práctica que las anteriores, se basa en el capital y los pagos a este. Aquí se encuentran la capitalización, la descapitalización y la distribución o retención de utilidades. Pero estas medidas no pueden ser adoptadas de manera sistemática y discrecional, además de depender de decisiones tomadas en las asambleas de accionistas, con lo cual otros grupos de interés (como los accionistas minoritarios y los entes de control) entran a jugar parte del proceso.

**Área n.º 2.** El problema para un grupo diversificado en cuanto a la circulación del capital monetario es que no existen muchas transacciones comerciales entre las empresas. No obstante, la segunda área del grupo permite que las empresas del sector financiero, por las características de su negocio, puedan transferir sin dificultades efectivo entre las empresas del grupo. Adicionalmente, pueden ser generadoras de efectivo mediante el recaudo de terceras personas. Esto puede explicar el papel que juegan los fondos de pensiones en el grupo.

Los activos financieros de los trabajadores son administrados por el grupo, que los utilizará para sus propios fines, sujeto a una restricción de rentabilidad mínima para evitar perder afiliados. El fondo puede comprar acciones y bonos de empresas del grupo como parte de su negocio habitual.

**Área n.º 3.** Una tercera área tiene que ver con la función de control y dirección del grupo que garantiza el sentido de unidad. Las empresas de esta área son las que en el argot corporativo se denominan “*holding*”<sup>11</sup>. Las empresas de esta área tienen la tarea de unificar y coordinar la acción

del grupo empresarial<sup>12</sup>. “Las empresas de esta área tendrían un perfil bajo y serían desconocidas del público en general. Su propiedad estaría en los dueños reales del grupo y no se cotizarían en bolsa” (García, 2002, p. 15). Para Colombia esto no aplica, ya que la formación de acumulación de capital original se fundamenta en la matriz, cuya representación jurídica en la mayoría de los casos tomó forma de S. A., y es la que cotiza en Bolsa.

**Área n.º 4.** Dentro de las empresas que son destino de los flujos de efectivo cabe distinguir dos áreas. La cuarta se refiere a aquellas empresas que tienen una alta rentabilidad esperada o que son estratégicas para mantener la rentabilidad de otras empresas del grupo a futuro. Un ejemplo de este último tipo son aquellas que garantizan el monopolio de un insumo clave y, por lo tanto, crean barreras a la entrada para los competidores de otra firma, como fue el caso en su momento de las fábricas de envase para refrescos en Colombia (Silva Colmenares, 1977, p. 55). Durante el periodo inicial es probable que estas empresas no sean rentables e incluso que no generen ingresos, y se encontrarían en una situación Ponzi (Minsky, 1974).

**Área n.º 5.** La siguiente área es la de las empresas que no tienen una alta rentabilidad esperada, sino que son destino de los flujos de efectivo por razones estratégicas de orden político. Tal es el caso de los medios de comunicación (prensa) o de empresas que de alguna manera pueden influir en la relación del grupo con la clase política y los tomadores de decisiones macroeconómicas. Aquí podrían entrar compañías realizadoras de encuestas o sondeos de opinión, pero también las de cabildeo o *lobby*.

La relación de los grupos con el poder político ha sido discutida a menudo en el caso de América Latina; por ejemplo, la del grupo Monterrey con el Partido Revolucionario Institucional (PRI) (Nuncio, 1982; Passim) y la relación de los grupos colombianos con el presidente Samper (Rettberg, 2001, 2003).

**Área n.º 6.** La siguiente área la formarían las empresas en las que el grupo se encuentra, pero que no tienen alta rentabilidad. Estas pudieron ser rentables en el pasado pero ya no serlo, o pueden haber tenido una alta rentabilidad esperada que nunca se concretó. De todos modos, si no están dando francas pérdidas, pueden cumplir con una función de diversificación del riesgo del grupo. No obstante, serán las primeras en ser objeto de venta o desmantelamiento cuando las necesidades del resto del grupo así lo exijan.

11 La definición que da Rubén Chavarín (2011) se refiere más a situaciones de control que a matriz, que es un concepto muy propio del desarrollo jurídico colombiano y se acerca a los planteamientos de Leff (1977).

12 Aquí también hay una discrepancia con la versión inicial de Mario García (1997), pero la realidad en Colombia señala otra cosa.

## Muestra y datos

Para el desarrollo de la presente investigación se trabajó con las bases públicas de información de la Superintendencia de Sociedades (ss). Dicha entidad suministró más información de forma especial para la realización de un programa de investigación quinquenal.

El Sistema de Información y de Riesgo (SIREM), de la Superintendencia de Sociedades tiene información desde 1995 hasta el 2011, tanto en lo que se refiere a firmas como a sectores económicos. Además, la información de las empresas afiliadas (subordinadas) y sus matrices o controlantes abarca desde 1997 hasta 2010. Por esa razón se trabajó de manera definitiva el intervalo de tiempo desde 2000 hasta 2011.

Las normas de la Ley 222 de 1995 definen los conceptos de situación de control o matriz y empresas subordinadas. Desde 1997 hasta la fecha, la Superintendencia de Sociedades ha venido desarrollando los preceptos de la Ley 222, que permite contar con un sistema de información sobre los grupos empresariales y los grupos económicos y sus campos de influencia. No obstante, esta investigación se concentró en el subconjunto de grupos empresariales y sus subordinados. Este grado de integración tiene la obligatoriedad de presentar información financiera consolidada<sup>13</sup>, y lo más importante, tiene unidad de dirección de acuerdo con el artículo 28 de la Ley 222.

La muestra incluye los macrosectores o secciones de la A hasta la O, constituidos por las divisiones de la 1 a la 99, de acuerdo con el Código Industrial Internacional Uniforme, revisión 3.1<sup>14</sup>. El análisis se llevó a cabo en un nivel de cuatro dígitos del CIU, es decir, el mayor nivel de desagregación de la actividad económica. A continuación se presentan los grupos económicos y empresariales que tiene registrada la Supersociedades.

Para esta investigación se tomó la información de los grupos empresariales registrados entre 2000 y 2011. De los 540 grupos registrados en 2011, tan solo 450 tienen la

13 No obstante, después de un debate jurídico, los grupos empresariales son los únicos obligados a registrar la información financiera consolidada en los términos transcritos del artículo 631-1.

14 La clasificación industrial internacional uniforme de todas las actividades económicas (CIU) versión 3.1 es la clasificación internacional de referencia de las actividades económicas productivas. Su principal finalidad es facilitar un conjunto de categorías de actividad que pueda utilizarse para la elaboración de estadísticas por actividades económicas. Está vigente desde 2002.

**Tabla 1.** Dinámica de centralidad del capital

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Grupos	358	358	358	358	358	358
Subordinadas	987	987	987	987	987	987
Año	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Grupos	358	358	358	358	358	358
Subordinadas	987	987	987	987	987	987

**FUENTE:** elaboración del autor. Los números representan empresas en el tema de las subordinadas.

condición de grupos empresariales<sup>15</sup>. Con la finalidad de garantizar que la investigación tenga sentido se va trabajar con grupos empresariales que estén conformados por más de diez empresas. Los resultados indican que tan solo treinta grupos empresariales cumplen la anterior condición. No obstante, se redujo la muestra a diecinueve grupos (ver anexo 2) que responden a formas de diversificación.

Luego de haber definido la muestra de grupos empresariales con información del 2011, se procede a definir las empresas afiliadas-subordinadas por grupo empresarial para cada año de la investigación. Cabe anotar que las empresas afiliadas cambian en el tiempo por año, y por lo tanto, la muestra de empresas afiliadas por grupo no es una cifra fija. En total, 450 de ellas tienen la condición de grupos empresariales<sup>16</sup>.

Con la finalidad de garantizar que la investigación tenga sentido, se trabajó con grupos empresariales que estén conformados por más de diez empresas. Los resultados indican que tan solo treinta grupos empresariales cumplen la anterior condición. No obstante, se redujo la muestra a dieciséis grupos (ver anexo 2) que responden a formas de diversificación no relacionadas. Habiendo definido la muestra de grupos empresariales con información del 2011, se pasó a definir las empresas afiliadas-subordinadas por grupo empresarial para cada año de la investigación. Cabe anotar que las empresas afiliadas cambian en el tiempo por año, y por lo tanto, la muestra de empresas afiliadas por grupo no es una cifra fija.

15 Cabe notar que casi el 50 % de los grupos empresariales están formados por tan solo dos empresas.

16 Cabe notar que casi el 50 % de los grupos empresariales esta formados por tan solo dos empresas.

## Resultados y análisis

Dado el volumen de información de los dieciséis grupos empresariales, tan solo se presentan en anexo los resultados del grupo empresarial “Inversiones Internacional S.A.”, que está conformado por dieciséis empresas<sup>17</sup>. No obstante, los resultados de todos los grupos pueden solicitarse a los autores del siguiente artículo.

## Oferta monetaria

**Área 1.** El grupo empresarial cuenta con nueve empresas (c1, c2, c3, c8, c9, c11, c12, c13) que cuentan con un flujo de caja de la operación (FCO) mayor que cero y que, a su vez, posiblemente les permitirá cancelar los compromisos financieros y desarrollar una política de remuneración a los accionistas, desde los recursos generados de forma interna (remitirse a la tabla 2). Igualmente, cuenta con tres compañías que de forma estructural serían demandantes de recursos para su operación normal (c5, c7 y c10).

**Tabla 2.** Flujo de caja operativo / ventas

Flujo de caja operativo / ventas												
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
c1	0.8543597	0.7089709	0.99888	0.57945	0.227418226	0.200359939	0.3903181	0.20046	0.85351	-0.041	0.1784	0.468281556
c2	0.4785582	0.37904191	0.4843	0.3978	0.31674589	0.32419933	0.2810662	0.11146	0.31469	-0.2538	0.32578	0.287261584
c3	0.459687	0.16804912	0.15882	0.16476	0.096403344	0.295531836	0.1953573	0.19991	0.4102	0.23656	0.58696	0.270203904
c4							0.12253	0.13282	0.08298	0.14093	0.09681	0.11521638
c5		-0.16804912	-0.1118	-0.0667	0.143599856	0.217994537	0.2352673	0.08658	0.09627		-0.6945	-0.012103462
c6							0.2215808	0.19197				0.206773218
c7		0	-0.0109	-0.0268	-0.04502135	-0.033369717	-0.0410244	-0.0127	-0.1191			-0.036117044
c8							0.0363896	0.03461	0.02659	0.02048	0.02566	0.028744214
c9							0.1098934	0.09899	0.1456	0.20041	0.11434	0.133835603
c10							-0.6809996	-0.7138	-1.2125			-0.8691000954
c11									0.98089	0.98019	0.9719	0.977658737
c12							0.317582	0.3056	0.27601	0.20994	0.22701	0.267227853
c13							0.2935814					0.293581443
c14	0.0756055	0	0.02331	0.08976	0.113981403	0.066288981	-0.0703573	0.02694	0.02327	0.00765	0.01625	0.03388021
c15										-0.0068	0.00755	0.000359688

**FUENTE:** elaboración propia.

17 Las empresas son: Expojom S.A. c1, Técnicas Americanas de Estudio S.A. c2, F & E Corporation para Colombia Koe Ltda. c3, Editora Surcolombiana S.A. c4, N.L.C. Editores S.A.c5, Compañía Comercializadora Listo S.A. c6, Compañía Comercializadora Listo S.A. c7, Espacio y Mercadeo S.A. c8, Editora y Promotora

de Lectura S.A. c9, Bliss & Co. S.A. c10, Gas Gualiva S.A. c11, Editora Oritech Internacional S.A. c12, Orange Entertainment S.A. c13, Industrial Cacaotera del Huila S.A. Tolimax S.A. c14, Promotora industrial y comercial diario del Huila S.A. c15, KOE S.A. c16.

**Tabla 3.** Flujo de caja del accionista

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
c1	-0.02565	-0.162088	-0.153	-0.265	-0.497579	-0.3432796	-0.25064	-0.359	-0.387	-0.237	-0.05	<b>-0.248169742</b>
c2	-0.05916	-0.104134	-0.112	-0.164	-0.166772	-0.4000423	-0.14888	-4E-04	-0.073	0.0169	-0.12	<b>-0.121086254</b>
c3	-0.16937	-0.044483	-0.176	-0.122	-0.06965	-0.2875845	-0.12198	-0.11	-0.047	-0.105	-0.249	<b>-0.136648211</b>
c4							-0.01031	-0.058	-0.003	-0.007	0.0614	<b>-0.003491595</b>
c5		-0.041293	0.1279	0.137	0.0814733	0.03701796	0.034843	-0.004	-0.021		0	<b>0.039182014</b>
c6							<b>-0.05043</b>	<b>-0.333</b>				<b>-0.191840917</b>
c7		0	0.0677	0.1596	0.0954924	0.04742617	0.099061	0.086	-0.088			<b>0.058377255</b>
c8							0.000459	-0.007	-0.005	0.0144	-0.002	<b>0.0001449</b>
c9							0.062154	0.0071	-0.085	-0.121	-0.019	<b>-0.031015658</b>
c10							1.642963	2.0774	0.1456			<b>1.288671103</b>
c11									-0.531	-1.055	-1.257	<b>-0.94770251</b>
c12							-0.13424	0	-0.23	-0.26	-0.952	<b>-0.315250886</b>
c13							-0.15571					<b>-0.155712888</b>
c14	-0.04896	0	-0.018	-0.011	-0.017451	0	0.061478	-0.017	-0.004	-0.011	-0.002	<b>-0.00618179</b>
c15										0.0005	-0.045	<b>-0.02198793</b>

**FUENTE:** elaboración propia.

Entonces, y a fin de medir la capacidad de generación de una oferta monetaria de una forma más severa, se incluyó un indicador en el área 1 que mide el flujo de caja disponible para el accionista (FCA) por cada empresa. Las conclusiones pueden ser observadas en la tabla 3.

De las dieciséis empresas, quince generan un FCA negativo que conlleva a dos implicaciones: la primera se refiere a que estas empresas no están en capacidad de financiar su crecimiento con recursos propios, y la segunda se refiere, en un sentido estricto, a que la empresa no estaría en posibilidades de repartir dividendos desde los flujos que genera.

Tan solo la compañía c11 genera un excedente que estaría disponible para el grupo. Resulta muy curioso que las empresas c5, c7 y c10 produzcan flujos positivos para los accionistas, y eso tan solo se explica porque los pagos de deuda son menores a las deudas que están adquiriendo, situación que en el largo plazo no es sostenible.

La naturaleza económica de la empresa c11 es de gas, lo que comienza a dar forma a una de las afirmaciones que hace el profesor Gabriel Misas, quien asegura que la tendencia de las empresas colombianas frente a la apertura económica es el desplazamiento hacia empresas prestadoras de servicios públicos que se caracterizan por estructuras económicas oligopólicas de bajo riesgo, de mayor rentabilidad y sujetas a una alta liquidez.

Esta empresa, justamente, fue adquirida dentro del proceso de desregulación de los servicios públicos. Por otro lado, si se examina la naturaleza económica de las otras compañías, están más asociadas a bienes transables en los cuales la capacidad de generar efectivo se ha visto afectada por la apertura económica.

## Área 2

### *Indicador 1. Financiamiento por el mercado de valores*

La otra vía para formar una oferta monetaria es a través del mercado de valores, por medio de la colocación de un instrumento financiero como acciones o bonos; a pesar de la naturaleza jurídica de la mayoría de las empresas afiliadas al grupo, ninguna de ellas ha realizado operaciones en el mercado de capitales.

Esta es otra de las tendencias de la apertura económica en Colombia, pues las operaciones que se realizan en dicho mercado están altamente concentradas en grandes jugadores económicos, ya sean grupos o empresas. En conclusión, ninguna empresa del grupo cumple el rol de transferir recursos del mercado de valores al mercado de capitales del grupo. El otro indicador del área es el que permite determinar si alguna empresa pertenece a CIU, y se relaciona con actividades de intermediación financiera.

Aquí cabe anotar que su matriz hace labores de intermediación financiera, lo que podría sugerir que recoge recursos del mercado con destino al mercado interno.

*Indicador 2. Empresas que pertenecen a los siguientes CIU: 6511, 6519, 6591, 6592, 6599*

El otro indicador del área es el relativo a determinar si alguna empresa pertenece a CIU relacionados con actividades de intermediación financiera.

### Área 3

**Tabla 4.** Indicador 1

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.	Inv Internacional S.A.

FUENTE: elaboración propia.

### Demanda monetaria

### Área 4

*Indicador 1. Préstamo al grupo a largo plazo*

La dinámica del mercado de capitales interno se modificó en el periodo de análisis. No se podría afirmar si ello se debió a la apertura económica por sí misma o a la recesión económica. Lo que sí queda claro es que los accionistas han dejado de financiar a las firmas c1, c5 y c14 en la última etapa del análisis (remitirse a la tabla 5).

**Tabla 5.** Dinámica de préstamos de grupos

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
c1	0.002689	0.0313986	0	0.0115	0	0	0	0	0	0	0.1296	0.151775256
c2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c3	3.01E-05	8.35E-05	0.0109	0.0006	-7.76E-05	0	0	0	0	0	0	0
c4							0	0	0	0	0.285	0.08312308
c5		0	0	0	0	0	0	0	0		0	0
c6							0	0	0	0		
c7		0	0	0	0	0	0	0	0			
c8							0	0	0	0	0	0
c9							0	0	0	0	0	0
c10							-0.26586	0	0			
c11									0	0	0	0
c12							0	0	0	0	0	0
c13							0					
c14	1.106987	0	0	0	0	0	-0.37992	0.7956	0	0	0	0
c15										0	0	-0.49258134
c16												0

FUENTE: elaboración propia.

*Indicador 2. ¿Quién financia a la matriz vía repartición de dividendos?*

La matriz recibe recursos monetarios de las filiales c1, c2, c3, c4, c5, c11 y c12, a pesar de que solo la c11 genera un excedente que estaría disponible para el grupo. Como que-

da claro, ni la apertura económica ni la recesión económica de 1997 a 2002 modificó esta pauta.

Esta característica es común a todos los grupos empresariales analizados. La anterior evidencia sugiere que los grupos empresariales han preferido una acumulación extensiva.

*Indicador 3***Tabla 6.** Dinámica de la rentabilidad

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
c1		0.126048959	0.32394438	0.31395662	0.953109056	-4.832915513	10.5132141	1.0053731	0.890380743	0.402694	0	
c2		0.33543894	0.40622927	0.40028766	0.654029424	2.028416999	1.028504186	0	6.051744038	0	0	
c3		0.282794359	0.66860014	43.6619321	3.018468991	0	0.938249427	1.7219565	1.248224774	0.262311	1.1714408	
c4								1.7287086	0	0	0	
c5			-0.2389322	-0.0094421	0	0	0.651612958	0.3988503	0.274526397	0		
c6								0	0	0	0	
c7			0	0	0	0	0	0	0	0		
c8								1.9243843	0	0.95259	0.9000046	
c9								0.3392539	0.132430224	0	0	
c10								0	0	0		
c11										0.82903	1.006125	
c12								0	1.108762094	1.231711	1.0980615	
c13								0				
c14		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
c15											0	
c16												

**FUENTE:** elaboración propia.

La rentabilidad de la política de inversiones se ha modificado con la apertura económica. A pesar de que desde el 2002 hasta el 2007 Colombia ha tenido un PIB cada vez más alto, la rentabilidad se ha deteriorado en el periodo analizado. Esto se debe en parte a que las actividades económicas asociadas a estas empresas son de naturaleza económica de bienes transables y que se han visto enfrentadas a la competencia internacional. No obstante, todas cuentan con un alto ROA respecto a indicadores como la inflación y la rentabilidad de la bolsa en el periodo en consideración, excepto la compañía c5. (tablas 6 y 7)

Llama la atención que la compañía que fuera adquirida en este periodo, asociada a servicios públicos, está dentro del rango de mayor ROA. No obstante, cabe recordar que el análisis de rentabilidad se hizo en términos de la utilidad operativa. Se recuerda que la única que tuvo un flujo de caja positivo para los accionistas fue esta compañía. De ello se podría concluir que cumple el rol de generar flujos y rentabilidad. Sin embargo, para el último año presenta un ROA bajo en términos relativos.

## Área 6

## Indicador 1. Bajo ROA

Tabla 7. Bajo ROA

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
c1	1.53275505	1.22625228	1.01617355	0.70846301	0.85522345	0.85456826	0.71527856	0.58247374	0.52361918	0.38958061	0.18713315	0.15920441
c2	1.32311771	1.02704372	0.73089647	0.6717857	0.95507604	0.867195	0.74499744	0.78603959	0.74944938	0.63869499	0.2698606	0.24047707
c3							0.74422864	0.90999366	0.83260531	0.69755505	0.62837151	0.68409183
c4		1.60298997	1.53684305	1.39107849	1.249941371	1.51023636	1.624199655	1.60568981	1.53459277		0.5607237	0.88901577
c5							0.38261452	0.19771833	-1.3126E-06	-1.8428E-06		
c6		0.22377855	0.34322639	0.33539396	0.3085735	0.34435295	0.29782002	0.24266397	0.3504904			
c7							0.41629422	0.64344646	0.58997359	0.57863116	0.60315378	0.40133926
c8							1.40117633	1.23527783	0.88332176	0.7755729	0.36220369	0.23526805
c9							0.19039072	0.13003259	-0.10746132			
c10									0.90175275	0.34136018	0.38710189	0.04620413
c11							1.76714891	1.79906425	1.54848442	1.4182854	0.29583502	0.1637395
c12							2.1244236					
c13	0.77832869	0.81823681	0.63335119	0.77358243	0.64010735	0.51408704	0.28277741	0.46865281	0.53005065	0.47014416	0.49988543	0.6022971
c14										1.33647984	1.34428773	1.73827179
c15												1.20355623
c16												

FUENTE: elaboración propia.

Como queda claro a partir de la tabla sobre rentabilidad de los activos, la única compañía que cuenta con una tendencia estructural a tener una rentabilidad negativa sería la compañía c6, a la que se le suman compañías con bajos ROA, como son c1 y c2, muy cercanas a variables monetarias de referencia a la compañía.

## Conclusiones

A partir de los anteriores resultados se podría afirmar que hoy se cuenta con una herramienta para analizar la estructura interna de los grupos empresariales: el "rol" que cumplen en la formación de un mercado de capitales. Por otro lado, quedan muy claras las repercusiones de la apertura económica sobre el rol de las empresas: en primer término, la apertura económica no ha modificado la tendencia histórica de repartir dividendos y no acumular para un mejoramiento significativo de la productividad. Igualmente, se reparten los dividendos desde una lógica de propiedad y sobre las posibilidades que ofrece el Código

de Comercio, sin consultar las posibilidades reales desde los flujos de caja disponible a los accionistas.

En segundo término, esta repartición comporta la obligación de abrir contratos de deuda que reducen las posibilidades de crecimiento interno. En tercer término, se ha configurado un rol histórico en el mercado de capitales interno. De allí que quede claro cuáles son las firmas que forman la oferta de dinero y cuáles son las que la usan. En cuarto nivel, también comienza a evidenciarse la afirmación de que la inversión adicional de los grupos se ha dado en actividades de bajo riesgo y moderada rentabilidad relativa, pero con flujos significativos para la operación y para los accionistas, como los servicios públicos.

## Referencias bibliográficas

Alfred, C. (1990). *Scale and Scope: the Dynamics of Industrial Capitalism*. Boston: The Belknap Press Of Harvard University Press.



- Ansoff, H. (1958). A Model for Diversification. *Management Science*, 4(4), 392-414.
- Barton, S., & Gordon, P. (1987). Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure? *Academy of Management Review*, 12(1), 67-75.
- Barton, S. L., & Gordon, P. J. (1988). La estrategia corporativa y la estructura de capital. *Strat. Mgmt. J.*, 9, 623-632.
- Chacón, O., Arroyo, Y., & Villaba, M. (2007). Teoría del trade-off para la definición de la estructura de financiación de las Pymes de Bucaramanga. *Revista de la Facultad de Ingenierías Físico Mecánicas, Universidad Industrial de Santander*, p. 1-17.
- Chavarín, R. (2011). *Los grupos económicos en México a partir de una tipología de arquitectura y gobierno corporativos: una revisión de sus explicaciones teóricas, en el trimestre económico, LXXVIII-1*(309, enero-marzo), 193-234.
- Clarke R. (1993). *Economía industrial*. Madrid: Colegio de Economistas de Madrid, Celeste Ediciones.
- Clifford W., & Smith, J. (1995). Corporate Risk Management: Theory and Practice. *The Journal of Derivates*, 30, 21-31.
- Cruz, J., & Wadnipar, S. (2008). Análisis de las variables y modelos que intervienen en la determinación de la estructura de capital de las empresas colombianas mediante el modelo de la variable déficit utilizada por Frank y Goyal. *Revista Soluciones de Postgrado EIA*, 1(enero), 23-44.
- Cruz, S., & Jeison, P. (2012). Los Grupos Economicos en Colombia en la transición del Siglo XX / XXI. (F. d. ESAP, Ed.) Bogotá: Escuela Superior de Administración Pública.
- Frank, M., & Goyal, V. (2004). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- García, M. (2002). Esquema para el análisis de la estructura de un grupo económico. *Escuela de Economía*, n° 21. Centro editorial Facultad de Ciencias Económicas, universidad Nacional de Colombia.
- Hanneman, R. (2002). Introducción a los métodos de análisis de redes sociales. *Grupos y subestructuras*. California Este documento esta traducido para la lista REDES con permiso del autor a partir de la versión electrónica disponible en <http://wizard.ucr.edu/~rhanema/networks/text/textindex.htm>
- Hilferding, R. (1910). *El capital financiero*. Madrid: Tecnos.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Katz, J., & Kosakoff, B. (1989). *El proceso de industrialización en la Argentina: evolución, retroceso y prospectiva*. Buenos Aires: CEPAL
- Khanna, T., & Krishna P. (1999). *Policy Shocks, Market Intermediaries, and Corporate Strategy: The Evolution of Business Groups in Chile and India*. Working Paper, Harvard Business School.
- Khanna, T. (2000). Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets: Existing Evidence and Unanswered Questions, *European Economic Review*, 44, 748-761.
- Khanna, T., & Krishna P. (1999). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *Journal of Finance*, forthcoming.
- Kochhar, R. (1998). Research Notes and Communications Linking Corporate Strategy to Capital Structure: Diversification Strategy, Type and Source of Financing. *Strategic Management*, 19, 601-610.
- Kochhar, R. (1996). Explaining firm Capital Structure the Role of Agency Theory vs. Transactions Cost of Economics. *Strategic Management Journal*, 17(9), 713-728.
- Kochhar, R. (1998). Linking Corporate Strategy to Capital Structure: Diversificación Strategy, Type and Source Finance. *Strategic Management Journal* 19(6), 601-610.
- La Rocca, M., La Rocca, T., Gerace, D., & Smark, C. (2009). Effect of Diversification on Capital Structure. *Journal of Business Finance and Accounting*, 9(4), 799-826.
- Lamont, B., & Anderson, C. (1985). Mode of Corporate Diversification and Economic Performance. *Academy of Management Journal* 28 (December), 926-934.
- Leff, N. (1978). Industrial Organization and Entrepreneurship in Developing Countries. *Economic Development and Cultural Change*, 26(4), 661-675.
- Leff, N. (1979). Entrepreneurship and Economic Development: the Problem Revisited. *Journal of Economic Literature*, 17(1), 46-64.
- Lewellen, W. (1971). A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. *Journal of Finance* 26, 521-537.
- Medina, A. (2010). *Relación entre las estrategias corporativas de crecimiento y financiamiento de los grupos económicos en Chile*. Chile: Facultad de Ciencias Empresariales, Universidad del Bio-Bio-Chile.
- Misas, G. (2002). *La ruptura de los 90; del gradualismo al colapso*. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia.

- Misas, G. (2004). El campo de la economía y la formación de los economistas. *Colombia Cuadernos de Economía*. Bogotá: Tercer Mundo Editores, 205-229.
- Narváez, J. (1978). *Conglomerados de Sociedades en Colombia*. Bogotá: Superintendencia de Sociedades.
- Rivera, J. (2007). Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las PYMES del sector de confecciones del Valle del Cauca en el periodo 2000-2004. *Cuadernos de Administración, Universidad del Valle*, 20(34), 191-219.
- Rodríguez, C., & Duque, E. (2007). Seguimiento a la dinámica competitiva de dos grupos económicos colombianos, *Innovar*, 17(29), 137-154.
- Rodríguez, C. (2011). *Los grupos económicos en México a partir de una tipología de arquitectura y gobierno corporativos: una revisión de sus explicaciones teóricas, en el trimestre económico, LXXVIII* (1-309), enero-marzo, 193-234.
- Rumelt, R. (1974). *Strategy, Structure, and Economic Performance*. Boston, MA: Division of Research, Graduate School of Business Administration, and Harvard University.
- Stein, J. (1997). Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. *The Journal of Finance*, LII (1), March.
- Stijn, C., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (1999a). *Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asian Corporations*. Washington: World Bank, and Working Paper 2088.
- Stijn, C., Djankov, S., & Klapper, L. (1999). *Resolution of Corporate Distress: Evidence from East Asia's Financial Crisis*. World Bank, Working Paper.
- Stijn, C., & Lang, L. (2002). The Benefits and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia. *Discussion Paper 3364*, Center for Economic Policy Research. UNU-WIDER Research Paper, World Institute for Development Economic Research (UNU-WIDER).
- Stijn, C. (1999). *More Generally, Group-Affiliation Allows for Internal Financial Markets to Spread Risks, Which Can Be Valuable When External Market share Imperfect*. Washington.
- Stulz, R. (1999). Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12, 8-25.
- Stulz, R. (2005). Rethinking Risk Management. *Applied Corporate Finance*, 17.
- Takeo, H., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *The Quarterly Journal Of Economics*, 106(1, Feb, 1991), 33-60.
- Tarziján, J. (1999). Internal Capital Markets and Multimarket Contact as Explanation for Conglomerates in Emerging Markets. *Abante, Studies in Business Management*, 2(1, April, 1999), 3-22.
- Tenjo, F., López, E., & Zamudio, N. (2006). Determinantes de la estructura de capital de las empresas. Banco de la República, *Borradores de Economía* (380). Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra380.pdf>
- Wadnipar, H., & Cruz, J. (2008). Determinación de la estructura de capital de las empresas colombianas. *Revista Soluciones de Postgrado eia*, (1), 23-43.
- Williamson, O. (1989). *Transaction Costs Economics in Handbook of Industrial Organization*. Eds. R. Schmalensee and Willing, R. Amsterdam: North Holland.

## Anexo 1

Grupo empresarial	Responde a diversificación	Número de empresas afiliadas	Grupos que se trabajaron
Foto del oriente Ltda.	No	30	No
Hoteles Royal S.A.	No	20	No
Compañía de promociones internacionales de servicios de salud S.A.	Sí	18	No
Indicomersocios S.A.	Sí	25	Sí
Inproico S.A.	Sí	27	Sí
Sosacol S.A.	Sí	25	Sí
Hevios S.A.	No	24	No
Invernac & Cía S.A.S.	Sí	57	Sí
R T S Colombia Ltda.	Sí	27	No
C.I. Américaflor Ltda.	No	12	No
Thomas Greg & Sons Limited (Guernsey) S.A.	Sí	16	Sí
Mercantil Colpatría S.A.	Sí	30	Sí
Proactiva Colombia S.A.	No	19	No
Inv Internacional S.A.	Sí	28	Sí
Grupo Hotelero Londoño GHL Grupo Hoteles SCA	No	16	No
Inversiones Manuelita S.A.	Sí	45	Sí
Chaid Neme Hermanos S.A.	Sí	28	Sí
Casa Editorial El Tiempo S.A.	Sí	32	Sí
Caracol Primera Cadena Radial Colombiana S.A.	Sí	20	Sí
Inversiones Sredni S.A.	Sí	19	Sí
Grupo Aviatur Ltda.	Sí	23	Sí
D Vinni S.A.	No	23	No
Inmobiliaria Sredni S.A. / S.A.S.	Sí	24	Sí
Laboratorio Franco Colombiano Lafranco S.A.	No	12	No
Super Motos Ltda.	No	21	No
Carvajal Internacional S.A.	Sí		Sí
C I Unión de Bananeros de Urabá S.A.	Sí	15	No
Carbe Parklake SCA	Sí	77	Sí
Comercializadora Internacional Banacol S.A.	No	21	No
Aceites Manuelita S.A.	No	12	No

## Anexo 2

Áreas y sus indicadores	Explicación de cada área e indicador
<b>Área n.º 1</b>	Son las firmas generadoras de efectivo en el grupo.
Indicadores del área 1:	
Flujo de caja operativo	Es el excedente económico disponible después de remunerar los factores de producción. Se expresará con relación a las ventas (%).
Flujo de caja para el accionista	Es el excedente económico disponible después de remunerar los factores de producción y remunerar el capital externo. Está disponible para la formación de la política de dividendos y las reservas. Se expresará con relación a las ventas (%).
Indicador del capital de trabajo	El nivel de agregación contable no permite determinar la transferencia de efectivo entre empresas de un grupo a nivel del capital de trabajo.
Política de financiación con socios	Medir la política de dividendos de la compañía. Se expresará con relación a la utilidad neta (%).
<b>Área n.º 2</b>	Son firmas del grupo empresarial que pertenecen a las instituciones financieras y fácilmente pueden transferir efectivo a una empresa del grupo. Se incluyen las firmas que captan los recursos del mercado de capitales. En una investigación previa se concluye que las matrices cumplen esta función históricamente. “Y en términos de adjudicación monetaria se encontró que el sector financiero capturó el 56 % del total de valores adjudicados dentro del lapso de investigación del 2006 al 2012, y para el caso del sector real, su porcentaje de participación fue del 30 %. A partir de lo anterior se encontró que del 60 % de los valores capturados por el sector financiero, el 90 % de estas empresas pertenecen a un categoría de grupo, y para el caso del sector real, esta cifra fue del 76 %. Esto significa que el financiamiento de largo plazo –vía acciones y bonos– los absorbieron las empresas que están asociadas a los grupos” (Cruz, 2012, p. 89).
Indicadores del área 2:	
Firmas que pertenecen a los códigos CIIU	Empresas que pertenecen a los siguientes ciiu: 6511, 6519, 6591, 6592, 6599.
Firmas que demandan recursos vía el mercado de capitales	Son las firmas que, teniendo en cuenta su naturaleza jurídica, hacen ofertas de bonos, acciones y otros instrumentos en el mercado de capitales.
<b>Área n.º 3</b>	Son las matrices <sup>18</sup> cuya tarea es definida por la ley de forma expresa: “Habrà grupo empresarial cuando además del vínculo de subordinación, exista entre las entidades unidad de propósito y dirección. Se entenderá que existe unidad de propósito y dirección cuando la existencia y actividades de todas las entidades persigan la consecución de un objetivo determinado por la matriz o controlante en virtud de la dirección que ejerce sobre el conjunto, sin perjuicio del desarrollo individual del objeto social o actividad de cada una de ellas”.
Indicador del área 3: La matriz que tiene identificado la ss	Las empresas tienen la obligación de registrar en las cámaras de comercio todos los años la situación de control y de subordinación, obligatoriedad que emana del nuevo concepto de regulación que se precisó en la Ley 222 de 1995.
<b>Área n.º 4</b>	Dentro de las empresas que son destino de los flujos de efectivo cabe distinguir dos áreas.
Indicadores del área 4:	
Préstamos	Préstamos de empresas afiliadas a los grupos empresariales.
Pago de dividendos	Dividendos de empresas afiliadas a los grupos empresariales.
Alta rentabilidad	Utilidad operativa / (total activo - otros activos).
<b>Área n.º 5</b>	Control político.
Indicador del área 5:	
Empresas afiliadas a ciertas actividades económicas	La enumeración de las actividades económicas.
<b>Área n.º 6</b>	La siguiente área la formarían las empresas en las que el grupo se encuentra pero que no tienen alta rentabilidad.
Indicador del área 6:	
Bajo ROA como indicador de rentabilidad	Utilidad operativa / (total activo - otros activos).

17 La definición que da Rubén Chavarrín de “Holding” se refiere más a “situaciones de control” que a “matriz”, que son conceptos muy propios del desarrollo jurídico colombiano. Este último se acerca a los planteamientos de Leff (1977).