



UNIVERSIDAD **NACIONAL** DE COLOMBIA  
SEDE BOGOTÁ

## **Tesis**

# LA GESTIÓN FINANCIERA Y EL ACCESO A FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES DEL SECTOR COMERCIO EN LA CIUDAD DE BOGOTÁ

---

**Silvia Maritza González Cómbita**

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas

Maestría en Contabilidad y Finanzas

Bogotá D.C., Diciembre de 2014

# LA GESTIÓN FINANCIERA Y EL ACCESO A FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES DEL SECTOR COMERCIO EN LA CIUDAD DE BOGOTÁ

---

**Silvia Maritza González Cómbita**

Tesis presentada como requisito parcial para optar al título de:

**Magíster en Contabilidad y Finanzas**

Directora:

Dr. Mary Analí Vera Colina

Línea de investigación:

Finanzas

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas

Maestría en Contabilidad y Finanzas

Bogotá D.C., Diciembre de 2014

## *Dedicatoria*

*A Dios y a María, por ser mis guías, mi fuerza y mi compañía en todo momento.*

*Sin duda, éste y todos mis logros son el fruto y esfuerzo de mis padres, sin su apoyo incondicional, ejemplo, paciencia, comprensión y amor, no hubiera podido hacerlo.*

*A mis hermanos y a mi bello sobrino, quienes son mi motivación de seguir adelante.*

*A mi mejor amigo, su incondicionalidad, solidaridad y respaldo me ayudaron en momentos difíciles. Para él, mi total gratitud.*

*A mi novio, gracias por su cariño, apoyo y consejos; su disciplina, entusiasmo, y compañía fueron claves en este proceso.*

*Finalmente, a mi familia quienes de una u otra forma me han tendido la mano cuando más lo he necesitado.*

# Agradecimientos

Mi total gratitud a la Universidad Nacional de Colombia, quien hace 7 años me abrió sus puertas y me permitió crecer no solo profesionalmente sino como persona. Gracias por abrir mi mente a nuevas ideas, nuevas culturas y por brindarme un espacio de opinión y reflexión libre. La calidez y multiculturalidad de las personas que la conforman han hecho de este mi segundo hogar.

A la profesora Mary Vera Colina, directora de la presente investigación mil gracias por su infinita dedicación, paciencia, compromiso y acompañamiento en el desarrollo de este trabajo. Desde el comienzo su asesoría y experiencia fueron importantes para enfocar y retroalimentar esta investigación. Al margen de su gran conocimiento y trayectoria académica, resalto sus cualidades personales, su permanente disposición de colaboración y su desinteresada generosidad. Trabajar junto a ella fue una experiencia académica y personal totalmente enriquecedora.

Quiero agradecer a cada una de las personas que hicieron posible el desarrollo de este trabajo con su participación. A los profesores Mauricio Gómez, Zuray Melgarejo y Claudia Niño, quienes desde sus clases, sus experiencias académicas y ejemplo, orientaron este trabajo y siempre demostraron su disposición de colaboración. Sus consejos y charlas motivadoras fueron un gran impulso para alcanzar este logro. Al estudiante Fabian Bejarano por su orientación en temas estadísticos, su aporte fue realmente valioso. A mi colega Juan Rueda por compartirme su experiencia investigativa, aprecio y admiro su compañerismo y solidaridad.

Igualmente, agradecimientos especiales al grupo de Investigación INTERGES de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia, el cual contribuyó en la construcción teórica y práctica del presente documento. El aporte de sus integrantes y la interacción con invitados internacionales en temáticas relacionadas, retroalimentaron significativamente este trabajo.

Nuevamente, reitero mis agradecimientos al motor de mi vida, mi familia. Particularmente a mis padres por su amor e incondicionalidad. A mi mami, por su entrega, apoyo y comprensión, a pesar de la distancia ella siempre esta conmigo y hace parte de mi. A mi papi, por los valores inculcados, por creer en mi y ser un gran respaldo. A mis hermanos y sobrino, por ser mi motivación de seguir adelante y caminar junto a ellos, su sencillez y nobleza son de admirar. Finalmente, a mi novio por su amor, alegría, apoyo y compañía; gracias por mostrarme otra forma de ver el mundo.

## Resumen

Esta investigación busca identificar y caracterizar aquellas variables de la gestión financiera y su asociación con el acceso a financiamiento en las pequeñas y medianas Empresas (Pymes) del sector comercio en la ciudad de Bogotá. Se busca indagar en algunas organizaciones como está estructurada la gestión financiera con el propósito de establecer una posible correlación con el acceso a financiamiento considerando esta como una de las variables que contribuye en la generación de mejores oportunidades de crecimiento y distribución del ingreso en la sociedad. (Sánchez et al, 2003; OCDE, 2013; Meléndez, 2011). De igual forma se busca caracterizar algunas variables clave dentro de la gestión financiera que podrían constituirse como marco de referencia para ser utilizadas por las Pymes de manera que contribuya a una mejor gestión de sus recursos financieros y sus oportunidades de crecimiento. Para desarrollar los propósitos de esta investigación se ha seleccionado una población de 1465 Pymes que reportaron información a la Superintendencia de Sociedades de 2008 a 2013; el tipo de investigación corresponde a un enfoque cuantitativo, no experimental, longitudinal, exploratorio y correlacional. La investigación parte en primer lugar de una revisión el estado del arte sobre las variables de estudio: gestión financiera y el financiamiento, en segundo lugar se realiza una exploración de la gestión financiera dentro de las organizaciones y finalmente se analiza la evidencia recolectada para determinar una relación entre la gestión financiera y el acceso al financiamiento con el propósito de proponer a las Pymes lineamientos de mejora en los procesos de gestión financiera.

## Palabras clave

Gestión financiera, Financiamiento, Pymes.

## Summary

This research seeks to identify and characterize the variables of financial management and its association with access to financing small and medium enterprises (SMEs) in commerce in the city of Bogotá. It seeks to investigate some organizations as it is structured financial management in order to establish a possible correlation with access to financing considering this as one of the variables contributing to the generation of better opportunities for growth and income distribution in society. (Sánchez et al, 2003; OECD, 2013; Meléndez, 2011). Similarly seeks to outline some key variables in financial management that might serve as a framework for use by SMEs in ways that contribute to better management of their financial resources and opportunities for growth. To develop the purposes of this research has selected a population of 1465 SMEs reporting information to the Superintendencia de Sociedades 2008-2013; the type of research corresponds to a non-experimental, longitudinal, exploratory and correlational quantitative approach. The research part first of the art review on financial management and funding, secondly an exploration of financial management within organizations is performed and finally the evidence collected is analyzed to determine a relationship between management financial and access to finance for the purpose of proposing to SMEs guidelines for improving financial management processes.

## Keywords

Financial Management, Financing SMEs.

## TABLA DE CONTENIDO

TABLA DE CONTENIDO .....	III
TABLA DE ANEXOS.....	VI
TABLA DE ILUSTRACIONES.....	VII
INTRODUCCIÓN.....	1
1 PROBLEMÁTICA DE INVESTIGACIÓN .....	4
2 PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN .....	7
3 JUSTIFICACIÓN.....	8
4 OBJETIVOS.....	10
4.1 Objetivo General.....	10
4.2 Objetivos Específicos.....	10
5 METODOLOGÍA .....	11
5.1 Diseño Metodológico.....	11
5.2 Delimitación, Ámbito y Tiempo De Aplicación .....	13
5.3 Selección de población de la investigación.....	14
5.4 Determinación de indicadores financieros.....	15
5.5 Procesamiento de la información.....	16
6 REVISIÓN DE LA LITERATURA .....	17
7 MARCO TEÓRICO .....	21
7.1 Teoría Financiera.....	22
7.1.1 Evolución de la teoría financiera .....	22
7.1.2 Campos de estudio.....	23
7.1.3 Finanzas Corporativas.....	25
7.2 Gestión Financiera - Generalidades.....	26
7.2.1 Caracterización.....	26
7.2.2 Análisis de la gestión financiera a partir de indicadores.....	28
7.2.2.1 Indicadores de la situación financiera de la empresa .....	31
<b>7.2.2.1.1 Indicadores de Solvencia y Liquidez .....</b>	<b>31</b>
<b>7.2.2.1.2 Indicadores de eficiencia.....</b>	<b>32</b>

7.2.2.1.3	<b>Indicadores de endeudamiento</b> .....	34
7.2.2.1.4	<b>Indicadores de rentabilidad</b> .....	35
7.2.2.2	Análisis Financiero y técnicas .....	36
7.2.2.3	Usos y limitaciones del análisis de las razones .....	40
7.2.3	Gestión financiera integral. ....	41
7.2.4	Importancia de la gestión financiera .....	46
7.2.5	Planificación Financiera .....	47
7.3	Gestión Financiera - Estructura..... <b>¡Error! Marcador no definido.</b>	
7.3.1	Gestión Financiera de Largo Plazo.....	53
7.3.1.1	Gestión del financiamiento a largo plazo .....	53
7.3.1.1.1	<b>Fuentes de Financiamiento</b> .....	53
7.3.1.1.2	<b>Estructura de Capital</b> .....	56
7.3.1.1.3	<b>Costo de capital</b> .....	58
7.3.1.2	Política de Dividendos.....	59
7.3.1.3	Gestión de las inversiones a largo plazo. ....	61
7.3.1.3.1	<b>Clasificación de las inversiones</b> .....	61
7.3.1.3.2	<b>Métodos de análisis y evaluación de las inversiones a largo plazo.</b> .....	61
7.3.2	Gestión Financiera de Corto Plazo .....	64
7.3.2.1	Gestión de inversiones en el corto plazo. Capital de trabajo .....	64
7.3.2.1.1	<b>Administración del efectivo</b> .....	65
7.3.2.1.2	<b>Administración del inventario</b> .....	65
7.3.2.1.3	<b>Administración de las cuentas por cobrar</b> .....	66
7.3.2.2	Gestión del financiamiento a corto plazo .....	66
8	CARACTERIZACIÓN DE PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES) .....	68
8.1	Definición de la Pymes .....	68
8.2	Situación de las Pymes en Colombia.....	70
8.2.1	Número de establecimientos .....	70
8.2.2	Número de personal ocupado en cada unidad económica .....	71

8.2.3	Concentración empresarial geográfica.....	72
8.2.4	Distribución empresarial de acuerdo a la actividad económica .....	72
8.3	Importancia y caracterización de las Pymes en Bogotá.....	73
8.3.1	Cantidad de empresas según tamaño y letras del código CIU .....	73
8.3.2	Contribución de Bogotá en el PIB.....	75
8.3.3	Población ocupada por sector económico en la ciudad de Bogotá .....	76
8.4	Instituciones de apoyo a las Pymes en Colombia.....	77
8.4.1	Instrumentos del Gobierno Nacional para que las MiPymes accedan al sistema financiero.....	78
9	CARACTERIZACIÓN DEL SECTOR COMERCIO.....	80
9.1	Indicadores económicos y financieros del sector comercio.....	80
10	ANÁLISIS DE RESULTADOS: GESTIÓN FINANCIERA Y FINANCIAMIENTO EN PYMES DEL SECTOR COMERCIO EN BOGOTÁ .....	88
10.1	Composición y Distribución de las Pymes y el sector comercio en la ciudad de Bogotá .....	88
10.2	Fuentes de financiamiento utilizadas por las Pymes del sector comercio en la ciudad de Bogotá.....	92
10.3	Elementos de la gestión financiera presente en las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá .....	97
10.4	Relación entre los elementos de la gestión financiera y las fuentes de financiamiento utilizadas por las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá .	107
11	LINEAMIENTOS DE MEJORA.....	112
12	CONCLUSIONES .....	121
13	BIBLIOGRAFÍA.....	127
14	ANEXOS.....	135

## TABLA DE ANEXOS

Anexo 1 Guía de Observación Documental.....	135
Anexo 2 Valores históricos del Salario Mínimo Mensual Vigente (smlv) de 2008 a 2014 .....	136
Anexo 3 Filtros de selección considerando la información reportada por la Superintendencia de Sociedades (SIREM).....	137
Anexo 4 Número de establecimientos por tamaño en Bogotá (2008-2013) de acuerdo a la información reportada por la Superintendencia de Sociedades (SIREM).....	138
Anexo 5 Número de establecimientos Pymes por sector en Bogotá (2008-2013) de acuerdo a la información reportada por la Superintendencia de Sociedades (SIREM)....	138
Anexo 6 Número de establecimientos por tamaño en el sector comercio de Colombia (2008-2013) de acuerdo a la información reportada por la Superintendencia de Sociedades (SIREM) .....	139
Anexo 7 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución de empresas de acuerdo a su estructura financiera y de capital (2008-2013).....	139
Anexo 8 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Porcentaje Financiamiento Deuda y Patrimonio (2008-2013).....	139
Anexo 9 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Estructura del Pasivo Corto y Largo Plazo (2008-2013) .....	139
Anexo 10 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución del pasivo a corto y largo plazo (2008-2013).....	140
Anexo 11 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Evolución de las principales fuentes del pasivo 2008-2013 .....	140
Anexo 12 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución del Patrimonio (2008-2013) .....	141
Anexo 13 Coeficientes de Correlación de Spearman de los indicadores financieros de las Pymes del Sector Comercio de Bogotá (2008-2013) .....	141
Anexo 14 Histogramas de las Variables de estudio .....	146
Anexo 15 Matriz de Correlaciones Gráficas.....	164

## TABLA DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1 Resumen Diseño Metodológico.....	11
Ilustración 2 Proceso de Investigación de Quivy y Campenhoudt (2007).....	13
Ilustración 3 Clasificación de empresas por Activos Totales.....	14
Ilustración 4 Filtros de selección .....	14
Ilustración 5 Indicadores financieros a analizar.....	15
Ilustración 6 Transversalidad de las decisiones Financieras en la Organización.....	21
Ilustración 7 Aportaciones de la Teoría Financiera.....	23
Ilustración 8 Definiciones sobre Finanzas .....	24
Ilustración 9 Campo de estudio de las Finanzas.....	24
Ilustración 10 Tipos de decisión.....	26
Ilustración 11 Objeto Básico de la Gestión Financiera.....	27
Ilustración 12 Proceso de Gestión Financiera .....	28
Ilustración 13 Diagnóstico Financiero Integral.....	29
Ilustración 14 Indicadores de Solvencia y Liquidez .....	32
Ilustración 15 Indicadores de Eficiencia.....	34
Ilustración 16 Indicadores de Endeudamiento.....	35
Ilustración 17 Indicadores de rentabilidad .....	36
Ilustración 18 Proceso Análisis Variables.....	37
Ilustración 19 Análisis Dupont .....	38
Ilustración 20: Factores a tener en cuenta en el análisis financiero.....	41
Ilustración 21 Componente de la Gestión Financiera.....	43
Ilustración 22 Metodología para la Gestión Financiera en Pequeñas Empresas .....	44
Ilustración 23 Proceso de Gestión Financiera .....	45
Ilustración 24 Gestión de Recursos.....	46
Ilustración 25 Caracterización del concepto de Planificación Financiera.....	49
Ilustración 26 Condiciones para desarrollar un proceso de Planificación Financiera .....	49
Ilustración 27 Fases de la Planificación Financiera .....	50
Ilustración 28 Actividades en el proceso de Planificación Financiera.....	51
Ilustración 29 Gestión del Financiamiento.....	52
Ilustración 30 Fuentes de Financiamiento a Largo Plazo .....	53
Ilustración 31 Teoría del Orden de Preferencias.....	58
Ilustración 32 Perspectivas en la Política de Dividendos.....	60
Ilustración 33 Tipos de Inversiones .....	61
Ilustración 34 Administración del Efectivo .....	65
Ilustración 35 Clasificación de las empresas por tamaño en Colombia .....	70
Ilustración 36 Distribución de Empresas por número de Establecimientos .....	71
Ilustración 37 Distribución del Personal Ocupado por Unidad Económica.....	71

Ilustración 38 Concentración empresarial por área geográfica.....	72
Ilustración 39 Distribución empresarial de acuerdo a la actividad económica .....	72
Ilustración 40 Posicionamiento Competitivo de Bogotá 2014 .....	73
Ilustración 41 Distribución de empresas en Bogotá de acuerdo al tamaño.....	74
Ilustración 42 Distribución empresarial Bogotá 2011-2012 .....	74
Ilustración 43 Distribución empresarial para Bogotá de acuerdo a la actividad económica 2012.....	75
Ilustración 44 Contribución de Bogotá en el PIB.....	75
Ilustración 45 Participación porcentual por rama de actividad dentro del PIB nacional.....	76
Ilustración 46 Empleo generados según actividad económica en Bogotá, 2011-2012.....	76
Ilustración 47 Población ocupada según ramas de actividad Bogotá.....	77
Ilustración 48 Datos PIB Sector comercio, reparación, restaurantes y hoteles.....	80
Ilustración 49 Datos participación PIB por subsector .....	81
Ilustración 50 Participación de las grandes ramas de actividad en el valor agregado de Bogotá, D.C., Colombia y América Latina .....	81
Ilustración 51 Variación anual sector comercio, reparación, restaurantes y hoteles.....	82
Ilustración 52 Ventas sector comercio 2012 .....	82
Ilustración 53 Relación costo-ventas sector comercio .....	83
Ilustración 54 Generación de empleo y aporte al valor agregado .....	84
Ilustración 55 Distribución de las ventas comercio mayorista durante 2012 .....	84
Ilustración 56 Relación costo-ventas comercio mayorista 2012 .....	85
Ilustración 57 Distribución de las ventas comercio minorista.....	85
Ilustración 58 Distribución de las ventas comercio vehículos automotores, autopartes, combustibles y lubricantes .....	86
Ilustración 59 Relación costo-ventas comercio vehículos automotores, autopartes, combustibles y lubricantes .....	87
Ilustración 60 Relación costo-ventas comercio minorista .....	87
Ilustración 61 Distribución de la población Pyme por tamaño y sector en la ciudad de Bogotá en el 2012 .....	88
Ilustración 62 Tamaño de empresas por sector – 2012 .....	89
Ilustración 63 Número de establecimientos por tamaño en Bogotá (2008-2013).....	90
Ilustración 64 Tendencia número de establecimientos por tamaño en Bogotá (2008-2013) .....	90
Ilustración 65 Porcentaje de establecimientos Pymes por sector en Bogotá (2008-2013)	91
Ilustración 66 Número de establecimientos por tamaño en el sector comercio de Bogotá (2008-2013) .....	92
Ilustración 67 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución de empresas de acuerdo a a su estructura financiera y de capital (2008-2013) .....	93
Ilustración 68 Proporción de deuda y patrimonio en el estructura financiera de 2008-2013 .....	93
Ilustración 69 Evolución de la estructura del pasivo de 2008-2013 .....	94

Ilustración 70 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución del pasivo a corto y largo plazo (2008-2013) .....	95
Ilustración 71 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Evolución de las principales fuentes del pasivo 2008-2013 .....	95
Ilustración 72 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución del Patrimonio (2008-2013) .....	96
Ilustración 73 Estructura de financiamiento de Pequeñas y Medianas empresas 2008- 2013.....	96
Ilustración 74 Indicadores de Liquidez y Solvencia a Largo Plazo.....	98
Ilustración 75 Indicadores de Eficiencia.....	100
Ilustración 76 Distribución de empresas por Indicadores de Rotación de Cartera.....	100
Ilustración 77 Distribución de empresas por Indicadores de Rotación de Proveedores...	101
Ilustración 78 Distribución de empresas por Indicadores de Rotación de Inventarios.....	102
Ilustración 79 Indicadores de Endeudamiento.....	103
Ilustración 80 Indicadores de Rentabilidad .....	105
Ilustración 81 Coeficientes de Correlación de Spearman de los indicadores financieros de las Pymes del Sector Comercio de Bogotá (2008-2013) .....	108
Ilustración 82 Acciones de mejora en Liquidez y Solvencia para las Pymes del Sector Comercio de la ciudad de Bogotá.....	115
Ilustración 83 Acciones de mejora en Eficiencia para las Pymes del Sector Comercio de la ciudad de Bogotá.....	116
Ilustración 84 Acciones de mejora en Endeudamiento para las Pymes del Sector Comercio de la ciudad de Bogotá.....	118
Ilustración 85 Acciones de mejora en Rendimiento para las Pymes del Sector Comercio de la ciudad de Bogotá.....	120



## INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas se ha evidenciado la intensificación del proceso de globalización de los mercados y con ello la creciente necesidad de que las empresas estén preparadas para responder a los cambios y exigencias que estos demanden, de ahí que diferentes actores tanto privados como estatales encuentren en la *gestión financiera* una oportunidad para mejorar los procesos internos de las empresas con el fin de que el proceso de toma de decisiones tenga un mayor énfasis en aspectos estratégicos y este soportado en herramientas idóneas que permitan una adecuada gestión de sus recursos (Nava, 2009)

Debido al impacto económico y social que representan las pequeñas y medianas empresas (pymes) en las economías dada su contribución al empleo, a la generación del PIB, a la distribución del ingreso y expansión de actividades productivas (Saavedra, 2012; Zevallos, 2003; Sánchez et al, 2003), estas unidades económicas han sido objeto de múltiples investigaciones a nivel local y mundial con el ánimo de detectar las problemáticas y dificultades más recurrentes y de este modo implementar estrategias y acciones de mejoramiento.

En Colombia la importancia de este segmento es incuestionable ya que representan aproximadamente el 99% de las empresas del país (Correa et al, 2009), por lo cual es relevante e imprescindible explorar este tipo de empresas y contribuir a su mejoramiento a partir de la identificación de sus dificultades y necesidades.

Recientes trabajos a nivel latinoamericano y mundial ponen de manifiesto como una de las mayores limitaciones de las pymes el acceso a financiamiento, debido tanto a factores internos como externos, resaltando que dicha problemática afecta la continuidad y crecimiento de las empresas y en muchas ocasiones conlleva a la liquidación de las mismas. Varios de los trabajos resaltan como las principales causas de escaso acceso a financiamiento: alto costo, exceso de garantías por parte de las entidades financieras, informalidad financiera e incapacidad de las empresas en mostrar su desempeño financiero como respaldo (Zevallos, 2007; Sánchez, 2007)

En nuestro país inicialmente hay una tendencia por abordar los obstáculos y/o restricciones que presentan las pymes para acceder al financiamiento, no obstante recientemente diversos estudios han mostrado las problemáticas de las pymes no solo a nivel externo sino a nivel interno (Sánchez, 2007; Correa, 2009), enfatizando en las falencias que poseen las pymes en su estructura interna, ya que pese a que se han implementado diferentes políticas gubernamentales para facilitar su formalización y acceso a recursos, su organización y gestión interna presentan debilidades las cuales se

convierten en un limitante para una mejor operación y acceso a diferentes alternativas de financiamiento que impulsen su operación y crecimiento.

Una de las restricciones a nivel interno que presentan las pymes con especial agudeza es su *gestión financiera*, la cual se convierte en un elemento clave ya que irradia a las demás áreas de la organización al ser la encargada de la obtención y asignación de los recursos necesarios para el desarrollo de las operaciones del negocio (Vera, 2009), de ahí la importancia de la medición, evaluación y fortalecimiento de esta variable y más aún en las pequeñas y medianas empresas en las cuales los procesos de gestión y operación son todavía muy incipientes.

Considerando que uno de los problemas que presentan con mayor agudeza las pymes es el acceso a financiamiento y si bien es cierto que la gestión financiera no es el único limitante a nivel interno que afecta el acceso a financiamiento, ha surgido el interés de esta investigación por examinar desde una perspectiva interna la gestión financiera a través de sus indicadores financieros; de este modo se tiene como objetivo central determinar la vinculación entre la gestión financiera y la obtención de financiamiento en las pymes del sector comercio de Bogotá, identificando elementos claves en la gestión financiera que contribuyan a mejorar tanto el desempeño financiero como su acceso a fuentes alternativas de financiamiento.

Producto de la evaluación de cada uno de los elementos de la gestión financiera se busca realizar un diagnóstico y caracterización de la gestión financiera actual de las pymes de manera que se puedan identificar las variables más relevantes y se focalicen las diferentes políticas y estrategias en los puntos críticos evidenciados, lo anterior con el ánimo de fortalecer sus procesos internos, mejorar su rentabilidad y contribuir a su permanencia en un entorno cambiante y competitivo (Vera, 2009)

Para el desarrollo de esta investigación se ha seleccionado a la ciudad de Bogotá, al ser ésta el motor económico del país y considerando no solo su impacto tanto a escala nacional como latinoamericano, además al ser ésta una de las ciudades con mayor concentración de pequeñas y medianas empresas debido a su clima emprendedor para los negocios. A su vez se ha seleccionado como foco de estudio al sector comercio dada su representatividad y posicionamiento no solo a nivel local sino a nivel nacional, siendo uno de los sectores de mayor dinamismo y aporte a la economía (Cámara de Comercio, 2011)

Con el fin de alcanzar el objetivo propuesto en este trabajo, en primer lugar se detalla la metodología de investigación utilizada; esta sección incluye el diseño metodológico empleado, el método de selección, procesamiento y análisis de información así como la determinación de indicadores objeto de análisis.

En segundo lugar se presenta una revisión teórica de la teoría financiera en la que se enmarca la investigación: finanzas corporativas. En esta misma sección, se efectúa una caracterización de las variables de estudio: gestión financiera y financiamiento, teniendo en cuenta los aportes de diferentes académicos en el tema, lo cual permitirá comprender

conceptualmente los elementos determinísticos de cada variable y será el soporte teórico de este trabajo.

En tercer y cuarto lugar respectivamente, se presenta mediante revisión de fuentes secundarias la caracterización de las pequeñas y medianas empresas en Colombia y Bogotá, destacando su distribución, evolución y representatividad, así como una caracterización del sector comercio, con el fin de obtener un panorama general de la dinámica, comportamiento y trayectoria del sector.

Posteriormente en la sección 10 de este documento, se expondrá el análisis de resultados, el cual está dividido en cuatro fases de acuerdo a los objetivos específicos considerados en esta investigación: composición y distribución de las pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá, fuentes de financiamiento utilizadas por las pymes del sector, elementos de la gestión financiera presentes en las pymes, y relación de los elementos de la gestión financiera y las fuentes de financiamiento.

Finalmente, teniendo en cuenta el análisis integral realizado en la sección anterior e interrelacionando los resultados obtenidos con los elementos explorados en el marco teórico de esta investigación, se construyen las acciones y lineamientos de mejora y las conclusiones las cuales servirán de apoyo en futuras investigaciones relacionadas con la gestión financiera.

# 1 PROBLEMÁTICA DE INVESTIGACIÓN

Las pequeñas y medianas empresas (Pymes) juegan un papel muy importante en la economía de los países, ya que contribuyen a impulsar el crecimiento económico, la generación de empleo y disminución de la pobreza (Sánchez et al, 2003; Zevallos, 2003; Demirguc-Kunt et al, 2003; Saavedra, 2012; OCDE, 2013). De acuerdo con la agencia de noticias EFE (2014), las Pymes constituyen un sector que genera en Colombia aproximadamente el 80% del empleo en el país y reúne el 99% de las empresas nacionales (Clavijo, 2012; Correa et al, 2009).

En los últimos años, se ha venido presentando un fenómeno de creación de empresas a nivel nacional, destacándose la creación de empresas en la ciudad de Bogotá la cual ha tenido una tasa de creación superior a la media nacional del 20.1%. Entre 2012 y 2013 se crearon 58.000 empresas, lo que evidencia la alta intención de emprendimiento de la capital (Noticias La información, 2013; Cámara de Comercio de Bogotá, 2014). De acuerdo a las estadísticas publicadas por la Cámara de Comercio en 2012, la ciudad presenta una concentración mayoritaria de microempresas con un 80,77% de participación frente al total, seguido del grupo de empresas que abarca la denominación Pymes (Pequeñas y Medianas empresas) el cual tiene una participación en el mercado bogotano de aproximadamente el 16%.

La distribución anterior evidencia que el rol de estas empresas en la economía regional desempeña un papel importante, al contribuir por ejemplo, a la disminución en el tercer trimestre de 2013 de la tasa de desempleo a un 8.8% frente al 9.4% que registraba en el mismo periodo el año anterior (El espectador, 2013; DANE, 2014). Además las Pymes son responsables aproximadamente del 37% del Producto Interno Bruto (PIB), aportan el 31% de las exportaciones no tradicionales y generan el 81% del empleo. (Portafolio, 2013; El Tiempo, 2013; Arazi y Baralla, 2012; Cardona, 2010; Correa et al 2009; Vera, 2014)

Dentro de este grupo de Pymes en la ciudad de Bogotá se destaca el sector comercio el cual representa 42.4% del total de las Pymes de la ciudad (Vera, 2014). Durante el 2013 dicho sector tuvo una tasa de crecimiento del 5.8% (DANE, 2014; Dinero, 2014), y fue considerado como una de las ramas económicas que más impulsó el crecimiento del PIB en la ciudad de Bogotá durante el 2013. De acuerdo con el DANE (2014) de las trece ciudades y áreas metropolitanas, Bogotá tiene el mayor número de personas ocupadas con un 39.7% frente al total de ocupados, del cual el sector comercio emplea el 28,2% (Vera et al 2013). Lo anterior evidencia el papel estimulante de este sector en la economía de la ciudad.

El fenómeno de creación y formalización de empresas ha sido impulsado, en primer lugar, por la política de fomento al emprendimiento y, en segundo lugar, por la ley de Formalización y Generación de Empleo que expidió en 2010 el Gobierno Nacional. Sin embargo, pese a que estas directrices han contribuido a que una gran parte de negocios

se hayan organizado como empresa, es importante considerar que muchas de estas una vez constituidas han tenido limitaciones y restricciones no sólo a nivel externo (mercado, competidores, regulación...entre otros) sino también a nivel interno (López, 2009).

Estas restricciones a nivel interno afectan el acceso al financiamiento externo, y hacen referencia para el caso colombiano principalmente según Sánchez (2007), a la falta de solvencia, a no contar con un historial crediticio, ni estudios de proyecciones financieras, de mercado o planes de negocio, al punto de considerar a estas empresas como sujetos de alto riesgo debido a la desconfianza en la información que generan. Es decir, su organización y planificación no han desarrollado los elementos suficientes para afrontar adecuadamente procesos como el acceso al crédito o gestión interna de sus recursos, lo cual constituye un punto importante que les permitiría operar mejor y tener oportunidades de expansión.

La dificultad de acceso al financiamiento se evidencia en la Gran Encuesta Pyme (ANIF, 2013) en la cual el porcentaje de Pymes del sector industrial que solicitaron crédito bancario presentó un descenso al pasar de un 48% en el primer semestre de 2012 a un 46% en el primer semestre de 2013. Situación similar se presentó en el sector servicios donde el porcentaje de solicitudes de crédito tuvo una disminución del 7%, pasando del 45% a 39%. De igual forma las tasas de aprobación tuvieron un leve descenso del 5% para el sector industrial, del 1% para el sector comercio y del 2% para el sector servicios. Lo anterior muestra que tan solo un 45% aproximadamente del total de las Pymes está solicitando créditos y presentan dificultades de obtención de recursos, por lo cual se requiere una acción oportuna que contribuya a preservar su permanencia y promover su crecimiento a través de mejoras en la productividad y gestión al interior de la empresa (Meléndez, 2011)

Por lo expuesto anteriormente y debido a la importancia de las Pymes en la economía nacional, se requiere promover y desarrollar una estructura empresarial más robusta. Es imprescindible utilizar herramientas gerenciales más organizadas, especialmente a nivel financiero y más aún en estas unidades económicas en las cuales la cultura financiera no es muy fuerte y la administración todavía resulta ser casual y poco formalizada (Correa, 2009). De ahí la necesidad de identificar si existe una relación entre la gestión financiera y el acceso al financiamiento, de manera que se puedan establecer elementos característicos que podrían contribuir a que las Pymes tengan un mejor acceso a la obtención de recursos que les permitan mejorar y modernizar sus operaciones y con ello contribuir a un crecimiento.

Lo anterior resulta relevante si se considera que la dificultad que presenta este grupo económico para obtener recursos repercute en el mejoramiento de sus operaciones (mejoras en el capital de trabajo, compra de equipos y maquinaria, compra o adquisición de estructura física...entre otros), perjudica el desempeño no solo del área financiera sino de otras áreas de la organización, afecta la competitividad, la continuidad y dinamismo de los negocios (Zevallos, 2006; Zevallos 2007), sucesos que impactaran las utilidades y llevarán en algunos casos a comprometer su supervivencia. Por los motivos anteriormente expuestos se considera necesario realizar un diagnóstico y caracterización de la gestión

financiera actual de las Pymes de manera que se puedan focalizar las diferentes políticas y estrategias tanto del gobierno como de las mismas empresas en aquellos puntos críticos que presentan, con el fin de contribuir positivamente a su permanencia a través de un mejor acceso a fuentes de financiamiento (Vera, 2009).

Para llevar acabo lo anteriormente planteado, se ha escogido para el desarrollo empírico de esta investigación a la ciudad de Bogotá dada su importancia no solo a escala nacional como motor de la economía del país, sino también comparada con grandes ciudades Latinoamericanas, ocupando la séptima posición entre las economías más grandes de Suramérica (DANE, 2014) y más específicamente se ha seleccionado el sector comercio dada su representatividad (42.4%) frente al total de Pymes en la ciudad (Cámara de Comercio, 2011; Vera, 2014). El tamaño del sector comercio y su contribución al crecimiento económico y a la generación de empleo, hacen de este sector una parte importante de la economía de Bogotá, de ahí la trascendencia de contribuir a su fortalecimiento e impulsarlo proporcionándole herramientas útiles para la toma de decisiones y gestión de sus recursos.

## **2 PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN**

¿La configuración de la gestión financiera en pequeñas y medianas empresas se relaciona con un mejor acceso al financiamiento?

### 3 JUSTIFICACIÓN

A pesar de que imperan condiciones de informalidad y subempleo, la puesta en marcha de la Ley de Formalización Empresarial y Creación de Empleo (Departamento Nacional de Planeación, 2011) se convierte en una de las iniciativas de las autoridades nacionales para garantizar condiciones de empleo y calidad de vida mejores. Sin embargo estos incentivos se tornan escasos si las empresas presentan limitaciones a nivel interno que les impiden su crecimiento y sostenibilidad en el mercado en cierto grado debido a un escaso o nulo acceso al financiamiento (Zevallos, 2007).

Algunas de las Pymes soportan la obtención de recursos por medio del gobierno, ya sea a través de subsidios o por medio del Banco de Colombia de Comercio Exterior (Bancoldex), quien apoya a las Pymes con grandes créditos blandos con el fin de modernizar su aparato productivo y fortalecerse a nivel interno para enfrentar competitivamente los Tratados de Libre Comercio (El informador, 2013). No obstante, las fuentes principales de financiamiento para la gran mayoría de las Pymes continúan siendo la reinversión de las utilidades y los proveedores nacionales (Ferraro y Goldstein, 2011), de acuerdo con Perry et al (2010), estas fuentes de financiamiento representan aproximadamente un 53%.

Dado la anterior y teniendo en cuenta que las Pymes soportan la generación de empleo, promueven el desarrollo local, el bienestar social, mejoran la distribución del ingreso, contribuyen al crecimiento en la ciudad y considerando los múltiples esfuerzos por lograr su formalización, promoviendo la creación de empresa y el emprendimiento (Sánchez et al, 2003; Zevallos, 2003; Demirguc-Kunt et al, 2003; Rodríguez, 2003; OCDE, 2013; Matíz y Naranjo, 2013, Alarcón y Villamil, 2013, Correa et al 2009; Vera, 2012), surge el interés de esta investigación en identificar en qué medida la existencia de una gestión financiera en las Pymes contribuye a que estas puedan acceder más fácilmente a financiamiento. Aclarando que si bien es cierto que la gestión financiera no es la única restricción a nivel interno que presenta las Pymes, si se considera uno de los ejes centrales de una gestión eficiente (Vera, 2009).

De esta manera se espera que en caso de presentarse una relación positiva entre los elementos que componen la gestión financiera y el acceso al financiamiento, se pueda identificar cuales elementos y herramientas características debiera tener dicha gestión (experiencias exitosas), con el propósito de generar aprendizaje para que las Pymes puedan empezar a implementar herramientas y estrategias adecuadas de gestión financiera con el fin de fortalecer su desempeño y con ello contribuir a que tengan un mejor acceso a financiamiento.

La globalización de los mercados, el mayor número de competidores y una variación en las necesidades y exigencias de los clientes, ha motivado cambios para los cuales las organizaciones deben estar preparadas. De acuerdo con Nava (2009) las exigencias implícitas en estos cambios hacen indispensable que las unidades empresariales busquen

estrategias y herramientas idóneas que les permitan gestionar sus recursos financieros de manera adecuada. Es por esto que se considera importante identificar los aspectos que se deben tener en cuenta para una gestión financiera eficiente y con ello incentivar a estas empresas a que tengan una cultura de planificación y gestión en esta área (Correa et al, 2009).

Es importante, de acuerdo con Vera (2008), brindar asistencia técnica y gerencial de manera que puedan administrar de manera eficiente sus recursos, pues a pesar de que diferentes entes gubernamentales busquen impulsarlas, por ejemplo, a través de facilidades y canales para la obtención de recursos es necesario procedimientos organizados que les permitan gestionarlos.

El presente trabajo es pertinente en la medida que pocos estudios han caracterizado y analizado la incidencia de factores internos como la gestión financiera en las dificultades de las Pymes para acceder a financiamiento, y en cierta forma esta limitación incide en su crecimiento. Por ello pese a que se han desarrollado algunos modelos y metodologías para lograr una Gestión Financiera Integral y para examinar la relación de la existencia de ésta y facilidad de acceso a financiamiento, es importante estudiar estas variables en nuestro contexto, con el propósito de realizar un diagnóstico de la situación actual en nuestras Pymes.

Dada la escasa producción de investigaciones que se han realizado en este tema en nuestro país, es apropiado indagar desde la academia esta problemática, de manera que se pueda caracterizar y explorar un tema como lo es la gestión financiera, recopilando evidencia que permita proponer lineamientos de mejora en este ámbito dentro de las organizaciones. Encontrar aquellos elementos y herramientas necesarios en la gestión de recursos de las Pymes resulta trascendental para mitigar las altas tasas de liquidación, mejorar el crecimiento y las perspectivas económicas de las mismas y por ende de la ciudad.

Se espera que los resultados obtenidos en este trabajo en la capital bogotana puedan servir en primer lugar, como aprendizaje para futuros análisis y estudios a desarrollar en otras ciudades y/o regiones del país, en segundo lugar para identificar elementos característicos de la gestión financiera y proponer lineamientos de mejora en los estos procesos.

## **4 OBJETIVOS**

### **4.1 Objetivo General**

Determinar la vinculación entre la gestión financiera y la obtención de financiamiento en las Pymes del sector comercio de Bogotá.

### **4.2 Objetivos Específicos**

4.2.1 Sistematizar mediante una revisión teórica, los conceptos de gestión financiera y financiamiento.

4.2.2 Identificar los elementos de la gestión financiera presentes en las Pymes del sector comercio en la ciudad de Bogotá.

4.2.3 Examinar las características de las principales fuentes de financiamiento utilizadas por las Pymes del sector comercio en la ciudad de Bogotá.

4.2.4 Establecer la relación entre los elementos de la gestión financiera y las fuentes de financiamiento utilizadas por las Pymes del sector comercio en la ciudad de Bogotá.

4.2.5 Proponer lineamientos de mejora en los procesos de gestión financiera de las Pymes.

## 5 METODOLOGÍA

### 5.1 Diseño Metodológico

Para obtener respuestas al interrogante propuesto en esta investigación, se utilizó como estrategia un diseño metodológico que se caracteriza por emplear un enfoque empírico analítico (Ver ilustración 1), con una primera parte enfocada en la revisión bibliográfica de las variables a tratar: gestión financiera y financiamiento de las Pymes, y una segunda deductiva puesto que comienza con la teoría para luego seleccionar los indicadores que serán analizados a través de la medición (Hernández et al, 2010). El tipo de diseño de la investigación será en primer lugar documental, puesto que los datos base para el análisis serán tomados de fuentes secundarias (Balestrini, 2006). En segundo lugar el diseño será de tipo no experimental ya que se busca observar los fenómenos tal y como se dan en su contexto natural sin manipular deliberadamente sus variables, para posteriormente analizarlos. En tercer lugar, el diseño será de corte longitudinal y correlacional, puesto que se utilizan datos de diferentes períodos de tiempo con el propósito de describir las variables y analizar su relación. (Hernández et al, 2010).

Ilustración 1 Resumen Diseño Metodológico

DISEÑO METODOLÓGICO				
Perspectiva (Enfoque)	Empírico		Recolección de información acerca de la Gestión Financiera y Fuentes de Financiamiento en las Pymes del sector comercio de Bogotá (Recolección de información en bases de datos)	
	Analítica		Observación, descripción de las variables	
Tipo de Investigación	Cuantitativo – Tipo Explicativo		<p><b>Secuencial y probatorio (pregunta, objetivos, variables, medición de variables, análisis de las mediciones y conclusiones)</b></p> <p>Usa recolección de datos para el logro de los objetivos con base en medición numérica y análisis estadístico</p> <p><b>No experimental:</b> Se observan los fenómenos tal y como son. No se manipulan de forma intencional las variables</p>	
Tipo de Diseño	Documental	No Experimental	Transversal	Datos recolectados para el período 2008 a 2013 Busca describir variables y analizar su interrelación en este período.
			Correlacional	Describir la relación entre dos o más categorías, concepto o variables en un momento dado.

Fuente: Elaboración propia a partir de Pirela et al, 2004 y Hernández et al, 2010

La guía metodológica a seguir fue la desarrollada por Quivy y Campenhoudt (2007), los cuales proponen una ruta de investigación sintetizada en tres (3) componentes del procedimiento científico: **la ruptura, la estructuración y la comprobación**, esto con el fin de alcanzar los objetivos específicos planteados. Estos componentes agrupan las siguientes siete (7) etapas: pregunta inicial, la exploración, la problemática, la

estructuración del modelo de análisis, la observación, el análisis de observación y las conclusiones.

1. **La Ruptura:** En este primer componente se desarrolla la pregunta inicial la cual determina el propósito de la investigación. Para esta investigación se ha planteado la siguiente pregunta: ¿La configuración de la gestión financiera en pequeñas y medianas empresas se relaciona con un mejor acceso al financiamiento?

Una vez fijada la finalidad de la investigación se realizó una *fase de exploración* asistida por una revisión de la literatura sobre la caracterización de las Pymes, el sector comercio, la gestión financiera y el financiamiento. Dicha revisión se desarrolló con el apoyo de la metodología de revisión de Hernández et al (2010), con el propósito de extraer, recopilar y organizar de manera selectiva la información más importante sobre el tema por medio de resúmenes, fichas y mapas conceptuales.

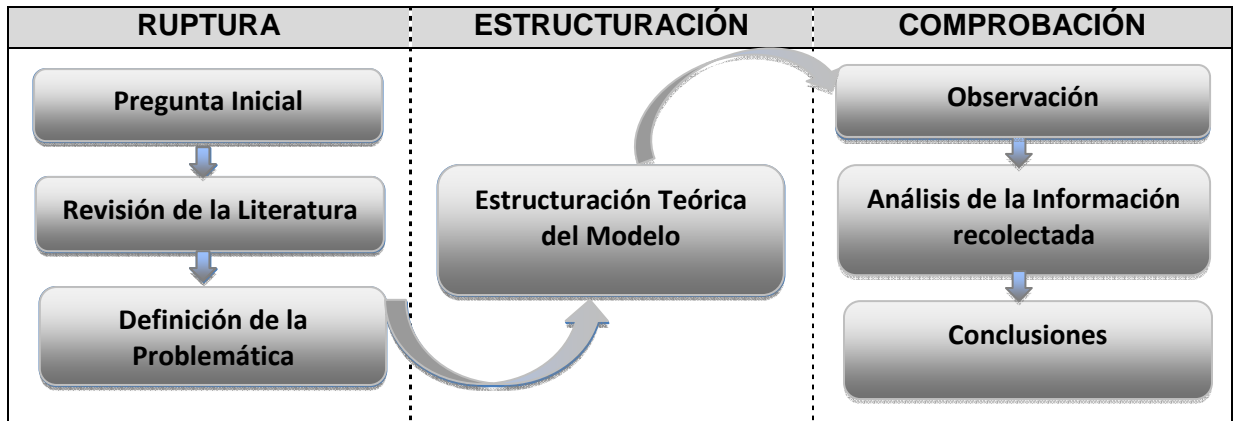
2. **La Estructuración:** Una vez efectuada la fase exploratoria se definió de manera más completa la problemática de la investigación y se obtuvo un marco teórico más consolidado que fundamentó la investigación (análisis cuantitativo-empírico). Lo anterior con el fin de dar paso a la *estructuración del modelo de análisis*.

3. **La Comprobación:** Luego de establecer la estructura del modelo de análisis se dio paso a la *fase deductiva*, es decir, se siguió de acuerdo con y Campenhoudt (2007) con la etapa de observación y análisis de la información recolectada para determinar si una configuración de la gestión financiera en pequeñas y medianas empresas (Pymes) se relaciona un mejor acceso al financiamiento. Para ello como herramienta metodológica cuantitativa se tomó como referencia la información financiera disponible en los estados financieros de las empresas del sector comercio de la ciudad de Bogotá. La población de Pymes en el sector comercio en la ciudad de Bogotá se tomó teniendo en cuenta las estadísticas disponibles en la Cámara de Comercio de Bogotá y la Superintendencia de Sociedades, específicamente en la base de datos del SIREM. Una vez identificadas las fuentes de información se determinaron los criterios y variables a tener en cuenta para la recolección de la información.

El procesamiento de la información utilizó de acuerdo con Hernández et al (2010), guías de observación documental con el fin de depurar y estructurar las variables a considerar en el análisis. Una vez clasificada y tabulada la información se procedió a realizar los cálculos y análisis con la ayuda de herramientas y aplicaciones estadísticas como Excel y STATA.

Finalmente se formularon las conclusiones, recomendaciones, limitaciones del trabajo y posibles campos de investigación en la gestión financiera y el acceso a financiamiento de Pymes.

Ilustración 2 Proceso de Investigación de Quivy y Campenhoutd (2007).



Fuente: Elaboración propia a partir de Quivy y Campenhoutd (2007)

## 5.2 Delimitación, Ámbito y Tiempo De Aplicación

Esta investigación se desarrolló teniendo en cuenta tres tipos de limitaciones:

1. Una delimitación legal, pues se tomó como referencia para la clasificación y determinación de las pequeñas y medianas empresas (Pymes) lo establecido en la ley 590 de 2000 y la ley 905 de 2004 en su artículo 2.
2. Una delimitación regional, ya que el campo de estudio para tomar los datos necesarios para desarrollar esta investigación se acotó a la ciudad de Bogotá, específicamente al sector comercio.
3. Una delimitación teórica, establecida por la literatura concerniente a las Finanzas Corporativas, las cuales se centran en las decisiones que se hacen en las empresas respecto a inversión, financiación y operación (Brigham & Houston, 2006). Se profundizó específicamente en los temas de gestión financiera y financiamiento a corto y largo plazo. Esto con el fin de caracterizar los elementos que componen cada tema y determinar empíricamente (Pymes) si existe una asociación entre ellos.

La magnitud de esta investigación de acuerdo con Hernández et al (2010) será de tipo cuantitativo con alcance correlacional, puesto que se utilizó la recolección de con base en el análisis estadístico y se buscó conocer la relación o grado de asociación que exista entre las variables estudiadas.

### 5.3 Selección de población de la investigación

Para la realización del estudio se tuvo en cuenta la información publicada por la Superintendencia de sociedades de Colombia, la cual incluye empresas comerciales y/o unipersonales que por su nivel de activos y/o ingresos totales están vigiladas y tienen la obligación de reportar sus estados financieros. Se ha seleccionado dicha base de datos considerando la representatividad de las cifras contables y financieras de estas empresas las cuales pueden arrojar resultados más contundentes para los propósitos buscados en esta investigación.

Los periodos seleccionados comprenden los años de 2008 a 2013, periodo en los cuales la información se encuentra más completa y se dispone del mayor número de empresas para el sector comercio en la ciudad de Bogotá. Para el proceso de depuración y selección de la información se hizo uso de guías de observación documental (Hernández et al, 2010) (*Ver Anexo 1*). Inicialmente se encontraron 25.255 compañías reportadas, las cuales se filtraron de acuerdo a uno de los criterios de clasificación para unidades económicas establecidos por el gobierno: activos (*Ver Ilustración 3*). Así mismo se efectuó una depuración considerando únicamente a la ciudad de Bogotá y posteriormente se filtraron los datos teniendo en cuenta la clasificación sectorial (comercio), quedando al final un promedio 3289 empresas (*Ver Ilustración 4*).

**Ilustración 3 Clasificación de empresas por Activos Totales**

Año	Microempresas	Pequeña		Mediana	
	< 500 smlv	501 smlv	5.000 smlv	5.001 smlv	30.000 smlv
2008	\$ 230,750,000	\$ 231,211,500	\$ 2,307,500,000	\$ 2,307,961,500	\$ 13,845,000,000
2009	\$ 248,450,000	\$ 248,946,900	\$ 2,484,500,000	\$ 2,484,996,900	\$ 14,907,000,000
2010	\$ 257,500,000	\$ 258,015,000	\$ 2,575,000,000	\$ 2,575,515,000	\$ 15,450,000,000
2011	\$ 267,800,000	\$ 268,335,600	\$ 2,678,000,000	\$ 2,678,535,600	\$ 16,068,000,000
2012	\$ 283,350,000	\$ 283,916,700	\$ 2,833,500,000	\$ 2,834,066,700	\$ 17,001,000,000
2013	\$ 294,750,000	\$ 295,339,500	\$ 2,947,500,000	\$ 2,948,089,500	\$ 17,685,000,000
2014	\$ 308,000,000	\$ 308,616,000	\$ 3,080,000,000	\$ 3,080,616,000	\$ 18,480,000,000

Fuente: Elaboración propia. Cifras en miles de pesos.

**Ilustración 4 Filtros de selección**

# de empresas a analizar	Filtro aplicado	Rango	# de empresas resultantes
22255	Activos	> 501 smlv < 30.000 smlv	20154
20154	Ciudad	Bogotá D.C	10719
10719	Sector	Sector Comercio	3289

Fuente: Elaboración propia

Pese a que el número de empresas resultantes susceptibles de ser objeto de investigación se estimó en 3289, con el propósito de analizar las compañías que presentaban continuidad durante el periodo de seleccionado se calcula la población a 1.465 empresas (910 son pequeñas y 555 medianas), sobre las cuales se realiza el estudio correspondiente, pues presentan una continuidad mínima de los seis años a considerar (2008-2013).

## 5.4 Determinación de indicadores financieros

A continuación se muestran los indicadores financieros que fueron elegidos para ser analizados en las pequeñas y medianas empresas del sector comercio de la ciudad de Bogotá. Dichos indicadores fueron tenidos en cuenta producto de la revisión teórica y la exploración de la literatura realizada en esta investigación, como se explica en secciones posteriores.

**Ilustración 5 Indicadores financieros a analizar**

Clasificación	N°	Razón Financiera	Coficiente	Convención
LIQUIDEZ	1	Capital de trabajo	Activos Circulantes – Pasivos Circulantes	1.A
	2	Razón Corriente	(Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.B
	3	Disponibilidad Inmediata	(Activo Disponible) / (Pasivo Corriente)	1.C
	4	Prueba ácida	(Activo Corriente – Inventarios – Gastos Anticipados) / Pasivo Corriente	1.D
SOLVENCIA	5	Solvencia	(Activo total / Pasivo Total)	2.A
EFICIENCIA	6	Rotación de Cartera	(Ventas a crédito) / (promedio de cuentas por cobrar)	3.A
	7	Rotación de Proveedores	(Compras a crédito del periodo) / (Promedio de cuentas por pagar)	3.B
	8	Rotación de Inventarios	(Costo de Ventas) / (Inventarios promedio)	3.C
	9	Rotación de Activos	(Ventas) / (Activos totales)	3.D
	10	Rotación de Capital	(Ventas totales) / promedio de (patrimonio + Pasivo a LP)	3.E
	11	Rotación de Patrimonio	(Ventas) / (Patrimonio)	3.F
PRODUCTIVIDAD	12	Eficiencia Administrativa	(Gastos de Admon y Ventas) / (Activo total)	4.A
ENDEUDAMIENTO	13	Endeudamiento total	(Pasivo Total) / (Activo Total)	5.A
	14	Razón de Patrimonio a Activo Total	(Total Patrimonio) / (Activo Total)	5.B
	15	Endeudamiento a corto plazo	(Total pasivo corriente) / (Pasivo Total)	5.C
	16	Endeudamiento a Largo plazo	(Total pasivo largo plazo) / (Pasivo Total)	5.D
	17	Endeudamiento financiero / Activo	(Obligaciones Financieras) / (Activo Total)	5.E

	18	<b>Endeudamiento financiero / Ingresos</b>	(Obligaciones Financieras) / (Ingresos Operacionales)	5.F
	19	<b>Cargos de Intereses</b>	(Utilidad antes de intereses / Gastos Financieros)	5.G
	20	<b>Pasivo Largo Plazo / Capital</b>	(Pasivo de Largo Plazo / Patrimonio)	5.H
	21	<b>Apalancamiento total</b>	(Pasivo Total) / (Patrimonio)	5.I
	22	<b>Apalancamiento de Corto Plazo</b>	(Pasivo Corriente) / (Patrimonio)	5.J
	23	<b>Apalancamiento Financiero</b>	(Obligaciones Financieras) / (Patrimonio)	5.K
<b>RENDIMIENTO</b>	24	<b>Rentabilidad sobre el activo total</b>	Utilidad del ejercicio / Activo Total	6.A
	25	<b>Rentabilidad sobre el patrimonio</b>	Utilidad del ejercicio / Patrimonio Total	6.B
	26	<b>Margen Bruto de Utilidad</b>	Utilidad Bruta * 100 / Ingresos	6.C
	27	<b>Margen Operacional</b>	Utilidad Operacional * 100 / Ingresos	6.D
	28	<b>Margen Neto de Utilidad</b>	Utilidad Neta * 100 / Ingresos	6.E

Fuente: Elaboración propia basado en Vera et al (2014)

## 5.5 Procesamiento de la información

Una vez seleccionadas las pequeñas y medianas empresas que fueron objeto de estudio, se procedió a depurar la información financiera disponible de cada una haciendo uso de las guías de observación documental (Hernández et al, 2010) (*Ver Anexo 1*), esto con el fin de identificar aquellas cuentas contables relevantes que se asociaban con las variables propósito de esta investigación (financiamiento y gestión financiera) y adecuarlas para su manejo a través de la herramienta Microsoft Excel 2010 (Sistema operativo Windows 7 Home Premium).

Posteriormente se procedió a ordenar los datos y aplicar herramientas estadísticas básicas, así como calcular las partidas que componen la estructura de financiamiento y los indicadores financieros seleccionados. Para realizar el análisis de los datos y realizar construcción de las tendencias, indicadores y gráficos se hizo uso de la herramienta tablas dinámicas. Adicionalmente, para análisis estadístico se importaron los datos al software estadístico Stata 11® lo que permitió que se realizaran otros análisis estadísticos pertinentes (Análisis descriptivo, coeficientes de correlación, distribución de frecuencia, etc.) que se muestran en los resultados de la investigación.

## 6 REVISIÓN DE LA LITERATURA

En la última década las pequeñas y medianas empresas (Pymes) han cobrado gran interés en las economías de los países a nivel mundial debido a su dinamizante papel en la economía. Trabajos como los Demircug-Kunt et al (2003) han buscado mostrar la importancia de las Pymes a través de su contribución al empleo y el PIB en un amplio espectro de países, presentando estadísticas sobre la contribución del sector de las Pymes a la economía formal, así como la participación en la economía informal.

De igual forma Arazi y Baralla (2012), compara la situación de las Pymes en ocho (8) países de Latinoamérica: Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela y además de mostrar la contribución de este grupo de empresas en la generación de valor agregado en cada uno de los países, pone de manifiesto como uno de los mayores obstáculos de las Pymes el acceso a financiamiento.

Zevallos (2006) realizó un diagnóstico comparado de la situación de las Pymes en América Latina, destacando especialmente los obstáculos más importantes para el desarrollo competitivo de las Pymes. En su estudio señala al financiamiento como uno de los problemas más relevantes, debido a factores como: elevadas tasas de interés, exceso de garantías, alto costo crediticio, requisitos y trámites excesivos, entre otros. Es así como el financiamiento se ha convertido en una de las principales restricciones para la competitividad y crecimiento de las Pymes, pues deben recurrir en sus primeras etapas de formalización, al financiamiento mediante recursos propios, los cuales luego de agotarse se convierten en un limitante para darle dinamismo y continuidad a sus negocios. (Zevallos, 2007).

Barona & Rivera (2013) en su estudio comparado sobre las fuentes de financiamiento empresarial en Colombia y Chile, identifican que las pequeñas y medianas empresas se financian principalmente con préstamos bancarios, crédito a proveedores y utilidades retenidas, resaltando que en Colombia hay una gran predominio por el financiamiento a través de proveedores. En este mismo sentido Arbeláez et al (2010) realizaron un trabajo con el fin de abordar en detalle la estructura de financiamiento de las empresas en Colombia, identificando factores que influyen en su composición y la presencia de restricciones para acceder a diferentes fuentes de financiamiento, para dicho estudio tomaron como referencia los estados financieros de 1995 a 2008. Rivera (2007) también trabajo la estructura financiera y los factores determinantes de la estructura de capital específicamente de las Pymes del sector confecciones para el periodo 2000-2004.

En los estudios encontrados se evidencia que en gran medida las dificultades de las Pymes radican en que no cumplen con la formalidad administrativa y la imposibilidad de mostrar el estado financiero de sus empresas como respaldo (estudios de factibilidad, proyección de ventas, estados financieros auditados, presupuestos...). De acuerdo con Zevallos (2007) las Pymes que tienen mayor facilidad de acceder a financiamiento son

aquellas que o tienen un volumen grande de ventas o que realizan planificación financiera.

Dado lo anterior se evidencia la necesidad de intervención a nivel estructural dentro de las Pymes, pues a pesar de que los gobiernos han implementado diferentes políticas y reformas para mejorar su acceso al crédito (Ferraro et al 2011), las Pymes continúan presentando problemas ya no tanto por la escases de canales de asistencia financiera sino por su propia estructura interna para gestionar y respaldar sus operaciones.

A nivel Latinoamericano se han realizado trabajos que buscan indagar y explorar el área financiera en las Pymes con el propósito de realizar un diagnóstico de la situación. López (2009) realizó un trabajo de campo en un grupo de MiPymes en Guadalajara con el fin de presentar un panorama descriptivo de las prácticas de planeación financiera en estas unidades económicas e identificar la forma en que se lleva a cabo la gestión financiera. La evidencia obtenida de su trabajo muestra un proceso de planeación financiera en las MiPymes incipiente, en donde están presentes las ideas pero no se han formalizado.

Estudios como el realizado por Vera (2012) ponen de manifiesto el interés por estudiar no tanto las problemáticas de las Pymes desde una perspectiva externa (obstáculos para el financiamiento) sino a través de los procesos internos que utilizan las Pymes en sus operaciones y sistemas de planificación y control. En su investigación propone una metodología para de análisis de los procesos que caracterizan a la gestión financiera de las Pymes, como instrumento de diagnóstico y base para la propuesta de programas de mejoramiento.

En Colombia, trabajos como el desarrollados por Beltrán et al (2004) sobre la competitividad, proporcionó un diagnóstico inicial sobre las fortalezas y debilidades de las Pymes. En cuanto a estas últimas se evidenció en el estudio problemas a nivel estructural, carencia de estrategias y planeación, difícil acceso a financiamiento así como gestión administrativa, contable, financiera y operativa informal e instintiva. Al respecto ya se han empezado a realizar trabajos con el propósito de indagar sobre sus problemas de gestión y planeación. Tal es el caso del trabajo realizado por Cardona (2011), en el cual se buscó explorar como se han estructurado los procesos de planificación y gestión financiera en las Pymes exportadoras de Antioquia. Sus resultados dejan ver que se presenta una debilidad en la forma en que se planean las decisiones financieras correspondientes, a la inversión, el financiamiento y reparto de utilidades.

Méndez et al (2008), elaboraron un modelo de simulación con el propósito de facilitar el control financiero. Dicho modelo permite apreciar como la empresa destina recursos financieros a los diferentes usos posibles y visualizar las fuentes de dinero, así como medir características de administración financiera. Producto de la realización de diferentes escenarios, se concluyó que los problemas de financiamiento no solo están relacionados con temas de financiamiento externo, sino por el contrario se detectaron fallas en la estructura interna y la cultura empresarial. Esto debido a que presentan inadecuados sistemas de gestión, falencias estratégicas y políticas tradicionales poco eficientes.

Así mismo se han realizado estudios exploratorios con el fin de conocer la percepción de los emprendedores ante la financiación, tal es el caso del Proyecto de Investigación “*Fuentes de Financiación para Start Ups*” realizado por la Universidad EAN y la Universidad de la Sabana, con el apoyo del Departamento Administrativo de Ciencia, Tecnología e Innovación Colciencias (Matíz, 2013). En dicho estudio se obtuvo como resultados que el 81% de los nuevos emprendedores no cuentan con los recursos para la creación y formalización de empresas y hay una necesidad de acompañamiento para organizar su estructura financiera y administrativa.

Respecto al tema de la financiación, se han elaborado trabajos como los de Sánchez et al (2007) quien señala que los problemas de financiación que presentan las Pymes en Colombia tienen causas tanto internas como externas. Manifiesta que muchas de las fallas tienen origen en la debilidad de las Pymes para estructurar adecuadamente sus proyectos financieros. En la investigación efectuada por Arbeláez et al (2010) también se evaluaron las restricciones financieras que presentaban las Pymes colombianas e identificaron los determinantes de su estructura de financiación. Como resultado encontraron que el financiamiento con recursos internos ha crecido considerablemente, lo que refleja la presencia de restricciones financieras mayores (periodo de análisis fue de 1996 a 2008).

Sin duda uno de los estudios más adelantados en cuanto a la gestión financiera es el realizado por Correa et al (2009), quienes proponen un modelo que responda a los retos de la competitividad nacional e internacional que enfrentan las MiPymes colombianas. Este modelo de Gestión Financiera Integral (GFI) busca articular todas las áreas de la organización en pro de la consecución de sus objetivos misionales, es decir considerando la empresa desde un enfoque sistémico. Esta propuesta de una Gestión Financiera Integral hace énfasis en direccionar a las empresas a la consecución de objetivos, resaltando la importancia de los procesos financieros pero vinculándolos con los demás procesos de la organización: administrativos, productivos, humanos, calidad...etc.

Otro de los estudios realizados por Correa et al (2009) hace énfasis en la importancia estratégica de la planeación financiera para la creación de empresas sostenibles. Producto de su investigación se concluyó que la planeación financiera se convierte en la base para la continuidad de las nuevas empresas pues permite plasmar la estrategia y planes operativos en términos cuantitativos y proyectados a futuro.

En la exploración preliminar de la revisión de la literatura tanto nacional como internacional, la mayoría de publicaciones y estudios que se han realizado coinciden en destacar la importancia y dinamismo de las Pymes dentro del tejido empresarial de los diferentes países, sin embargo ponen de manifiesto como una de sus mayores debilidades el acceso a financiación, debido tanto a factores internos como externos, lo cual compromete su desempeño y crecimiento.

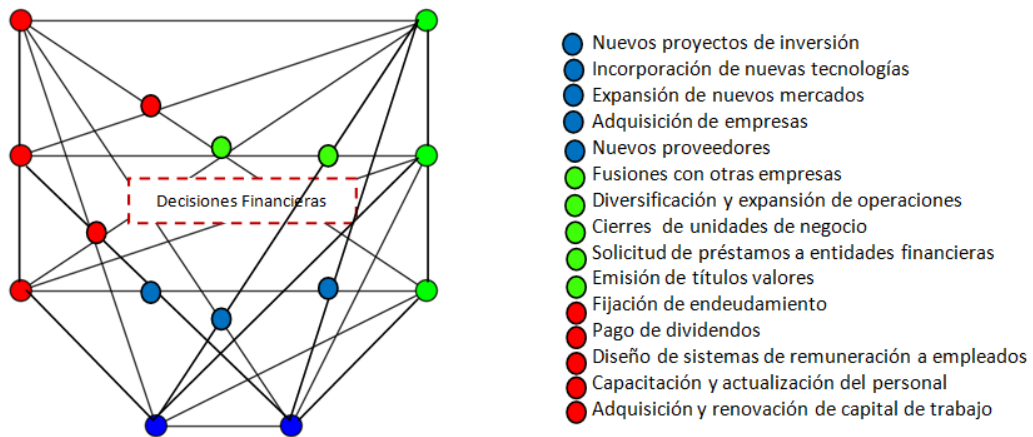
Inicialmente hay una tendencia por abordar los obstáculos y/o restricciones que presentan las Pymes para acceder al financiamiento, no obstante recientemente autores ya han empezado a abordar la problemática generando modelos y metodologías para analizar los procesos de gestión financiera dentro de las Pymes, de manera que se pueda contribuir a una mejor estructuración y coordinación de los mismos en miras a mejorar su desempeño. De ahí el interés de esta investigación en determinar si la configuración de una gestión financiera contribuye a obtener un mejor acceso al financiamiento para las Pymes, con el propósito de identificar elementos característicos y experiencias exitosas que permitan obtener aprendizaje y se pueda replicar en otros sectores y contextos diferentes al de Bogotá.

## 7 MARCO TEÓRICO

Al ser el campo de estudio de las finanzas la obtención y distribución de los recursos para desarrollar las operaciones del negocio, estas se convierten en un instrumento importante dentro de la organización para cumplir el objetivo estratégico de la empresa: cumplir las expectativas de los inversores. La actividad de la empresa debe estar encaminada a la obtención de resultados que satisfagan el rendimiento esperado por los accionistas, de ahí que la gerencia tenga como meta lograr dichos resultados e inclusive excederlos (generación de valor). De este modo las decisiones financieras se convierten un área transversal en la organización pues deben evaluar todas aquellas decisiones que puedan afectar la ejecución del objetivo estratégico (Ver Ilustración 8) (Vera, 2010)

De ahí la importancia de las finanzas para el éxito de cualquier empresa. Conocer las alternativas que existen para obtener recursos, así como analizar los diferentes escenarios posibles en los que la empresa podría invertir permite tomar decisiones racionales que propendan por la generación de valor en la organización. A continuación se hace referencia teórica a esta disciplina, al ser ésta la base conceptual sobre la que se cimientan las variables de interés de esta investigación. Posteriormente se realizará una sistematización de conceptos y propuestas teóricas relacionadas con la gestión financiera y financiamiento.

**Ilustración 6 Transversalidad de las decisiones Financieras en la Organización**



Fuente: Elaboración propia basado en Vera, 2010.

## 7.1 Teoría Financiera

### 7.1.1 Evolución de la teoría financiera

Las finanzas como disciplina de las ciencias económicas empiezan a consolidarse a partir de del siglo XX (Amat y Puig, 2003) y desde entonces han tenido varios enfoques que la han constituido como una disciplina autónoma y con un alto grado de solidez (Ríos, 2008). De acuerdo con Saavedra & Saavedra (2012) y Ríos (2008), en la evolución de la teoría financiera se pueden identificar dos grandes enfoques: visión tradicional de las finanzas y enfoque moderno de las finanzas.

El primer enfoque (visión tradicional de las finanzas) se dio en la primera mitad del siglo XX, periodo en el cual el interés de las finanzas se concentró en el registro monetario de las operaciones de la empresa y el estudio descriptivo de instituciones y operaciones de mercados de capitales. No obstante como consecuencia de la crisis económica generada en los años treinta, los problemas de supervivencia de las empresas se empezaron a intensificar por lo que las finanzas se enfocaron en el mantenimiento de la liquidez, quiebras y reorganizaciones, así como el aumento de regulaciones en los mercados accionarios (Brigham & Houston, 2006; Saavedra y Saavedra, 2012; Ríos, 2008). En los años cuarenta la preocupación se centró en el costo de la reconversión industrial post bélica, por lo cual se genera la necesidad de efectuar un análisis de las inversiones a realizar y una mayor planeación y control de la empresa con el fin de optimizar sus recursos.

El enfoque moderno de las finanzas, uno de los periodos más florecientes de las finanzas, tiene sus comienzos en las década de los cincuenta, periodo en el cual las finanzas empezaron a ocuparse de la maximización del valor de la empresa y comenzaron a cimentar las bases conceptuales tal y como se conocen actualmente. Ajustándose claro está, a dos grandes fenómenos que se han desarrollado de manera acelerada en el siglo XXI: la globalización de las empresas y el uso de tecnologías de información.

Los autores más destacados de esta época fueron “*Markowitz, Tobin, Modigliani, Miller, Sharpe, Arrow, Debreu, Hirshleifer, Lintner, Jensen, Fama, Roll, Black, Scholes, Merton y Ross, entre otros*” (Saavedra & Saavedra, 2012: 46). Este periodo estuvo marcado por un gran interés por las decisiones de financiamiento e inversión. Debido al auge de las empresas y expansión de la economía surge la necesidad de tomar decisiones fundamentas, por lo que las técnicas y métodos de análisis financiero se tornan más robustas y útiles al soportarse en procedimientos estadísticos, cuantitativos e informáticos.

La década de los ochenta y noventa estuvo marcada por la desregulación de los mercados, lo cual impulso la creación de nuevos productos e instrumentos a nivel financiero en respuesta al mayor riesgo generado en las operaciones financieras y

comerciales. Esto es lo que hoy comúnmente se denomina ingeniería financiera (Saavedra y Saavedra, 2012; Díez y Mascareñas, 1988).

Más tarde la teoría moderna de las finanzas muestra preocupación por el riesgo e incertidumbre. Se genera gran inclinación por el estudio de la maximización del valor a través de dos tipos de decisiones: financiamiento e inversión. Recientemente ha evolucionado un nuevo concepto en las finanzas, el denominado “Behavioral finance” o finanzas comportamentales, las cuales cuestionan la validez e hipótesis de eficiencia de los mercados. En los últimos años la preocupación en las finanzas ha mostrado interés por las finanzas sociales como una respuesta a que las finanzas no sigan concentrándose únicamente en “*hacer que ganen más dinero quienes ya lo tienen, sino también a quienes carecen de él y que son la mayoría de las personas del mundo*” (Ibáñez, Partal, Gómez, 2004:5). A continuación se muestran las principales aportaciones a la teoría financiera producto del desarrollo y evolución de la misma.

**Ilustración 7 Aportaciones de la Teoría Financiera**

APORTACIONES A LA TEORÍA FINANCIERA	HASTA MEDIADOS DE LOS SETENTA	APORTES	AUTORES
		Teoría de selección de carteras	Harry Markowitz (1952,1959). Nobel 1990 James Tobin (1958). Nobel 1981
		El modelo de valoración de activos financieros (CAPM)	William Sharpe (1963, 1964). Nobel 1990 John Lintner (1965)
		La teoría del mercado eficiente	Harry Roberts (1959) Jan Mossin (1966) Eugene Fama (1970)
		La estructura financiera de la empresa	Franco Modigliani (1958, 1963). Nobel 1985 Merton Miller (1958, 1963,1977). Nobel 1990
	La política de dividendos	Miller y Modigliani (1961)	
	A PARTIR DE LOS SETENTA:	Teoría de la agencia	Michael Jensen y William Meckling (1976)
	Teoría de valoración por arbitraje	Stephen Ross (1976)	
	Modelo de valoración de opciones	Fisher Black y Myron Scholes * (1973) * Nobel 1997 (junto con Robert Merton)	
	Información asimétrica y teoría de Señales	James A. Mirless. Nobel 1996 William S. Vickrey. Nobel 1996	
A PARTIR DE SETENTA:	Behavioral Finance	Daniel Kahneman (1974,1979). Nobel 2002	
Finanzas sociales	Mohamed Yunus. Nobel 1996		

Fuente: Adaptado de Saavedra y Saavedra (2012)

### 7.1.2 Campos de estudio

Distintos autores a lo largo de la construcción y desarrollo de la disciplina de las finanzas han propuesto diferentes definiciones con el fin de realizar una caracterización del propósito y alcance de estudio de las finanzas. En la ilustración 8 se recopilan algunas propuestas.

### Ilustración 8 Definiciones sobre Finanzas

AUTORES	DEFINICIÓN
Bodie y Merton (1999)	"La teoría financiera consta de una serie de conceptos que nos ayudan a organizar nuestras ideas sobre cómo asignar recursos a través del tiempo y de un grupo de modelos cuantitativos que nos permiten evaluar alternativas, adoptar decisiones y realizarlas".
Mochón y Aparicio (1998)	"... incluye el desarrollo de teorías relacionadas con: mercados eficientes, selección de carteras, valoración de activos y opciones, conflictos de intereses, asimetrías de información y finanzas de la empresa, esta última relacionada con decisiones de inversión, financiamiento y políticas de dividendos".
Marín y Rubio (2001)	"el estudio del comportamiento de los individuos en la asignación intertemporal de sus recursos en un entorno incierto, así como el estudio del papel de las organizaciones económicas y los mercados institucionalizados en facilitar dichas asignaciones".
Díez y López (2001)	"se ocupa de la generación, asignación y circulación del dinero dentro del sistema económico".
Garay y González (2005)	"La teoría financiera consiste en un conjunto de modelos cuantitativos que permiten optimizar la manera como los agentes económicos asignan recursos escasos a lo largo del tiempo"
Saavedra y Saavedra (2012)	" Las finanzas es el estudio de cómo las organizaciones se allegan, asignan y utilizan recursos monetarios en un cierto plazo"

Fuente: Elaboración propia a partir de Vera (2010)

El esquema anterior refleja las distintas concepciones sobre esta disciplina y la amplitud de su campo de estudio; no obstante se observa la congruencia de los autores respecto al objeto de las finanzas: generación y asignación de recursos. Con el fin de determinar el alcance de estudio de las finanzas y facilitar su aprendizaje, diversos autores han coincidido en extraer tres áreas de estudio en las finanzas. En el siguiente cuadro se puede observar la clasificación propuesta por algunos de ellos donde se evidencia la similitud de las temáticas.

### Ilustración 9 Campo de estudio de las Finanzas

AUTORES	CLASIFICACIÓN		
<b>Kolb</b>	Finanzas empresariales	Inversión	Mercados e instituciones financieras
<b>Merton</b>	Decisiones Financieras de las empresas	Valoración de Activos financieros	Mercados Financieros
<b>Mascareñas</b>	Dirección Financiera de la Empresa	Inversión Financiera	Mercados Financieros e intermediarios
<b>Besley y Brigham</b>	Administración Financiera	Inversiones	Mercados e instituciones Financieras
<b>Brigham y Houston</b>	Administración Financiera	Inversiones	Mercado de dinero y mercado de capitales
<b>Marín y Rubio</b>	Toma de decisiones por parte de la empresa.	Determinación e interpretación de precios de los activos financieros	Intermediación Financiera mercados de capitales
<b>Saavedra y Saavedra</b>	Finanzas Corporativas	Finanzas Bursátiles	Ingeniería Financiera
<b>Mochón y Aparicio</b>	Finanzas de la Empresa	Valoración de activos y Opciones	Mercados Eficientes
<b>Díez y López</b>	Dirección financiera (gestión financiera o finanzas corporativas).	Decisiones de inversión financiera	Mercados financieros y sus intermediarios
<b>Suárez</b>	Decisiones de financiamiento y asignación de recursos dentro de las empresas.	Valoración de Activos	Mercados financieros
<b>Garay y González</b>	Finanzas de las empresas	Teoría de las Inversiones	

Fuente: Elaboración propia adaptado de Saavedra y Saavedra (2012) y Vera (2010).

Considerando la ilustración anterior y siguiendo a Amat et al (2013), las finanzas estudian la forma en que pueden obtener el mejor provecho de los recursos financieros. No obstante ese aprovechamiento se puede dar en escenarios diferentes, lo que ha originado una división de las finanzas en tres áreas principalmente: la de mercado de dinero y mercado de capitales, la de los inversionistas y la de la Administración Financiera, también llamada Finanzas Corporativas. La primera se centra en los mercados financieros e instituciones financieras incluyendo aspectos como: instrumentos derivados, valoración de opciones, valoración activos y selección de carteras. La segunda se enfoca en las decisiones que toman los inversionistas en pro de elegir los instrumentos financieros de su portafolio y la tercera se encarga de estudiar las decisiones que se originan en las empresas en cuanto a inversión y financiamiento (Brigham & Houston, 2006).

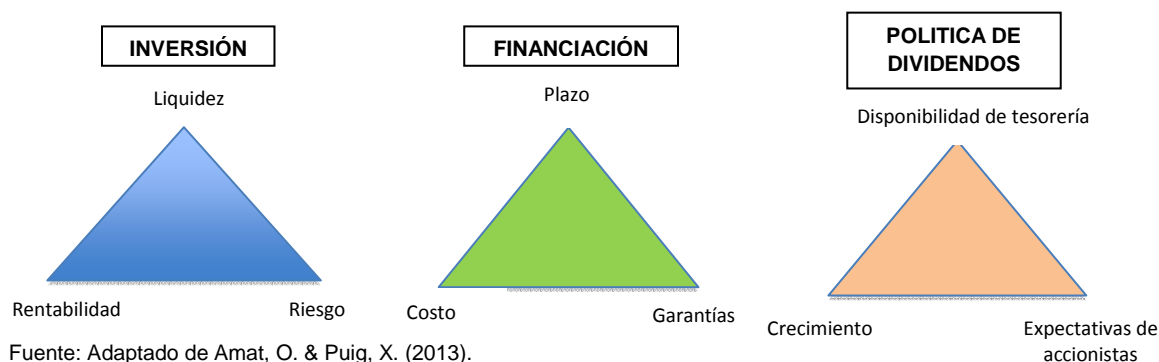
### 7.1.3 Finanzas Corporativas

Las Finanzas Corporativas como se mencionó anteriormente centran su campo de estudio en las decisiones al interior de la empresa, estas decisiones se reúnen en tres categorías interdependientes: decisiones de inversión, decisiones de financiación y decisiones de dividendos (Brigham & Houston, 2006; Vera, 2009; Amat et al 2013; Garay y González, 2005; Gómez, 2012; Córdoba, 2012), todo en enmarcado en la maximización del valor de la empresa. A continuación se explica brevemente en qué consiste cada tipo de decisión:

- **Decisiones de Inversión:** Se centra en el estudio de los activos reales (tangibles o intangibles) en los que la empresa debería invertir con el fin de conseguir un buen equilibrio entre rentabilidad, riesgo y liquidez.
- **Decisiones de Financiamiento:** estudia la obtención de fondos, es decir qué combinación de deuda y capital (fondos propios y reservas) se adquirirá y que tipos de emisión de deuda y capital se realizarán. El propósito es obtener los recursos necesarios con el mínimo costo, y con las mínimas contrapartidas como garantías y covenants (Compromisos que la empresa adquiere para recibir un préstamo).
- **Decisiones relacionadas con la política de dividendos:** determina qué porcentaje de las utilidades actuales se liquidará como dividendo, y que porcentaje se retendrá como autofinanciación el propósito de atender futuras inversiones.

Las variables a considerar en cada tipo de decisión se pueden apreciar en la siguiente ilustración:

### Ilustración 10 Tipos de decisión



Es importante destacar que estas decisiones suelen clasificarse, de acuerdo al alcance temporal, en decisiones de largo plazo (estratégicas) y de corto plazo. Éstas últimas corresponden a las decisiones operacionales (inversiones en inventarios, crédito a clientes, disponibilidad de efectivo, financiamiento de proveedores y otras fuentes de corto plazo) (Brigham & Houston, 2006).

Considerando lo anterior, la presente investigación se desarrolla dentro del campo de conocimiento de las Finanzas Corporativas, puesto que se estudiarán aspectos de la gestión financiera para mejorar la gestión de los recursos, con el fin de lograr la obtención de mejores fuentes de financiamiento especialmente para el grupo de las pequeñas y medianas empresas.

## 7.2 Gestión Financiera - Generalidades

### 7.2.1 Caracterización

Uno de los problemas que presentan las Pymes con especial agudeza es su sistema gerencial-administrativo. Dentro de los principales elementos de este sistema se encuentra la función financiera, la cual puede considerarse como aquella fuente que irradia a las demás áreas de la organización al ser la encargada de la obtención y asignación de los recursos necesarios para el desarrollo de las operaciones del negocio (Vera, 2009). A continuación se busca hacer una sistematización de esta área incluyendo los aspectos y variables más relevantes que la caracterizan.

Actualmente las organizaciones se desenvuelven en entornos más globalizados, competitivos, dinámicos y complejos, por lo que se hace necesario que la toma de decisiones tenga un mayor énfasis en los aspectos estratégicos con el fin de contribuir a la creación de valor para la organización. De acuerdo con Córdoba (2012), la toma de decisiones financieras en la empresa juega un papel importante, en virtud de su posterior

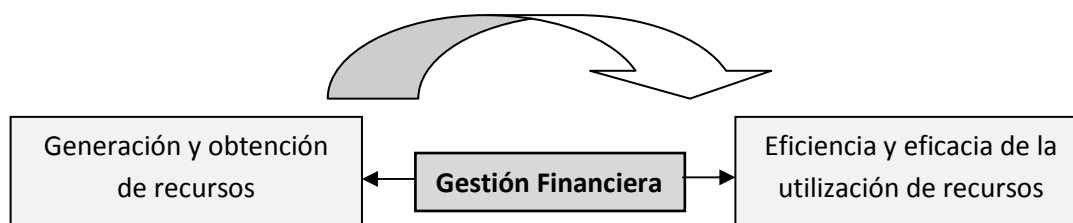
impacto financiero, de ahí la necesidad de estudiar esta variable y determinar las mejores prácticas y herramientas a implementar.

Santandreu (2000) define a la gestión financiera como aquella que decide, gestiona y administra por un lado las decisiones de inversión y por otro lado la dotación de recursos, atendiendo siempre a la necesidad de optimizar resultados y añadir valor a la empresa. En el marco de su definición propone los objetivos básicos de la gestión financiera como respuesta a los siguientes interrogantes:

1. *¿Qué criterios, estrategias y metodología debe aplicar una empresa para la toma de decisiones en materias de inversión a largo plazo?*
2. *¿Cómo se debe planificar los recursos y flujos financieros, para financiar las inversiones a largo plazo, tanto en cantidad como en calidad?*
3. *¿Cuáles deben ser las políticas en materia de financiación e inversión a corto plazo en la gestión de circulante?*

En el mismo sentido de Santandreu (2000), Córdoba (2012) hace referencia a la gestión financiera como el “proceso que involucra los ingresos y egresos atribuibles al realización del manejo racional del dinero en la organizaciones y en consecuencia, la rentabilidad financiera generada por el mismo” (Córdoba, 2012:2) Es decir, el objeto básico de la gestión financiera puede caracterizarse en dos partes: una primera, encargada de la generación de recursos (terceros y socios) y una segunda encargada de la eficiencia y eficacia de la asignación y utilización de los recursos. (Ver ilustración 11)

**Ilustración 11 Objeto Básico de la Gestión Financiera**



Fuente: Elaboración propia

De este modo Córdoba (2012) sintetiza la gestión financiera como aquella área que alineada a las metas globales de la organización se encarga de la adquisición, financiamiento y administración de los activos. Abarca el proceso de toma decisiones y emprende acciones relacionadas con los recursos financieros, incluyendo su logro, utilización y control. El autor ha identificado las siguientes decisiones referentes al proceso de gestión financiera:

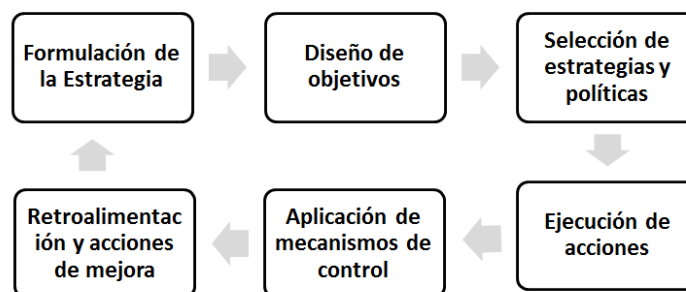
- Descripción de los requerimientos de recursos financieros, incluyendo planteamiento de las necesidades, especificación de los recursos disponibles, pronóstico de los recursos a desembolsar y cálculo o estimación de los recursos que tendrían que conseguirse mediante financiamiento externo.

- Obtención del financiamiento más conveniente contemplando variables como: costos, plazos, aspectos fiscales y estructura financiera de la organización.
- Utilización apropiada de los recursos financieros en términos de equilibrio, eficiencia y rentabilidad.
- Análisis y estudios de la información financiera de la compañía.
- Estudio de la viabilidad económica y financiera de las inversiones.

Nava (2009) considera la gestión financiera no solo como la creación e implementación de estrategias efectivas para obtener y asignar recursos, sino que trasciende su definición al incluir en el análisis las implicaciones financieras de las decisiones tomadas en otras áreas, de manera que se englobe con el análisis e interpretación de la información financiera presentada en los estados financieros, para efectuar un diagnóstico más integral de la situación financiera de la organización.

Autores como Vera (2012:9) proponen un definición de gestión financiera más amplia y desagregada detallándola como *“un proceso empresarial, que parte de la formulación de la estrategia organizacional, y comprende el diseño de objetivos, selección de estrategias y políticas, ejecución de acciones y aplicación de mecanismos de control relacionados con las decisiones de inversión y financiamiento, considerando sus implicaciones tanto para el corto como para el largo plazo”*. (Ver ilustración 12)

**Ilustración 12 Proceso de Gestión Financiera**



Fuente: Elaboración propia a partir de Vera (2012:9)

### 7.2.2 Análisis de la gestión financiera a partir de indicadores.

Para identificar el estado de la gestión financiera en las Pymes del sector comercio de Bogotá en el período 2008-2013, se analizan los estados financieros de dichas organizaciones para observar el comportamiento de los principales indicadores.

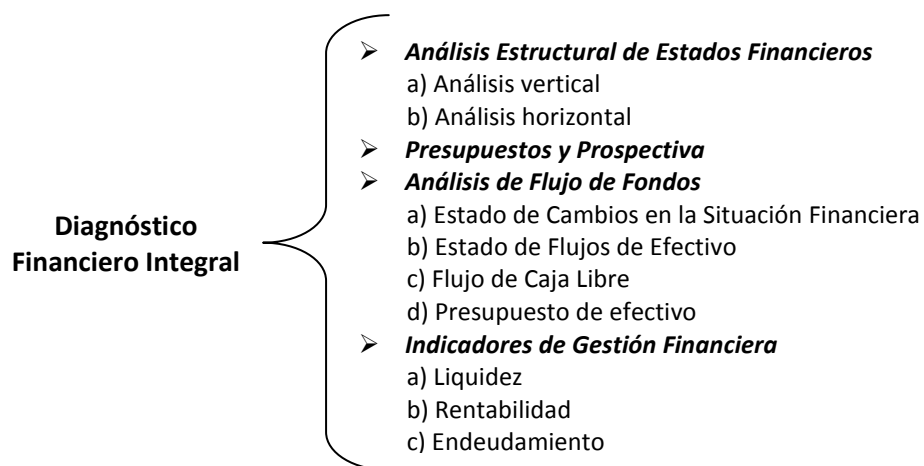
Debido al entorno versátil en el que actualmente se mueven las organizaciones es importante que los gerentes puedan tomar decisiones rápidas, oportunas y

fundamentadas, para ello deben contar con herramientas gerenciales que les permitan gestionar sus recursos financieros de manera adecuada y les ayuden a alcanzar los objetivos y fines de la empresa. Una empresa que enfrenta un entorno difícil y convulsionado, debe ser más competitiva y eficiente desde la perspectiva económica y financiera. De este modo resulta conveniente que los gerentes conozcan los principales indicadores económicos y financieros y su respectiva interpretación, ya que un análisis financiero completo les permitirá una toma de decisiones más efectiva.

La determinación de políticas financieras poco objetivas así como un desempeño estratégico y administrativo deficiente pueden generar impactos en las razones financieras, por lo cual es necesario que la empresa establezca y comprenda su condición económica y financiera con el fin de identificar cuáles son los obstáculos que se presentan, las variaciones significativas y los factores que las originan. Es por esto que se debe contar con herramientas adecuadas que permitan detectar los errores y aplicar los cambios necesarios.

Correa (2007) señala que para que se pueda dar el proceso de gestión financiera en las pequeñas y medianas empresas es necesario en primera medida realizar un proceso de análisis financiero, de manera que se efectúe un diagnóstico financiero de la empresa y con base en los resultados generados establecer objetivos, metas, políticas y proyecciones. Dicho análisis puede realizarse mediante la utilización de herramientas como las mostradas en la ilustración 13:

**Ilustración 13 Diagnóstico Financiero Integral**



Fuente: Elaboración propia a partir de Correa (2007:106)

De acuerdo con Nava (2009) el análisis o diagnóstico financiero es considerado como una de las herramientas más útiles y efectivas tanto para evaluar el desempeño económico financiero de una empresa a lo largo de un periodo, como para efectuar un examen frente a otras empresas del sector con características similares, ya que permite identificar los puntos fuertes y débiles a nivel financiero. Brigham & Houston (2006) además señalan que el valor verdadero de la información contenida en los estados financieros es el hecho

de que pueden ayudar a predecir las ganancias y los dividendos futuros, es así como desde el punto de vista inversionista predecir el futuro es la esencia del análisis de los estados financieros.

*La importancia del análisis financiero radica en que permite identificar los aspectos económicos y financieros que muestran las condiciones en que opera la empresa con respecto al nivel de liquidez, solvencia, endeudamiento, eficiencia, rendimiento y rentabilidad, facilitando la toma de decisiones gerenciales económicas y financieras en la actividad empresarial.* (Nava, 2009:606). El análisis financiero suministra información para conocer la situación financiera de la empresa y comprender su comportamiento operativo, favoreciendo el proceso de toma de decisiones de inversión, financiamiento, política de dividendos, planeación y control; de este modo se convierte en una herramienta básica para llevar a cabo una gestión financiera eficiente.

Sin embargo es importante considerar que la utilización de herramientas como el análisis financiero requiere confirmar que las bases de contabilización sean homogéneas con el fin de que las comparaciones no arrojen resultados erróneos e irregulares, lo anterior considerando que la información contable se convierte como insumo (estados financieros) para construir relaciones cuantitativas y en muchas ocasiones esta información se encuentra al costo depreciado de adquisición. Así mismo se deben tener en cuenta variables exógenas tales como la inflación, ya que ésta puede afectar el valor de mercado de los elementos del balance. Es necesario re expresar los estados financieros antes de aplicar indicadores financieros con el fin de que el análisis y conclusiones estén soportados en datos reales de la situación de la empresa.

La información contenida en los estados financieros por sí sola no permite realizar un examen profundo de la situación económico-financiera de la empresa, ni tampoco permite realizar una planeación financiera adecuada, por lo que es importante traducir mediante técnicas específicas esta información contable en indicadores o ratios, con el fin de efectuar un diagnóstico y evaluación de las condiciones financieras en las que se encuentra la organización. Usualmente para efectuar este tipo de análisis suelen utilizarse técnicas de análisis horizontal y vertical así como razones financieras.

El análisis horizontal hace referencia a un análisis de la evolución de las variables financieras para varios periodos, mientras que el análisis vertical busca determinar la proporción que representa cada variable con respecto al total (Vera, 2009). Las razones o índices financieros por el contrario, buscan relacionar los elementos de los estados financieros y de esta forma tener una panorámica general del desempeño de la compañía de acuerdo aspectos que caracterizan cada relación (Van Horne, 2003).

Los indicadores financieros permiten determinar promedios y tendencias que revelan información no solo del funcionamiento de la empresa en cuanto a liquidez, solvencia, eficiencia operativa, endeudamiento, rendimiento y rentabilidad, sino también permiten

realizar un comparativo frente a otras empresas del sector, lo cual constituye un factor estratégico y de competitividad para la empresa.

De acuerdo con Nava (2009) los resultados generados producto de un análisis financiero permiten analizar la evolución de la empresa en el tiempo, determinar la eficiencia en el uso de los recursos y visualizar el desempeño de la gestión financiera, en otras palabras el análisis financiero se convierte en factor clave en el proceso de toma de decisiones. De manera que más allá del cálculo de la razón financiera, se debe tener en cuenta la interpretación e impacto que genera en la organización (Gitman, 2007). El análisis financiero se convierte en un insumo valioso no solo para evaluar las operaciones sino para implementar objetivos y estrategias a nivel empresarial y financiero (Vera, 2009).

### 7.2.2.1 Indicadores de la situación financiera de la empresa

Como se mencionó en la sección anterior, las empresas utilizan indicadores financieros ya que a través de su cálculo e interpretación pueden detectar fallas y ajustar el desempeño operativo y financiero de la organización. Entre las principales razones financieras se encuentran las siguientes: razones de liquidez, solvencia, eficiencia, financiamiento, rentabilidad, productividad, mercado, bursátiles entre otros (Brealey y Myers, 2005; Brigham & Houston, 2006; Gitman, 2007; Nava, 2009). A continuación se exponen algunos de ellos.

#### 7.2.2.1.1 Indicadores de Liquidez y Solvencia

Autores como Nava (2009) y Gitman (2007) hacen distinción entre liquidez y solvencia, definiendo la liquidez como el efectivo necesario para atender los compromisos contraídos en el curso de las operaciones del negocio (corto plazo), es decir la capacidad de pago inmediata de la empresa. Mientras que la solvencia implica mantener bienes y recursos para respaldar las deudas adquiridas, de manera que en caso de que se requiera cancelar los compromisos en el corto plazo la empresa pueda hacer uso de sus bienes y esto no comprometerá la continuidad de sus operaciones. La solvencia se evidencia en los bienes que posee la empresa, sin embargo si estos bienes no pueden ser fácilmente convertidos en efectivo, no habrá liquidez, de manera que una empresa solvente no siempre goza de liquidez. Otros autores como Brigham (2006:77) definen la liquidez como respuesta al interrogante: *¿Podrá la compañía liquidar sus deudas que vencen en el plazo de un año?*

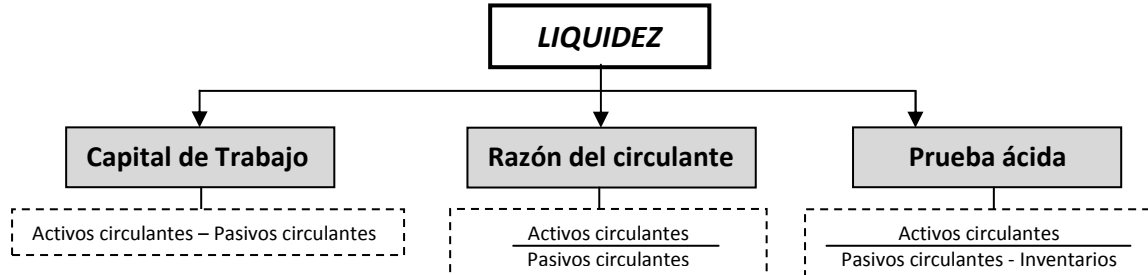
Los niveles de liquidez y solvencia pueden ser calculados a través de los indicadores financieros como el capital de trabajo, la razón circulante y la prueba ácida. (Brigham, 2006; Nava, 2009; Gitman, 2007) (*Ver ilustración 14*).

- ✓ **CAPITAL DE TRABAJO NETO**: Muestra los recursos que destina una empresa para desarrollar su actividad. En otras palabras es la inversión que realiza en activos

circulantes para poder operar tales como: efectivo, inventario, valores realizables, a los cuales se les resta el pasivo circulante para obtener el capital neto de trabajo.

- ✓ **RAZÓN CIRCULANTE:** Permite estimar la capacidad de la empresa para cancelar sus deudas en el corto plazo, es decir mide la proporción en que los pasivos circulantes están cubiertos por los activos circulantes. Por lo general en el activo circulante se incluye: efectivo, valores negociables, cuentas por cobrar e inventarios, mientras que en el pasivo circulante se encuentra: proveedores, cuentas por pagar y deudas a corto plazo. Sin embargo se debe tener especial cuidado ya que no siempre una razón del circulante alta se traduce en disponibilidad del efectivo, pues no todas las veces los inventarios y cuentas por cobrar se pueden convertir tan fácilmente en efectivo. Una baja razón del circulante emite señales de que la empresa está presentando problemas financieros.
- ✓ **PRUEBA ÁCIDA:** Mide la capacidad que tiene la empresa para pagar de forma inmediata sus deudas, es semejante a la razón de circulante excepto que no incluye los inventarios, los cuales son activos menos líquidos, pues en ocasiones su baja rotación hace que no se convierten en efectivo prontamente afectando la liquidez de la empresa.

Ilustración 14 Indicadores de Solvencia y Liquidez



Fuente: Elaboración propia basada en Nava (2009)

La importancia de determinar los indicadores de liquidez se fundamenta en que permiten visualizar la disponibilidad de efectivo que tiene la empresa para cancelar sus obligaciones. La iliquidez genera limitaciones en la capacidad de pago de la deuda y en el proceso de toma de decisiones acertadas, disminución del nivel de actividades operativas, venta obligada de activos, disminución de la rentabilidad y no aprovechamiento de oportunidades de expansión (Nava, 2009).

#### 7.2.2.1.2 *Indicadores de eficiencia*

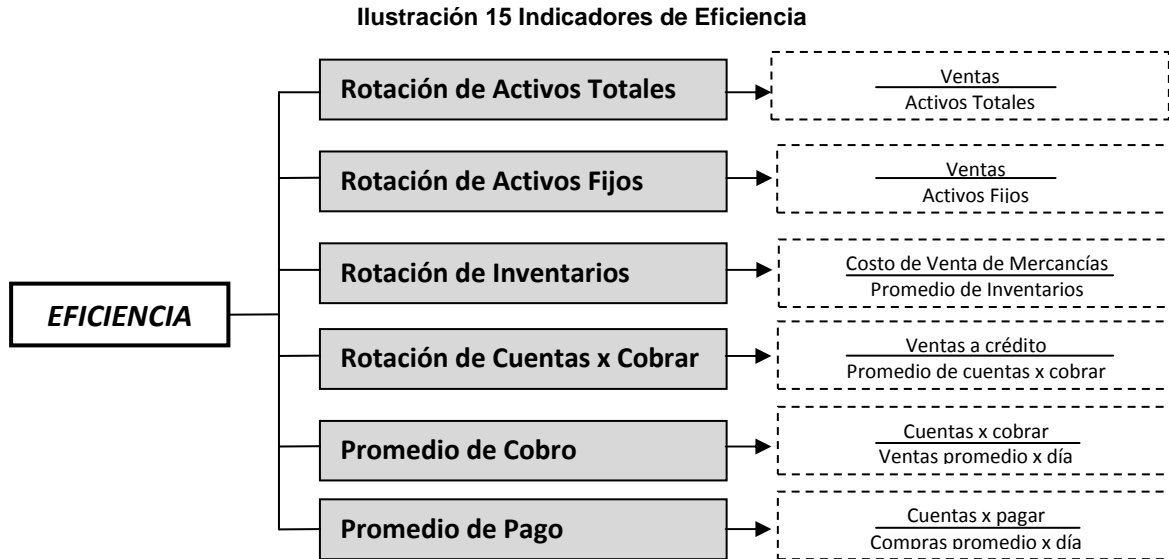
La eficiencia puede considerarse como la habilidad para gestionar los recursos y procesos en pro de obtener los objetivos y metas establecidos. Nava (2009) concibe la eficiencia

como “la relación que existe entre el valor del producto generado y los factores de producción utilizados para obtenerlo”. Considerando lo anterior puede entenderse la eficiencia financiera como aquella que mide la utilización de activos (activos fijos, inventarios, cuenta por cobrar...etc.) y otros recursos, en las actividades ordinarias de la organización. Brigham & Houston (2006:79) propone la eficiencia en términos de administración del activo, en el cual se busca contestar el interrogante: *¿El total de cada tipo de activos incluidos en el balance general parece razonable, demasiado alto o bajo en vista de los niveles actuales y proyectados de ventas?*

Entre los indicadores de eficiencia más comunes se encuentran: rotación de activos totales, rotación de activos fijos, rotación de inventario, rotación de cuentas por cobrar, periodo promedio de cobro y periodo promedio de pago (*Ver ilustración 15*).

- ✓ **ROTACIÓN DE ACTIVOS TOTALES:** Este indicador refleja la capacidad que tiene a empresa para gestionar sus activos totales en la obtención de ingresos, es decir, la eficiencia con la que utiliza sus activos para generar más ventas. Mide el número de veces que los activos son convertidos en ventas o ingresos en un período económico; mientras más alto sea este indicador, mayor resulta el nivel de eficiencia en el uso que hace la empresa de los bienes y derechos que tiene.
- ✓ **ROTACIÓN DE ACTIVOS FIJOS:** Señala la eficiencia de la empresa para generar ingresos a través de la inversión que ha realizado en activos fijos, tales como: edificios, instalaciones, equipos y maquinaria. Este indicador calcula el número de veces que los activos fijos de la empresa son convertidos en ventas, entre más alto sea significa una utilización más eficiente de los bienes que posee la empresa.
- ✓ **ROTACIÓN DEL INVENTARIO:** Expresa el número de veces que rota el inventario en un año; mientras más alta sea la rotación del inventario significa que en la empresa se gestiona eficientemente y se mantiene constantemente mercancía nueva. Contrario a esto, la baja rotación de inventario se traduce en productos y artículos obsoletos y por ende en mayores gastos de almacenaje y seguros. La oportunidad y relevancia de este indicador radica en que se permite la detección de ineficiencias que puedan existir en su gestión.
- ✓ **ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR:** Calcula el número de veces que las ventas a crédito han sido cobradas, es decir que se ha podido realizar la recuperación del efectivo, en otras palabras el tiempo que la empresa tarda en recuperar la cartera. Un alto índice de este indicador evidencia una política de cobranza y recaudo eficiente.
- ✓ **PROMEDIO DE COBRO:** Hace alusión al tiempo promedio en que una empresa tarda en recuperar su cartera. Si este indicador alcanza un valor muy alto o muy bajo es negativo para la empresa pues se está realizando una gestión de cartera ineficiente, es decir se están comprometiendo flujos que la empresa podría utilizar.

- ✓ **PROMEDIO DE PAGO:** Hace referencia al periodo de tiempo en promedio transcurrido entre la compra de materiales, mano de obra y el pago en efectivo al proveedor.



Fuente: Elaboración propia basada en Nava (2009)

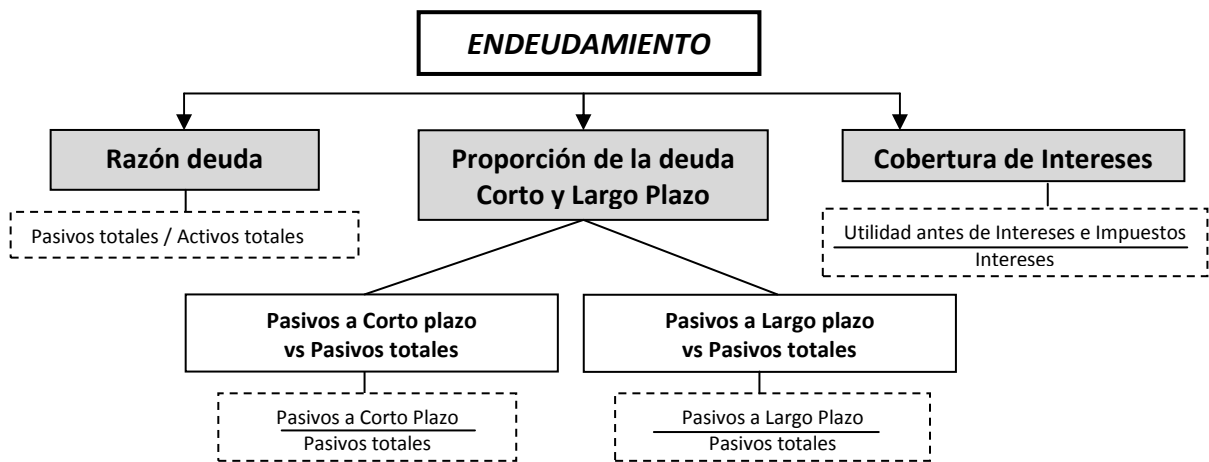
### 7.2.2.1.3 Indicadores de endeudamiento

Previo a la obtención de recursos mediante financiamiento con terceros, resulta importante evaluar la capacidad de pago de la empresa, con el fin de tomar un nivel de endeudamiento que no comprometa sus actividades en el corto o largo plazo. Los indicadores de endeudamiento muestran el importe de los recursos aportados por terceros que contribuye a la obtención de utilidades (Gitman, 2007). En cuanto más deuda utiliza una empresa con relación a sus activos totales, mayor es su apalancamiento. De igual forma este tipo de razones se convierten en una herramienta que permite medir la capacidad de la empresa para obtener financiamiento en el corto y largo plazo y seleccionar la fuente más provechosa para hacerlo: acreedores o accionistas (Nava, 2009). Entre los indicadores de endeudamiento más relevantes se incluyen: razón deuda, razón pasivo circulante y pasivo total, razón pasivo a largo plazo y pasivo total y razón cobertura de intereses (Ver ilustración 16).

- ✓ **RAZON DEUDA:** Señala la proporción de activos totales financiados por los acreedores, es decir qué porcentaje de las utilidades de la empresa han sido respaldadas por terceros. Los acreedores prefieren razones bajas de deuda porque mayor será el respaldo contra sus pérdidas en caso de liquidación, mientras los accionistas generalmente preferirán un mayor apalancamiento pues tienden a aumentar sus utilidades.

- ✓ **PASIVO CORRIENTE Y PASIVO TOTAL:** Determina la proporción de pasivos cuyo vencimiento es menor a un año (corto plazo) frente al pasivo totales.
- ✓ **PASIVO A LARGO PLAZO Y PASIVO TOTAL:** Expresa la proporción de pasivos cuyo vencimiento es mayor a un año (largo plazo) frente al pasivo totales.
- ✓ **COBERTURA DE INTERESES:** Refleja la capacidad de la empresa para desembolsar los montos correspondientes a intereses. Entre más alto sea este indicador significa que la empresa tiene una mayor capacidad para pagar los intereses.

Ilustración 16 Indicadores de Endeudamiento



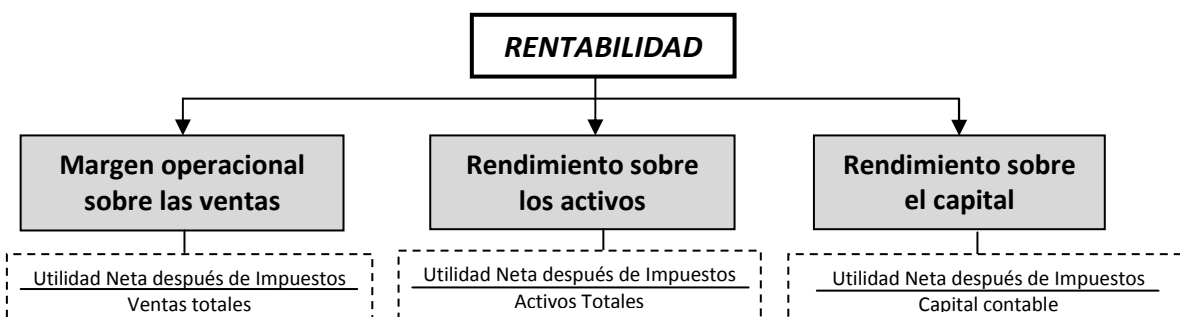
Fuente: Elaboración propia basada en Nava (2009)

#### 7.2.2.1.4 Indicadores de rentabilidad

Siguiendo a Brigham & Houston (2006), los indicadores de rentabilidad muestran efectos combinados de las razones anteriormente expuestas, es decir agrega los indicadores de liquidez, eficiencia y endeudamiento. La rentabilidad esta medida como la proporción de utilidad o beneficio que aporta un activo, dada su utilización en el proceso productivo, ya que muestra los retornos obtenidos por las ventas y activos durante un periodo de tiempo. A su vez, la rentabilidad está asociada a un valor porcentual que mide la eficiencia de las operaciones e inversiones que realiza la empresa. Para determinar los niveles de rentabilidad del negocio se pueden utilizar indicadores financieros que reflejan la gestión eficiente de los recursos disponibles, generando cifras del rendimiento de la actividad productiva y determinando si ésta es rentable o no (Nava, 2009). Entre estos indicadores se encuentran el margen sobre las ventas, el rendimiento sobre los activos y el rendimiento sobre el capital aportado por los propietarios. (Ver ilustración 17).

- ✓ **MARGEN OPERACIONAL SOBRE LAS VENTAS:** Expresa la utilidad generada en relación al volumen de ventas e indica el costo de las operaciones y las fluctuaciones que pueda sufrir tanto el precio como el volumen de los productos.
- ✓ **RENDIMIENTO SOBRE LOS ACTIVOS:** Señala la porción de los beneficios obtenidos por la empresa considerando la inversión en activos que se ha realizado (activos corrientes y no corrientes) para desarrollar la operación.
- ✓ **RENDIMIENTO SOBRE EL CAPITAL:** Muestra el rendimiento sobre el capital que han tenido los accionistas en términos porcentuales dada los aportes que han realizado a la empresa.

Ilustración 17 Indicadores de rentabilidad



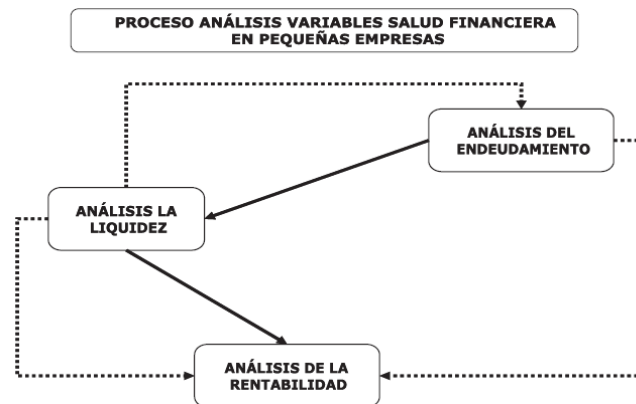
Fuente: Elaboración propia basada en Nava (2009)

### 7.2.2.2 Análisis Financiero y técnicas

Las razones financieras generadas a partir de la relación de los diferentes elementos que componen los estados financieros pueden ser analizadas desde diferentes técnicas y perspectivas, con el fin de responder a preguntas como: ¿Es demasiado alta o baja? , ¿Es buena o mala? (Gitman, 2007).

Correa et al (2007) propone un orden para analizar la interrelación de las variables que componen lo que ha denominado "*salud financiera empresarial*": liquidez, endeudamiento y rentabilidad (Ver Ilustración 18). Las líneas continuas indican el orden que se debería considerar para entender la dinámica de los resultados financieros, mientras que las líneas intermitentes muestran las relaciones que hay entre las tres variables, ya que las acciones de una repercuten en las otras, tal es el caso de la rentabilidad, la cual tiene gran incidencia en las variables de liquidez y endeudamiento cuando se está hablando de Pymes. Así mismo propone la construcción de un diagnóstico financiero integral (DFI) mediante una metodología que tenga en cuenta: *Análisis macroeconómico*, *análisis estratégico* y *análisis financiero*, de manera que se efectúe un análisis integral agrupando los análisis mencionados obteniendo criterios, conclusiones y soluciones prospectivas.

Ilustración 18 Proceso Análisis Variables

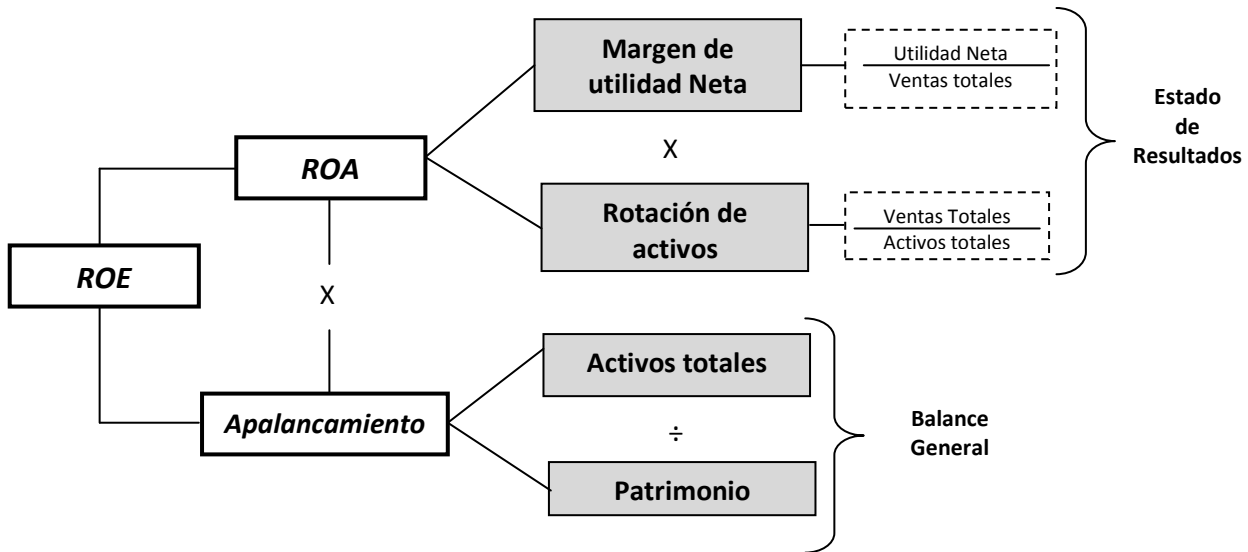


Fuente: Tomado de Correa (2007:107)

De acuerdo con Nava (2009) y Gitman (2007) entre las técnicas analíticas más utilizadas se encuentran las siguientes:

- **Análisis comparativo:** Este análisis permite determinar promedios, tendencias y variaciones ocurridas en un lapso de tiempo. Se pueden generar dos tipos de comparaciones: seccionales o de muestra representativa y de series de tiempo. El primero hace referencia a la comparación de indicadores de diferentes empresas del mismo sector en un periodo de tiempo concreto, de manera que se refleja cualquier variación positiva o negativa que presente algún indicador respecto al sector, lo que permite identificar fortalezas y debilidades con el fin de crear estrategias de mejora. El segundo tipo de comparación evalúa el desempeño financiero en el presente versus los resultados obtenidos en el pasado, de este modo se puede identificar las variaciones positivas y negativas frente a los resultados esperados (planificación), es decir, se puede evaluar el progreso de la empresa e identificar problemas existentes que permitan implementar acciones correctivas oportunamente.
- **Análisis DuPont:** Es un sistema de análisis que busca encontrar las actividades administrativas encargadas del desempeño financiero de la empresa. Tiene como punto de partida la interrelación de indicadores financieros con el fin de generar un índice que mide la capacidad de la empresa para obtener utilidades. El análisis Dupont busca combinar elementos del balance general y del estado de resultados, de manera que se obtengan medidas integrales de la rentabilidad: rendimiento sobre los activos (ROA) y rendimiento sobre el capital (ROE). Fusiona margen neto de utilidad, rotación de activos y apalancamiento financiero, en otras palabras se busca identificar la fuente de rentabilidad de la empresa y con ello establecer puntos fuertes y débiles.

Ilustración 19 Análisis Dupont



Fuente: Elaboración propia basada en Nava (2009) y Gitman (2007)

- **Análisis discriminante:** Este tipo de análisis busca describir las diferencias en un grupo de objetos de los que está siendo observado un determinado número de variables. Esta herramienta de análisis fue altamente utilizada en la década de los años 80 para distinguir empresas financieramente exitosas y empresas con rumbo a la quiebra. Desde un punto de vista financiero, este análisis combina y explora los indicadores financieros de un grupo de empresas. Fue Edward Altman quien construyó un modelo comúnmente denominado Z de Altman, para cuantificar y determinar las probabilidades de quiebra entre las empresas, en este modelo se ponderan y suman cinco razones (denominadas variables) con el propósito de clasificar a las empresas como solventes e insolventes. A cada empresa se le asigna una puntuación en función de sus características financieras, y si el puntaje supera el valor de corte, esta empresa se cataloga como solvente, por el contrario si el puntaje por debajo del valor de corte se traduce como riesgo de quiebra en el corto plazo (Armendáriz, 2013). La fórmula original es tomada del trabajo de Altman (1968):

$$Z = V_1X_1 + V_2X_2 + \dots + V_nX_n$$

$Z$  = Punto de Corte  
 $V_n$  = Coeficiente Discriminante  
 $X_n$  = Ratios Financieros  
 $Z = 0,12X_1 + 0,14X_2 + 0,33X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$

$Z$  = Indicador Global (overall index)  
 $X_1$  = Capital de trabajo / Activo total  
 $X_2$  = Utilidades retenidas / Activo total  
 $X_3$  = EBIT / activo total  
 $X_4$  = Valor de mercado de las acciones / valor contable de los pasivos  
 $X_5$  = Ventas / activo total

**Límites de referencia:**

$Z \geq 2.60$  Baja probabilidad de quiebra

$Z \leq 1.10$  Alta probabilidad de quiebra

$1.10 < Z < 2.60$  Zona de incertidumbre

 **$X_1 =$  Capital de trabajo / activo total**

Por lo general cuando una empresa experimenta pérdidas operacionales tendrá una disminución en su activo circulante en relación con los activos totales. De los tres índices de liquidez evaluados, éste resultó ser el más valioso, pues una disminución de éste emite señales de problemas que pueden llevar a la interrupción del negocio.

 **$X_2 =$  Utilidades retenidas / activo total**

Evidencia el monto de las utilidades reinvertidas y/o pérdidas de una empresa, esta razón señala la utilidad acumulada a largo plazo e implícitamente considera la edad de una empresa. Una empresa relativamente joven tendrá una razón baja en este aspecto, y la probabilidad de ser calificada como quiebra es relativamente mayor que una empresa madura. De hecho esta es la situación que se presenta en el mundo real, los fracasos empresariales se dan en los primeros años, por tanto las empresas jóvenes son más propensas a tener problemas de quiebra.

 **$X_3 =$  EBIT / activo total**

Es una medida de la productividad real de los activos de la empresa, haciendo abstracción de cualquier factor de impuestos o de apalancamiento, muestra la capacidad real de la empresa de obtener ingresos utilizando todos sus activos. La existencia de una empresa se basa en la capacidad de obtener ingresos de sus activos, por esto esta relación es relevante para estudios sobre el fracaso empresarial.

 **$X_4 =$  Valor de mercado de las acciones / valor contable de los pasivos**

El valor del mercado del patrimonio incluye las acciones comunes y preferentes mientras que los pasivos incluyen la deuda de corto y largo plazo. Esta medida evidencia la cantidad de activos que pueden perder valor (medido en términos de valor de mercado del patrimonio más la deuda) antes de que los pasivos superan los activos y la empresa se declare insolvente.

 **$X_5 =$  Ventas / activo total**

Revela la capacidad de la empresa para generar ventas derivadas del uso de sus activos. Es una medida de la capacidad de gestión en la medida que indica cómo se están comportando los activos en condiciones de competencia.

De acuerdo con Nava (2009) este tipo de análisis puede ser aplicado tanto a un grupo de empresas como a una empresa individual. Para un grupo de empresas, se debe calcular en primera medida cada una de las razones propuestas por el modelo Z de Altman, seguidamente se calcula el promedio de cada índice en el grupo de empresas y finalmente se reemplaza en la función discriminante para hallar Z. Para una empresa

individual se calcula cada indicador financiero y se sustituye en la función. Finalmente se comparan los valores de Z con los parámetros de referencia con el fin de diagnosticar la situación de la empresa.

Teniendo en cuenta las técnicas de análisis financieros anteriormente descritas, el presente estudio utilizará el enfoque del análisis comparativo considerando la naturaleza de los datos (serie de tiempo) y el propósito de esta investigación, de este modo se utilizará dicha técnica para establecer las tendencias, promedios y cambios significativos que han experimentado las empresas del sector comercio de la ciudad de Bogotá en sus razones financieras en el periodo comprendido entre 2008 y 2013.

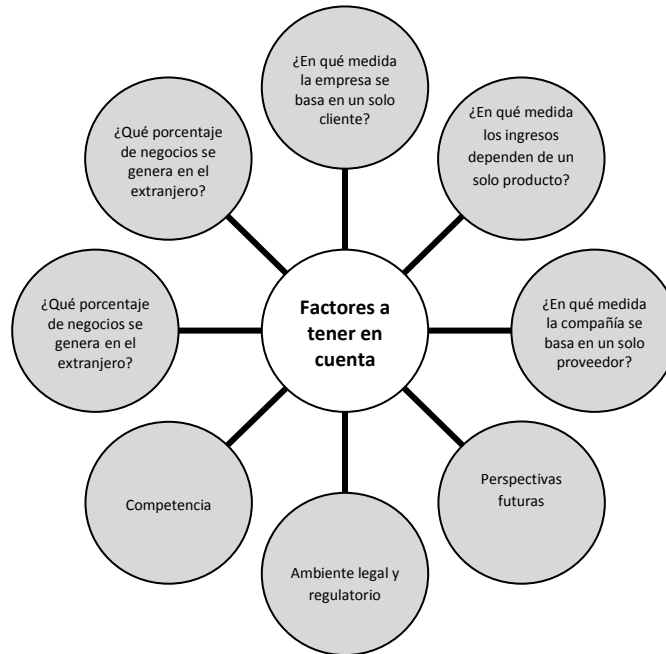
### 7.2.2.3 Usos y limitaciones del análisis de las razones

No obstante pese a que el análisis financiero a partir de razones permiten realizar un diagnóstico de la situación financiera de la empresa, es importante considerar algunas restricciones en su aplicación ya que el contexto y condiciones particulares de cada empresa pueden afectar la aplicación e interpretación de las técnicas de análisis financiero. Brigham & Houston (2006) expone algunas de las restricciones que se presentan en este tipo de análisis:

- Muchas compañías cuentan con grandes divisiones en industrias diversas y les resulta difícil diseñar una serie de promedios de industria. Por lo tanto el análisis de razones es más útil para compañías pequeñas con un enfoque más reducido que en las grandes que cuentan con grandes divisiones.
- Las compañías quieren lograr un desempeño por arriba del promedio, de modo que no siempre es bueno alcanzar un desempeño promedio. Es bueno concentrarse en las razones de los líderes de la industria porque estas las estimula a poner mayor esfuerzo.
- La inflación afecta los valores en libros de los estados financieros.
- Las comparaciones se distorsionan con algunas prácticas contables, tales como la depreciación y los costos de inventario.
- Los factores estacionales de los productos también influyen las razones.
- Muchas compañías pueden recurrir a técnicas de embellecimiento o maquillaje, con el fin de darle mayor solidez a sus estados financieros.
- Los analistas deben tener conocimiento de los problemas que presenta la organización así como las particularidades de su entorno con el fin de efectuar los ajustes necesarios oportunamente.

Un buen análisis financiero no consiste únicamente en calcular cantidades, exige evaluar algunos factores cualitativos cuando se evalúa una compañía (Ver ilustración 20). El uso y análisis de forma mecánica e irreflexiva resulta peligroso, no obstante la aplicación de manera inteligente y con sensatez permite obtener un conocimiento útil.

**Ilustración 20: Factores a tener en cuenta en el análisis financiero**



Fuente: Elaboración propia basada en Brigham & Houston (2006)

### 7.2.3 Gestión financiera integral.

Hasta el momento se han presentado diversas definiciones sobre la gestión financiera, las cuales difieren en algunos elementos que la caracterizan pero convergen en su objeto básico de obtención y asignación de recursos. No obstante, es importante considerar los aportes que se han hecho en Colombia y las metodologías que se han propuesto alrededor de esta variable. Autores como Correa et al (2009) elaboraron una propuesta de gestión financiera de manera agregada dentro de la organización la cual han denominado *Gestión Financiera Integral*.

La gestión financiera integral (GFI) de acuerdo con Correa et al (2009:191) “es un proceso mediante el cual las organizaciones son direccionadas al cumplimiento de objetivos, resaltando la importancia de las variables constitutivas de los procesos financieros empresariales, pero con un enfoque integrador de los demás componentes que hacen parte de la gestión organizacional, tales como: las estructuras administrativas, de procesos, el sistema productivo, los recursos humanos y los sistemas de calidad entre otros”

Para caracterizar y desarrollar la GFI Correa et al (2009) proponen un enfoque sistémico, en el que se tenga en cuenta la interrelación de las distintas áreas dentro de la empresa, las cuales coexisten en miras a cumplir unas metas y objetivos generales. Es así como se debe considerar la particularidad de cada una de las áreas pero desde una perspectiva integradora, pues pese a que cada unidad sea tan solo una pieza del rompecabezas llamado empresa, su funcionamiento y resultados impactan las demás áreas y específicamente alteran el objetivo básico financiero: maximización del valor. Es por esto que se propone efectuar un análisis de la organización de manera holística en el que se incluyan tanto componentes cuantitativos como cualitativos, pues ambos elementos deben concurrir en la toma de decisiones y definición de estrategias.

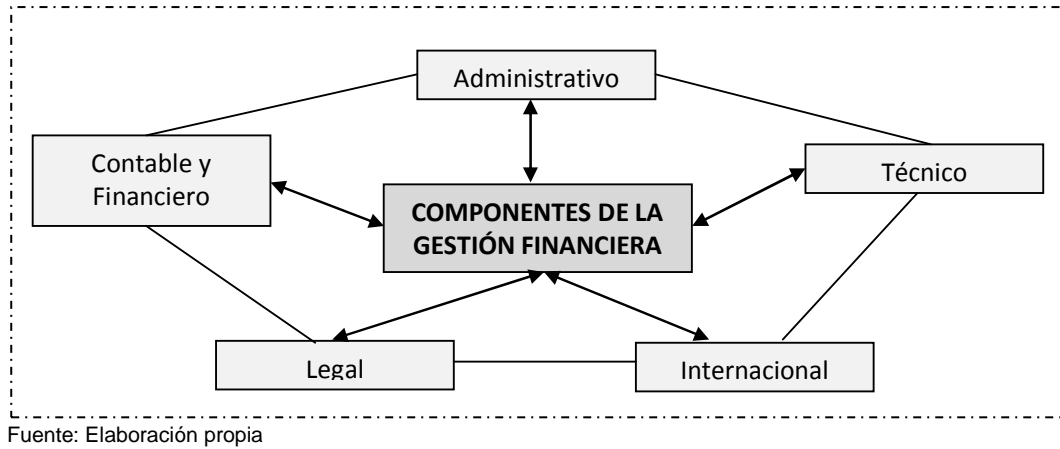
### ***Componentes de la Gestión Financiera***

Teniendo en cuenta la propuesta de integración total y global de las áreas que componen la empresa, se han determinado cinco componentes básicos dentro de la propuesta de GFI (*Ver Ilustración 21*) (Correa et al, 2006; Correa et al 2009). A continuación se realiza una breve descripción de cada componente:

- ***Componente Administrativo:*** Se examina la utilización de los recursos por parte de los gestores. Se tiene en cuenta las decisiones administrativas, operativas, estratégicas y de planeación realizadas por la administración, así como la identificación de los procesos clave, reconociendo aquellas actividades que generan ventaja competitiva y agregan valor. (Identificar actividades primarias y actividades de apoyo de acuerdo a la cadena de valor)
- ***Componente Técnico:*** Se analizan los procesos productivos fundamentados en la cadena de valor y las estrategias, y su contribución a mejora la competitividad a través de sus procesos.
- ***Componente Legal:*** Se considera la estructura y cumplimiento legal para el desarrollo de la empresa en cuanto a: comercial, laboral, tributario y contable. Es importante que las Pymes incluyan este componente dentro de su modelo de gestión, ya que muchas de ellas se encuentran en este aspecto en un nivel e informalidad que puede ocasionar problemas mayores que comprometan su existencia y continuidad (impactos financieros).
- ***Componente Internacional:*** Se evalúa las operaciones de la empresa frente a su entorno y competencia internacional.
- ***Componente Contable y Financiero:*** Se analizan los elementos que hacen parte del sistema de información contable y financiero. Una buena definición de las políticas y prácticas en la gestión contable y financiera, permiten direccionarla a otros escenarios, fortalecer sus procesos y optimizar los resultados. Correa et al (2006) establece la diferencia entre lo contable y financiero, al señalar que lo contable busca responder a información con fines externos, mientras que lo

financiero traduce esa información contable en información más integral y estratégica.

**Ilustración 21 Componente de la Gestión Financiera**



### **Modelo**

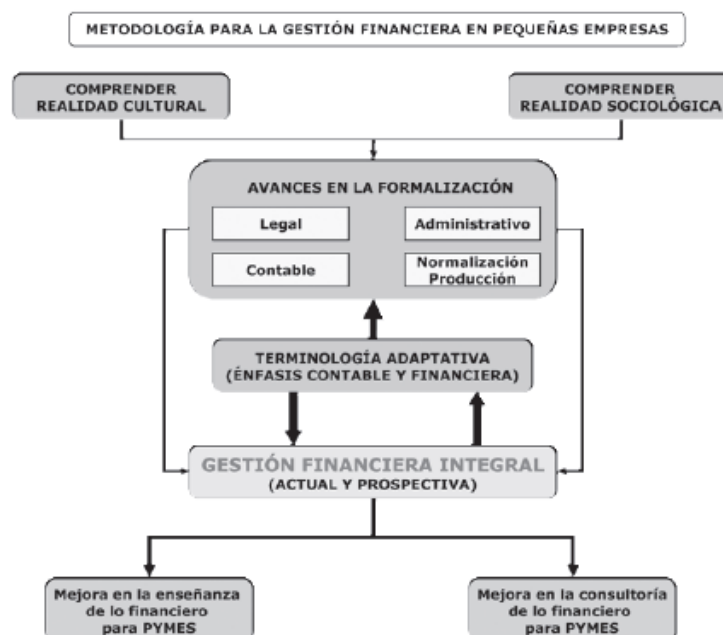
Considerando lo anterior y teniendo en cuenta las debilidades en muchas de las organizaciones clasificadas como Pymes, Correa et al (2009:189) han establecido un modelo de GFI que permita “*no solo optimizar sus recursos sino llevar a estas empresas hacia la generación de valor*”, de manera que las decisiones que se tomen contribuyan a mejorar no solo sus necesidades de recursos sino su estabilidad, permanencia y competitividad. El modelo propuesto busca apoyar el proceso de toma de decisiones en lo concerniente a inversión, financiamiento, distribución de dividendos, así como en procesos de negociación y estrategia empresarial.

La ilustración 21 divide la correlación e influencia entre los componentes del modelo, de manera que las decisiones tomadas en una de las partes trascienden a las demás áreas, por lo cual desde un modelo de GFI como el propuesto por Correa et al (2009) se puede lograr una articulación entre las partes que conforman la empresa y evaluar los resultados económicos derivados de cada elemento y su impacto en la generación de valor. Es así como este modelo, más allá de su operacionalización es una noción interesante y provechosa para la gestión de la organización.

### **Metodología para la Implementación del Modelo**

La metodología propuesta para implementar y desarrollar el modelo de GFI (Ver Ilustración 22), supone que el avance de las prácticas financieras en las Pymes debe basarse en primera instancia en elementos de carácter cualitativo tales como: el entorno, contexto, estado de la formalización organizacional, entre otros. Esto con el fin de crear un primer acercamiento a la organización que permita determinar los medios más adecuados para la comprensión de lenguaje y herramientas financieras que se buscan instaurar.

### Ilustración 22 Metodología para la Gestión Financiera en Pequeñas Empresas



Fuente: Tomado de Correa et al (2009:195)

#### ***Proceso de Gestión Financiera Integral***

La GFI desarrollada por Correa et al (2009) tiene un corte financiero, por eso propone como núcleo un modelo financiero integral, el cual incorpora siguientes acciones:

- ✓ Incentivar una cultura de Planeación Financiera
- ✓ Realizar diagnósticos financieros
- ✓ Determinar los riesgos asociados a las políticas administrativas-financieras
- ✓ Establecer mecanismos de control y verificación de los planes establecidos para la gestión de los recursos
- ✓ Efectuar un direccionamiento de la empresa basado en estrategias que promuevan el cumplimiento de objetivos y metas.

Para efectuar el proceso como tal de GFI se establece como insumo preliminar la información contable, la cual debe desagregarse en los estados financieros como de corto y largo plazo dependiendo de la naturaleza de los hechos económicos. Este insumo inicial permitirá realizar el diagnóstico financiero base para la toma de decisiones en la empresa. Posteriormente y considerando los resultados del desempeño financiero se deben incorporar al análisis variables externas e internas de la organización tales como: indicadores macroeconómicos, información del mercado, estrategias, objetivos y metas establecidos por la administración, esto con el fin de que las proyecciones a realizar tengan en cuenta posibles limitaciones y restricciones.



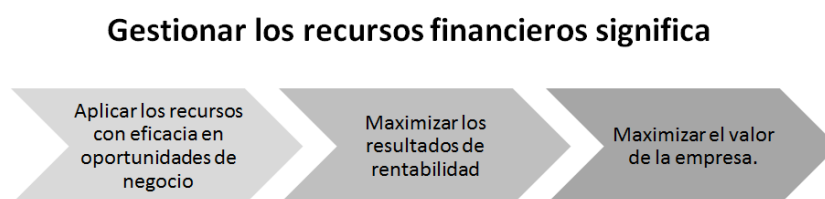
## 7.2.4 Importancia de la gestión financiera

En la actualidad la gestión financiera juega un papel importante en el desarrollo de las operaciones de la empresa y se ha convertido en una pieza importante dentro de su estructura organizativa. Las empresas deben estar invirtiendo constantemente, ya sea a nivel cíclico (corto plazo), es decir a las inversiones del circulante necesarias para desarrollar objeto social de la empresa o a nivel no cíclico (largo plazo), las cuales corresponden a aquellas inversiones que se hacen como oportunidades o decisiones estratégicas en un momento dado (Santandreu et al 2000).

Sin embargo para poder realizar este tipo de inversiones es imprescindible de acuerdo con Vera (2010) establecer las estrategias de financiamiento (objetivos y alternativas) mediante las cuales se obtendrán los recursos que permitirán financiar las operaciones en el corto y largo plazo. Los recursos que se obtendrán para el financiamiento también pueden clasificarse de corto o largo plazo, dependiendo de su vencimiento. Si es inferior a un año se considera financiamiento a corto plazo y si es superior a un año se conoce como financiamiento a largo plazo (Santandreu et al 2000).

En el curso normal de la operación es importante visualizar cómo se obtendrán los recursos necesarios y de qué fuentes?, si se considera el amplio panorama de opciones para la selección de fuente y usos de recursos, es importante evaluar y seleccionar aquellas alternativas que maximicen el beneficio y valor de la empresa (*Ver Ilustración 24*). Entre las fuentes más comunes de financiamiento se tienen: accionistas, bonos y papeles comerciales, acreedores, utilidades acumuladas, reemisión de acciones etc. A su vez esos fondos pueden tener diferentes usos tales como: inversión en activos fijos, compra de materias primas, valores negociables, o simplemente para garantizar las operaciones rutinarias. Es por esto que el papel de la gestión financiera es fundamental al determinar el monto apropiado de fondos que debe manejar la organización, definir su asignación y velar por la obtención de los recursos en las mejores condiciones posibles (Córdoba, 2012).

**Ilustración 24 Gestión de Recursos**



Fuente: Elaboración propia

La importancia de la gestión financiera radica en que es un instrumento que ayuda a proveer los recursos necesarios para la operación de la organización y con ello desarrollar su objeto social, pasando por una toma de decisiones eficiente que evalúa y analiza cada una de las alternativas y selecciona aquella que asegura los mayores retornos para la

empresa (Córdoba, 2012). Además está fuertemente ligada a la determinación de la composición de activos así como la estructura de capital y política de dividendos.

A su vez la gestión financiera es de gran importancia para cualquier organización ya que no solo cubre un componente monetario y financiero sino que vincula actividades de control de operaciones, consecución de nuevas fuentes de financiamiento, eficiencia en las operaciones y establecimiento estrategias alineadas al cumplimiento de objetivos de la organización.

### 7.2.5 Planificación Financiera

La pertinencia de la planificación estratégica en las organizaciones ha sido un punto de arduo debate en las últimas décadas, al punto que se identifican dos corrientes opuestas: una primera que considera el proceso de planificación como un facilitador del desarrollo de las empresas ya que les permite gestionar más eficientemente sus recursos, mejorar su proceso de toma de decisiones y ejecutar sus procesos soportadamente; y una segunda que pone de manifiesto la concentración en la planificación de negocio de los rendimientos más bajos en lugar de evaluar nuevas fuentes de obtención de recursos y crecimiento de la organización lo que genera una inflexibilidad e inercia organizacional (Brinckmann et al, 2010)

Pese a las diferencias que se generan entre algunos teóricos, no se puede desconocer el papel trascendental que la planificación ejerce en los distintos procesos en la organización, facilitando la toma de decisiones, evitando reprocesos y siendo un hilo conductor para cumplir los objetivos y metas. La planificación es un proceso transversal a todas las áreas de la organización: producción, mercadeo, finanzas, recursos humanos, etc. (Vera, 2009; Vera, 2010). Es así como a pesar de que la planeación estratégica se realice de manera global, considerando el negocio hacia un objetivo específico, las distintas áreas que conforman la empresa establecen sus propios objetivos y estrategias alineados a la estrategia principal.

De este modo puede precisarse la planificación financiera como parte del proceso de planificación estratégica de la organización, la cual se encarga de la obtención de capital para proveer a la operación de las demás áreas funcionales y la asignación en actividades de inversión que apoyen el logro de los objetivos del plan estratégico en el mediano y largo plazo (Vera, 2010; Ruiz, 1998). Para comprender mejor ésta herramienta y tomando como referencia la revisión de la literatura realizada, a continuación se realizará una síntesis de algunos conceptos y propuestas teóricas sobre planificación financiera planteadas por diversos autores:

De acuerdo con Vera (2009) la planificación financiera puede definirse como *“la fijación de objetivos y estrategias relacionados con las decisiones de inversión, financiamiento y*

*dividendos que tiene que desarrollarse en una empresa, en la búsqueda del valor invertido por sus propietarios”*

López (2009) hace referencia a la planificación financiera como aquella que busca dar respuesta a dos interrogantes ¿cómo obtener y en qué aplicar los recursos necesarios para su funcionamiento interno? Además señala el proceso de planeación financiera parte de la comprensión de la estrategia empresarial, la consideración de variables del entorno económico y la información financiera histórica.

Correa (2010) concibe la planeación financiera como una herramienta empresarial que permite la visualización de un proyecto desde una perspectiva global, considerando diferentes escenarios y factores que la pueden afectar. Traduce a términos cuantitativos las políticas, prácticas y estrategias contempladas en el plan de negocio, valiéndose de proyecciones y estimaciones financieras.

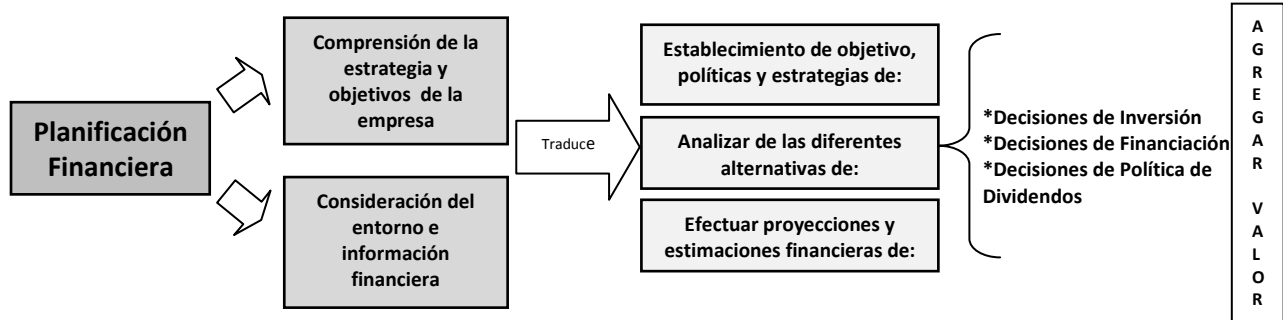
Sánchez (2006) define la planificación financiera como: *“un proceso en el cuál se transforma, en términos financieros, los planes estratégicos y operativos del negocio en un horizonte de tiempo determinado; suministrando información que soporta las decisiones tanto estratégicas como financieras propiamente dichas”*

Brealey y Myers (2005), entienden la planificación financiera como un *“proceso que comprende, el análisis de las diferentes alternativas de inversión y financiamiento de las que dispone la empresa en un momento determinado, la proyección de las consecuencias futuras de las decisiones presentes, la decisión de cuáles alternativas se van a adoptar para su posterior ejecución y una comparación del comportamiento de las opciones ejecutadas con los objetivos establecidos en el plan”* (Vera, 2009).

Van Horne & Wachowicz (2003) señalan que la planificación financiera *“significa analizar los flujos financieros de una compañía, hacer proyecciones de las diversas decisiones de inversión, financiamiento y dividendos, y sopesar los efectos de varias alternativas”*. En otras palabras se busca establecer donde estuvo la empresa, donde se encuentra y para donde va. Indican que dentro de la planificación financiera se debe considerar el efecto integrado de las decisiones de inversión, financiamiento y dividendos, ya que *“la suma de las partes rara vez es igual al todo”*, de igual forma resaltan la importancia de esta herramienta al ser una elemento guía en el cumplimiento de objetivos de la gerencia mediante el cual se tienen en cuenta las posibles desviaciones de la ruta anticipada de la compañía.

Considerando las definiciones propuestas por los autores referidos anteriormente se puede caracterizar el concepto de planificación financiera de la siguiente manera:

**Ilustración 25 Caracterización del concepto de Planificación Financiera**



Fuente: Elaboración propia basada en las definiciones de Vera (2009); López (2009); Correa (2010); Sánchez (2006); Brealey y Myers (2005) y Van Horne & Wachowicz (2003)

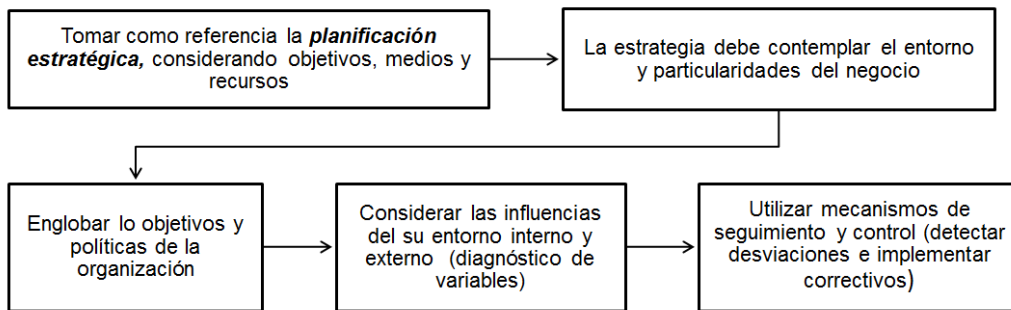
De igual forma tomando como base las definiciones anteriores y siguiendo a Vera (2009) y Suárez (2003), se pueden identificar dos perspectivas de la planeación financiera, una primera mayoritariamente cuantitativa que hace énfasis en al análisis de estados financieros, formulación de presupuestos, razones financieras, establecimiento de proyecciones y estimaciones y una segunda que adicional a lo anterior incorpora aspectos cualitativos como la estrategia empresarial y las consideraciones del entorno.

A su vez considerando el marco temporal en el que puede realizarse, la planificación financiera puede esbozarse a corto y largo plazo. La primera también conocida como planificación presupuestaria corresponde principalmente a la gestión de tesorería o capital de trabajo requerido en las operaciones del negocio, mientras que la planificación a largo plazo está orientada a la realización de proyecciones y determinación de la estructura de capital (Santandreu & Santandreu, 2000; Gitman, 2007).

**Requisitos de la planificación financiera**

La ilustración 26 basada en la propuesta realizada por Santandreu y Santandreu (2000), configura cinco condiciones básicas para desarrollar un proceso de planificación financiera exitoso:

**Ilustración 26 Condiciones para desarrollar un proceso de Planificación Financiera**



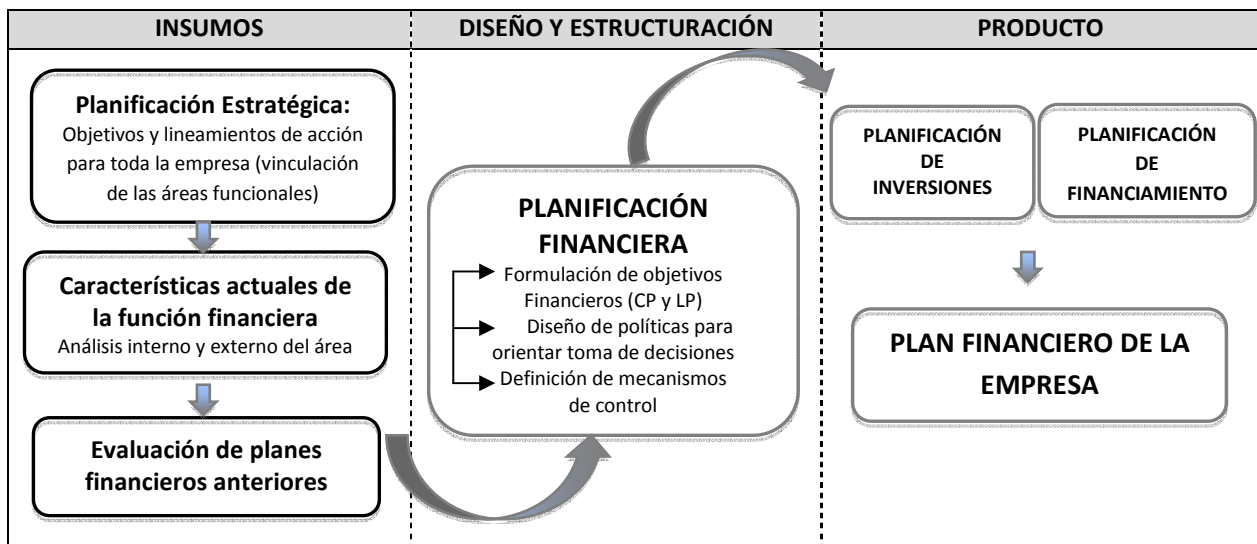
Fuente: Elaboración propia basada Santandreu y Santandreu (2000)

### ***Fases de la planificación financiera***

Retomando las propuestas elaboradas por Brealy y Myers, García y Col y Díez y López, Vera (2009) establece una síntesis del proceso de planificación financiera en la ilustración 27. Dicho proceso tiene como punto de partida la planeación estratégica de la organización, el análisis de las variables internas y externas que afectan al área así como los planes financieros históricos. En el mismo sentido Saavedra (2011) realiza un desglose de las actividades a considerar en la planificación financiera (*Ver Ilustración 28*)

Una vez observados y analizados los anterior insumos, se procede al diseño y estructuración de la planificación financiera, la cual comienza con el establecimiento de los objetivos financieros tanto a corto como a largo plazo, la fijación de políticas para orientar la toma de decisiones y el establecimiento de mecanismos de control para hacer seguimiento al plan. Seguidamente, haciendo usos de los elementos referidos se realiza el análisis de las diferentes alternativas de inversión y financiamiento que tiene la organización, de modo que se seleccionen aquellas que permitan alcanzar los objetivos estratégicos y financieros propuestos. Finalmente se organiza la información en un documento que recibirá el nombre de “*Plan Financiero*”.

**Ilustración 27 Fases de la Planificación Financiera**



Fuente: Elaboración propia basado en Vera (2010) y Ruiz (1998)

**Ilustración 28 Actividades en el proceso de Planificación Financiera**

1. Análisis de Estados Financieros
2. Preparación del presupuesto de efectivo
3. Evaluación de los rendimientos de ventas y utilidades
4. Preparación de estados financieros proforma
5. Preparación de presupuesto de ventas
6. Estimación de necesidades de financiamiento a largo plazo
7. Preparación de presupuestos de operación
8. Evaluación de resultados operativos y financieros
9. Establecimiento de objetivos de ventas
10. Realización del análisis de endeudamiento
11. Establecimiento de objetivos de rentabilidad
12. Establecimiento de metas financieras
13. Establecimiento de capital de trabajo
14. Uso de pronósticos externos
15. Dividendos basados sobre pronósticos de flujo de efectivo
16. Planeación de la estructura de capital

Fuente: Tomado y adaptado de Saavedra (2011)

***Importancia de la planificación financiera***

*“La mala ejecución de los planes estratégicos o la ausencia de ellos pueden generar destrucción de valor”* (Ruiz, 1998:56), es por esto que una planificación financiera adecuada se convierte en una herramienta de gran ayuda en la organización, ya que permite anticipar los resultados de las decisiones que se esperan tomar a partir de la estimación de algunas alternativas, es decir, orienta y facilita las decisiones relacionadas con la gestión de los recursos. Además para el caso de las pequeñas y medianas empresas, objeto de estudio de esta investigación, la planificación financiera puede ayudarle a la empresa a sobrevivir aun cuando las condiciones no son favorables (Martínez, 1999; Saavedra, 2011).

García y Bedoya (2010) determinan las bondades de la planificación financiera en su carácter estratégico ya que permite fundamentar adecuadamente la toma de decisiones. Además es importante resaltar la capacidad que tiene este instrumento financiero para materializar los efectos de las decisiones tomadas previamente a nivel estratégico y operativo, de ahí su importancia en la gestión empresarial, pues permite establecer los objetivos y metas, efectuar seguimiento y control y evaluar los resultados obtenidos con el fin de mejorarlos.

Es importante considerar que la planificación financiera no se restringe a la elaboración de un plan con unos objetivos y metas, sino que se convierte en un proceso estratégico que tiene como guía el plan financiero, el cual se convierte en la ruta para los gestores en la toma de decisiones (Vera, 2009; Santandreu y Santandreu, 2000).

No obstante pese a las bondades que se han expuesto respecto a la planeación financiera, es pertinente según Sánchez (2006) considerar algunos puntos críticos a tener en cuenta en el momento de realizar el proceso tales como:

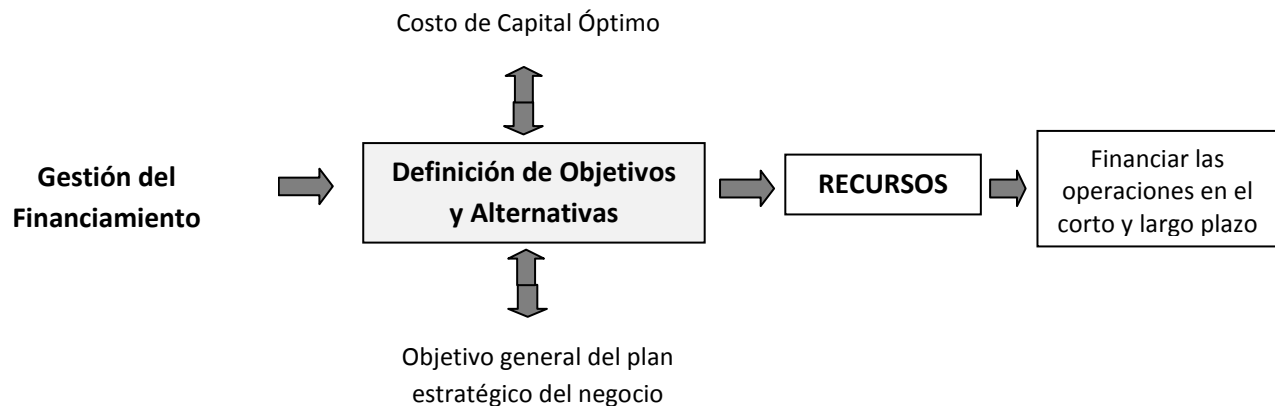
- Necesidad de converger en el establecimiento de la estrategia por parte de la dirección y la gerencia financiera.
- Entender y evaluar cuidadosamente el entorno económico y sus impactos en las operaciones del negocio.
- Efectuar la proyección financiera considerando la situación financiera de la empresa y el comportamiento de los resultados obtenidos hasta el momento.

### 7.3 Gestión Financiera - Estructura

De acuerdo con Miranda (2005) las fuentes de financiamiento pueden dividirse en internas y externas. Las primeras hacen alusión a los recursos generados como consecuencia de la operación de la empresa; las segundas corresponden a los recursos obtenidos a través de dos formas principalmente: permitiendo la participación de terceros a través de acciones o bonos, y por medio de la obtención de créditos en el mercado financiero.

A continuación se mostrarán las metodologías relacionadas con la toma de decisiones para elegir la estrategia de financiamiento que adoptará la empresa, considerando los objetivos establecidos en su plan estratégico. La ilustración 29 resume el proceso de gestión de financiamiento.

**Ilustración 29 Gestión del Financiamiento**



Fuente: Elaboración propia a partir de Vera (2010)

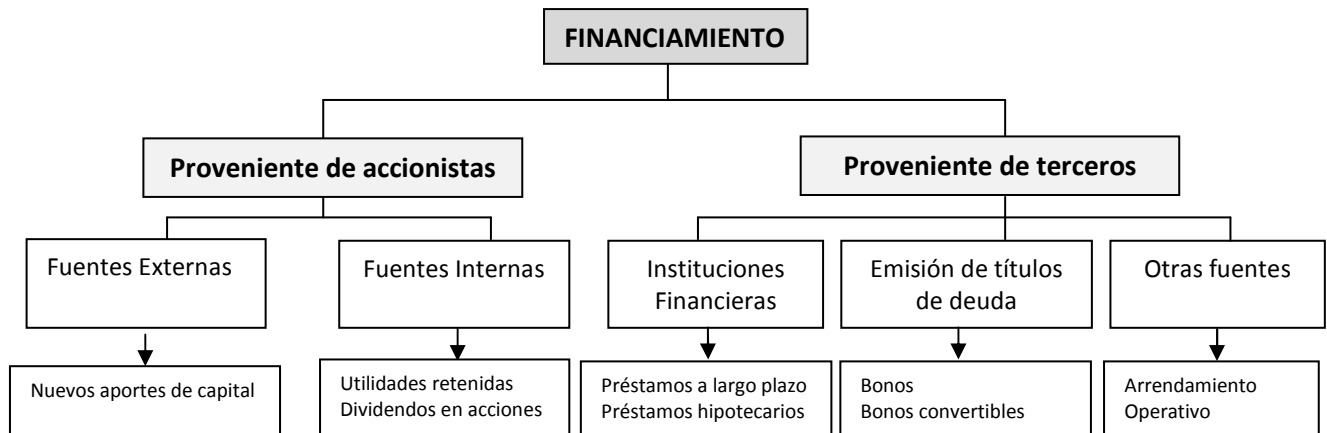
## 7.3.1 Gestión Financiera de Largo Plazo

### 7.3.1.1 Gestión del financiamiento a largo plazo

#### 7.3.1.1.1 Fuentes de Financiamiento

El financiamiento a largo plazo se refiere a fuentes de financiamiento que aportan recursos que serán pagaderos en un término mayor al ciclo de operación de la empresa (generalmente 1 año). Vera (2010) esquematiza las fuentes de financiamiento a largo plazo en financiamiento proveniente de los accionistas y financiamiento proveniente de terceros, a continuación se muestra y sintetiza la propuesta de la autora:

Ilustración 30 Fuentes de Financiamiento a Largo Plazo



Fuente: Adaptado Vera (2010)

#### ***Fuentes de financiamiento provenientes de los accionistas***

##### ***a) Fuentes externas***

Esta fuente de financiamiento hace referencia a los recursos aportados por los accionistas (nuevos o existentes) para financiar las operaciones de la empresa. Están representados en títulos de propiedad denominados acciones y conforman lo que se denomina capital social.

- **Acciones comunes:** Este tipo de acciones otorga los mismos derechos sobre la propiedad del accionista y concede igual participación en las utilidades de la empresa. El costo asociado a estos recursos aunque no se ve reflejado en el estado de resultados, se puede decir que es el costo de oportunidad que tiene el inversionista de colocar sus fondos en otra alternativa de similar riesgo que le genere mayor rentabilidad. Los accionistas estarán conformes si el rendimiento que generan las operaciones de la empresa es igual o superior a sus expectativas

iniciales. Teniendo en cuenta que el rendimiento está asociado al riesgo, es decir, que mientras mayor sea el riesgo de una inversión mayor será el rendimiento a exigir, son los accionistas comunes los que soportan el mayor nivel de riesgo entre el conjunto de proveedores de recursos, y por ende, son los que exigirán el mayor rendimiento por los recursos aportados.

- **Acciones preferentes:** Este tipo de acciones otorga mayores privilegios frente a las acciones comunes en cuanto a activos, utilidades de la empresa y reparto de dividendos, es así como en el momento en que se entrega el título valor se tiene conocimiento de los flujos que se obtendrá por concepto de dividendos. Al igual que las acciones comunes, las acciones preferentes tienen un riesgo asociado, sin embargo en menor nivel puesto que gozan de ciertas garantías fijas. Por este motivo, el rendimiento esperado por estas acciones es mucho menor que el de las acciones comunes.

### ***b) Fuentes internas***

La obtención de financiamiento interno en la empresa se da través de la reinversión de utilidades o excedentes que se generan en el ejercicio de la operación. Estos excedentes son la parte que corresponde a los accionistas que han invertido en acciones comunes, sin embargo la empresa presenta oportunidades de inversión que generarán una rentabilidad que justifica la retención de esos recursos. Esta fuente de financiamiento interno puede ser de dos clases:

- **Utilidades retenidas (no distribuidas):** Corresponde a los recursos generados por la empresa en un periodo y que no han sido distribuidos entre los accionistas comunes, por lo cual son utilizados para financiar operaciones de la empresa. Pese a que su costo no está explícito en el estado de resultados, esta fuente de financiamiento trae consigo un costo equivalente al rendimiento que obtendría el accionista si invirtiera esos fondos en un negocio de riesgo similar. Puede inferirse entonces que este tipo de financiamiento tiene un costo similar al del financiamiento con acciones comunes, pero levemente menor puesto que no hay costos de transacción de la emisión en el mercado.
- **Dividendos en acciones:** Se convierte en una fuente de financiamiento interna, cuando la empresa decide pagar los dividendos en acciones, es decir conserva los recursos generados para ser distribuidos.

### ***Fuentes de financiamiento provenientes de terceros***

El financiamiento proveniente de terceros corresponde a aquellos inversionistas que evalúan el riesgo del negocio y colocan sus fondos a cambio de obtener un rendimiento proporcional al riesgo asumido y recuperar su capital al final del plazo pactado. Este tipo de financiamiento se ve reflejado en el estado de resultados de la empresa ya que el

rendimiento esperado por el proveedor de los fondos es el costo (tasa de interés) que debe pagar la organización por el uso de los recursos.

Esta alternativa de financiamiento presenta un costo menor que el financiamiento proveniente del patrimonio, debido principalmente al menor riesgo que representa para el que provee los recursos. Es decir, que en caso de presentarse una liquidación en la empresa, los acreedores están protegidos y pueden recuperar total o parcialmente su inversión, además su rendimiento (tasa de interés) es descontado antes de que se calcule la utilidad, por lo que en cierta forma tiene mayor prioridad que los accionistas comunes. Otro punto importante que hace que el costo de esta fuente de financiamiento sea menor es el ahorro en el impuesto de renta que se obtiene por incluir los intereses pagados por la deuda, ahorro más conocido como escudo fiscal.

Algunos de los tipos de financiamiento de terceros más comunes son:

- **Financiamiento de instituciones financieras:** La empresa puede obtener recursos a través de las entidades financieras mediante la modalidad de préstamo con vencimiento a mediano y largo plazo. Las instituciones financieras se convierten en intermediarios financieros, al captar del público ahorrador los recursos a cambio de una tasa de interés pasiva y entregarlos a aquellos agentes que tienen insuficiencia de recursos a cambio de una tasa de interés activa. La diferencia entre ambas tasas es la ganancia que obtiene las entidades financieras para cubrir sus gastos y generar rendimiento de su negocio.

El costo de este tipo de financiamiento corresponde a la tasa de interés pagada por la obtención de los recursos, la cual generalmente es menor que la tasa exigida por los accionistas. Además el costo tiende a reducirse aún más por la presencia de un ahorro en el pago de impuestos proveniente de los intereses causados por este tipo de financiamiento, como se mencionó anteriormente el llamado escudo fiscal.

- **Emisión de títulos de deuda (obligaciones):** Otra forma para obtener financiamiento es a través de los mercados de capitales mediante la emisión de títulos valores representados en deuda, más conocidos como bonos. Esta emisión pública consiste en un contrato en el cual la empresa otorga un título a cambio de los recursos obtenidos y se compromete a pagar intereses y capital por un tiempo determinado, usualmente mayor a un año.

Esta alternativa de financiamiento tiene un costo menor que el préstamo bancario ya que la empresa llega a los inversionistas sin la intermediación del banco, por lo cual puede ofrecer a los inversionistas una tasa mayor que la otorgada por el banco, pero mucho menor que la tasa que le exigiría el banco por el préstamo. Es decir, la emisión de títulos de deuda representa un costo menor para la empresa.

➤ **Otras fuentes de financiamiento:**

**Arrendamiento Operativo:** Entre otras modalidades de financiamiento puede incluirse el arrendamiento operativo. Aun cuando la empresa no incluye en sus estados financieros los rubros utilizados en los contratos de arrendamiento operativo, es importante considerar que si no se arrendaran esos activos, la empresa tendría que comprarlos y financiarlos para darle operabilidad al negocio.

**Arrendamiento Financiero:** Al igual que el arrendamiento operativo, el arrendamiento financiero se convierte en una alternativa de financiamiento complementaria que le permite a las empresas realizar diferentes tipos de inversiones sin necesidad de adquirir el bien a cambio de entregar unos pagos periódicos a la entidad intermediaria. De este modo esta obligación resulta equiparándose a un préstamo u otro tipo de crédito ya que se obtiene recursos en forma de bien y se va cancelando la obligación asociada. De acuerdo con Saavedra (2011) este tipo de financiamiento es más flexible ya que permite dar liquidez a activos de uso específico y con un menor riesgo.

### **7.3.1.1.2 Estructura de Capital**

De acuerdo con Vera (2010) los esfuerzos de la gerencia deben estar encaminados a determinar la estructura de capital que más le convenga a la organización. A continuación se presentan algunos factores a considerar en la evaluación de la estructura de capital objetivo:

- **Riesgo del negocio:** La variabilidad de los resultados del periodo influye en el nivel de deuda a contraer. A mayor estabilidad en los flujos generados por la empresa, se genera una mayor inclinación por niveles medios y altos de deuda puesto que hay mayor seguridad de responder por el compromiso.
- **Costos de cada fuente de financiamiento:** Dependiendo la fuente y el riesgo inherentes a la organización el costo de la deuda varia.
- **Beneficios fiscales que se obtendrían en cada fuente de financiamiento:** Dependiendo el tipo de deuda contraída la empresa puede obtener escudos fiscales provechosos.
- **Facilidad de obtener los recursos:** A medida que la empresa presenta niveles de deuda mayores, pierde flexibilidad para conseguir montos adicionales de deuda (endeudamiento incorpora mayor riesgo). La adquisición de nueva deuda puede resultar difícil y el costo exigido sería mayor del habitual.

- **Actitud y capacidad de la gerencia para asumir riesgos adicionales:** Dependiendo el grado de aversión al riesgo, la dirección optará por un financiamiento en mayor proporción en deuda o en patrimonio.

### ***Enfoques teóricos sobre la estructura de capital***

La estructura de capital óptima que debería tener una empresa ha sido uno de los temas más estudiados por los investigadores en finanzas (Mondragón, 2011). Diversos han sido los aportes y propuestas que se han realizado a lo largo de la evolución de la teoría financiera. Retomando los trabajos de autores como Vera (2010), Garay y González (2005), Cardone y Casasola (2003) y Mondragón (2011), se presentan una breve síntesis de las teorías más representativas:




- a) ***Modigliani & Miller:*** Surge a partir de su modelo comúnmente conocido como M-M. Inicialmente su preposición establece que la estructura de capital no influye en el valor de la empresa bajo supuestos de ausencia de impuestos, costos de quiebra y asimetrías de información. Su modelo afirma que el valor de una empresa con deuda debe ser igual al valor de una empresa sin deuda, pues una mayor deuda con un menor costo se compensa con el mayor valor exigido en el rendimiento por los accionistas debido al mayor riesgo asumido, es decir no hay una alteración en la estructura de capital. En su segundo trabajo Modigliani y Miller incorporaron la presencia de impuestos al cálculo del valor de la empresa, por lo que una empresa con deuda incrementa su valor debido al ahorro fiscal aportado por los intereses pagados.

No obstante son muchos los cuestionamientos al modelo M-M, pues no considera la diversidad de variables asociadas a la decisión de endeudamiento, más allá de las tasas de interés, tales como: costos de quiebra, costos de la gestión de la deuda, asimetrías de información, relaciones de agencia más complejas, señalización negativa del mercado por el apalancamiento creciente, entre otros.

- b) ***Teoría de la compensación o el intercambio (Trade-Off):*** Este modelo considera que el nivel de apalancamiento óptimo para la empresa es adaptable y está dado por la compensación (Trade off) entre los beneficios obtenidos del ahorro fiscal y los mayores costos incurridos por el aumento de endeudamiento (costos de quiebra y señalización del mercado). El nivel de endeudamiento depende del equilibrio entre las ventajas de los beneficios fiscales y las desventajas de la quiebra. En la medida en que el valor presente del ahorro fiscal de la deuda supere los nuevos costos derivados del apalancamiento, habrá una tendencia a utilizar el endeudamiento como fuente de financiamiento.
- c) ***Teoría del orden de preferencia (Pecking Order Theory - TOP):*** Esta teoría sugiere que no hay una estructura óptima de capital. Hace énfasis en la información asimétrica presente en el mercado la cual genera conflicto entre directivos, accionistas y acreedores por lo que las prioridades en la elección de las

fuentes de recursos pueden variar. Esta teoría esboza principalmente tres tipos de fuentes de financiamiento: utilidades retenidas, endeudamiento y colocación de acciones (*Ver Ilustración 31*).

**Ilustración 31 Teoría del Orden de Preferencias**

	<b>Nivel de selección adversa</b>	<b>Alternativa</b>
1	Mayor 	Utilidades retenidas
2	Medio 	Adquisición de deuda o emisión de híbridos entre pasivo y patrimonio
3	Bajo 	Emisión de nuevas acciones

Fuente: Elaboración propia basado en jerarquía propuesta por Breal & Myers (2005)

- d) **Teoría de los Costos de Agencia:** Esta teoría plantea dos tipos de conflicto, en primer lugar entre los accionistas y ejecutivos y en segundo lugar entre los accionistas y agentes de crédito. Con el fin de contrarrestar este tipo de problemas y que se presente información asimétrica, se busca realizar diferentes tipos de contratos lo cual implica costos adicionales para obtener financiamiento (costos de agencia), de este modo la estructura de capital se ve afectada por la presencia de estos conflictos de interés y sus costos.
- e) **Teoría de la señalización:** Ross (1977) propone en esta teoría que los cambios en la estructura de capital de la empresa así como las modificaciones en la política de dividendos emiten una señal al mercado sobre su situación financiera y evolución futura, es decir que las variaciones en los niveles de endeudamiento se traducen como una señal de solvencia y desempeño futuro del negocio, ya que se presume que la empresa tiene la capacidad de responder con las obligaciones que ha contraído. De esta manera la gestión administrativa es supervisada y controlada por el mercado quienes traducen los cambios generados en la estructura de capital en el valor de mercado de las acciones.
- f) **Teoría de la estrategia empresarial:** Esta teoría estudia los efectos de las estrategias empresariales sobre las decisiones de financiamiento, especialmente sobre la definición de estructura de capital, toda vez que dependiendo el nivel de riesgo que incorpore la estrategia se afecta el costo de endeudamiento. Aquellos planes de negocio que tengan altos niveles de riesgo están sujetos a altos costos que contrarresten ese riesgo. Por el contrario, planes de negocio con niveles de riesgo moderado, implicarán costos de financiamiento menor. Es importante considerar que el nivel de riesgo está ligado al tamaño y la estrategia de la organización, así como el objetivo plasmado en esta última.

### **7.3.1.1.3 Costo de capital**

Esta medida permite englobar en una sola cifra el costo de las diferentes fuentes de financiamiento. Como se vio anteriormente cada una de las fuentes de financiamiento tiene asociado un costo, sin embargo para la toma de decisiones resulta más práctico

contar con un costo promedio de los recursos que ha obtenido la empresa. Uno de los métodos más utilizados para estimar dicho costo es el “Costo Promedio Ponderado de Capital” (CPPC o WACC<sup>1</sup> por sus siglas en inglés). Como su nombre lo indica busca sopesar cada una de las fuentes de financiamiento (deuda y patrimonio) en la estructura de capital con los ajustes que afectarían los flujos de efectivo así (Garay y González, 2010; Gitman, 2007; Brigham y Houston, 2006; Vera, 2010;):

$$CPPC = Ke \frac{C}{C + D} + Kd (1 - t) \frac{D}{C + D}$$

**CPPC:** Costo Promedio Ponderado de Capital

**Ke:** Costo de oportunidad de los accionistas.

**C:** Capital aportado por los accionistas

**D:** Deuda financiera contraída

**Kd:** Costo de la deuda financiera

**t:** Tasa de impuesto a las ganancias

El capital aportado por los accionistas y el valor de la deuda financiera obtenida se toman considerando el valor de mercado. Sin embargo esta referencia para empresas pequeñas que no se financian a través del mercado de valores suele ser más difícil, por lo que se debe recurrir a empresas con gran similitud. (Vera, 2009)

### 7.3.1.2 Política de Dividendos

De acuerdo con Vera (2010) las decisiones relacionadas con la política de dividendos usualmente suelen trabajarse por separado, sin embargo teniendo en cuenta que no repartir estos flujos en forma de dividendo los convierten en una alternativa de financiamiento es conveniente considerarlos como tal.

Las decisiones de dividendos giran en torno a dos posibilidades: mirar la ventaja de un reparto de utilidades para los accionistas (total o parcial) o retenerlos con el fin de financiar proyectos de inversión. Desde el punto de vista de la organización, la retención de dividendos dependerá de si la empresa tiene proyectos cuyo rendimiento sea mayor al que obtendrían los accionistas al poner esos flujos en el mercado, es decir, en esencia se busca la maximización del valor invertido por los accionistas.

No obstante desde la óptica de los accionistas, la decisión de un reparto de dividendos puede depender de varios factores. Uno de ellos es la existencia de impuestos a los dividendos o costos de emisión de nuevas acciones ya que estas son condiciones desfavorables para los accionistas. Un posible interés de los accionistas por tener el dinero (reparto de dividendos) está fundamentado en las expectativas del desempeño futuro de la empresa, lo cual puede generar efectos favorables sobre el negocio pues emite al mercado una señal positiva (Vera, 2010).

---

<sup>1</sup> Weighted average cost of capital.

Por regla general si la tasa impositiva de los dividendos es mayor que la tasa gravada a la utilidad generada y la empresa tiene proyectos de inversión beneficiosos, habrá una preferencia por la retención de dividendos con el propósito de que estos flujos se conviertan en fuente de financiamiento (Vera, 2010). Sintetizando lo expuesto anteriormente y siguiendo la propuesta de Damodaran (1999), se pueden considerar tres perspectivas en la política de dividendos:

**Ilustración 32 Perspectivas en la Política de Dividendos**

	<b>Condición</b>	<b>Perspectiva sobre los dividendos</b>
<b>1</b>	Si (a) no se presentan desventajas fiscales asociadas a los dividendos (pago de impuesto por dividendos), y (b) las empresas pueden emitir acciones sin costos de transacción cada vez que lo requieran.	La política de dividendos es irrelevante y no afectará el valor de la empresa.
<b>2</b>	Si los dividendos tienen asociadas desventajas fiscales, debido a la presencia de impuestos o costos de transacción que afectan a los accionistas.	El incremento en el pago de los dividendos reducirá el valor de la empresa.
<b>3</b>	Si los accionistas tienen preferencia por el reparto de dividendos o el reparto de dividendos actúa como una señal de desempeños futuros de la empresa.	Los dividendos tendrán efectos favorables y un aumento en los mismos aumentará el valor de la empresa.

Fuente: Elaboración propia basado en Damodaran (1999). Traducción libre.

De igual forma Damodaran (1999) propone seis determinantes a considerar en la política de dividendos:

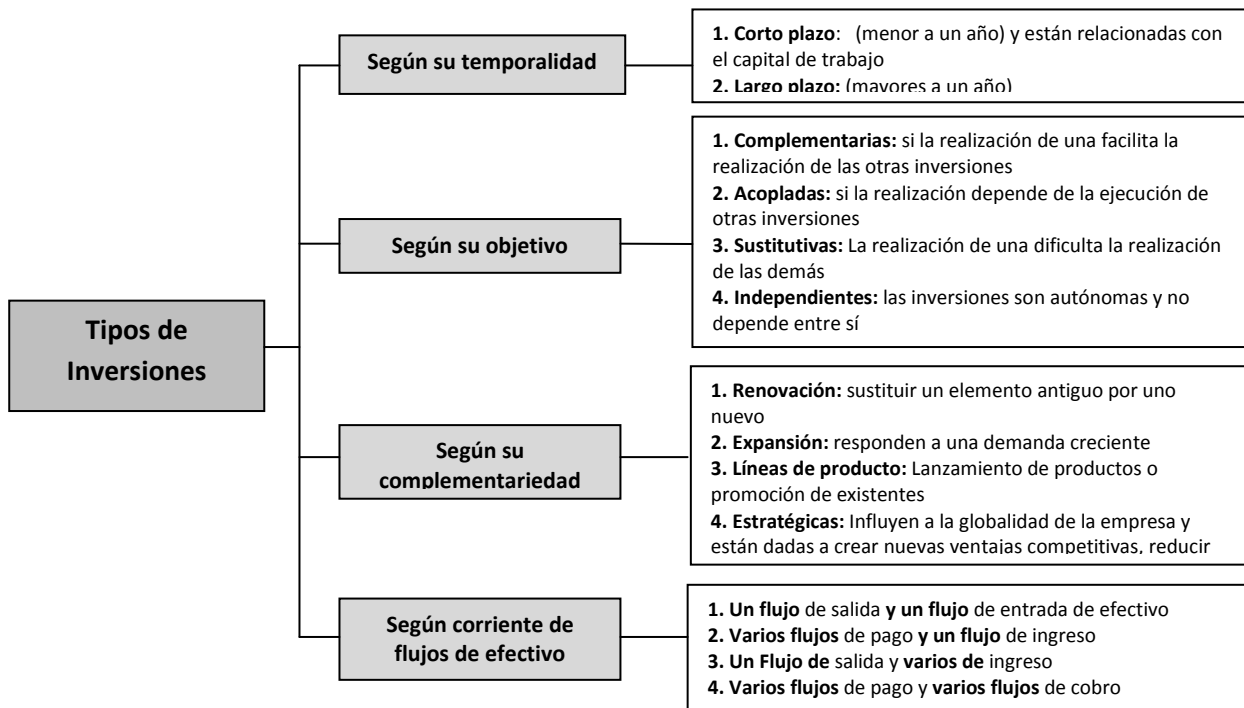
- a) Mientras existan mayores oportunidades de inversión, habrá una política de dividendos baja.
- b) Entre mayor sea la estabilidad de las ganancias, la política de dividendos fomentará un mayor reparto de dividendos.
- c) Si se presentan mayores alternativas de obtención de capital, la política de dividendos tenderá al reparto de mayores dividendos.
- d) A mayores restricciones impuestas por los tenedores de bonos y acreedores, la política de dividendos propende una repartición baja.
- e) Cuando los mecanismos que tiene la empresa para revelar información pública a los mercados es suficiente, hay una baja necesidad a utilizar un reparto de dividendos alto como señal.
- f) Dependiendo de las particularidades de los accionistas, la política de dividendos puede ser mayor o menor. Si los accionistas son mayores y de escasos recursos, el reparto de dividendos será superior.

### 7.3.1.3 Gestión de las inversiones a largo plazo.

#### 7.3.1.3.1 Clasificación de las inversiones

Córdoba (2007) define una inversión como “una vinculación de recursos líquidos actuales para obtener un flujo de fondos en el futuro”, en este sentido la inversión es el destino de fondos que se realiza en determinado tipo de activos dependiendo las necesidades e intereses de la organización. El tipo de inversión se categoriza teniendo en cuenta diferentes criterios, tales como (Gitman, 2007; Córdoba, 2007; Santandreu y Santandreu, 2000; Brigham y Houston, 2006; Vera, 2010):

Ilustración 33 Tipos de Inversiones



Fuente: Elaboración propia a partir de Gitman, (2007); Córdoba, (2007); Santandreu y Santandreu, (2000); Brigham y Houston, (2006); Vera, (2010)

#### 7.3.1.3.2 Métodos de análisis y evaluación de las inversiones a largo plazo.

Los planes estratégicos de los negocios por lo general plantean objetivos que implican la realización de nuevas inversiones. La gerencia financiera debe tener la capacidad de evaluar el aporte de cada uno de los proyectos tanto en la alineación con los consecución de los objetivos de la empresa como en la generación de valor para los accionistas (Vera, 2010).

Las decisiones que se toman en la empresa en torno a la estrategia y objetivos estratégicos implican que la empresa comprometa su capital en cierto tipo de activos, considerando la escases de los recursos es necesario evaluar la asignación estratégica de activos. Es por esto que el presupuesto de capital es considerado como uno de los aspectos más importantes de las finanzas corporativas, ya que ante una variedad de inversiones posibles se debe elegir aquellas realmente valiosas (Ross et al, 2010; Gitman, 2007).

De acuerdo con Vera (2010) un presupuesto de capital es aquel proceso mediante el cual se realiza un análisis de aceptación o de rechazo de un proyecto de inversión potencial, buscando inversiones con valores presentes positivos que agreguen valor al accionista (Ross et al, 2010). En el mismo sentido Gitman (2007) define el presupuesto de capital como *“el proceso que consiste en evaluar y seleccionar las inversiones a largo plazo que sean congruentes con la meta de la empresa de incrementar al máximo la riqueza de los propietarios”*. De este modo, el análisis y toma de decisiones sobre la mejor alternativa de inversión, debe estar fundamentada en diferentes métodos y procedimientos que soporten la aceptación o el rechazo del proyecto, dado el impacto que puede generar en la organización.

Entre las técnicas tradicionales y más utilizadas para la evaluación de proyectos a través de presupuestos de capital se encuentran: periodo de recuperación de la inversión, valor presente neto y la tasa interna de retorno. A continuación se realiza una breve descripción de cada una.

#### **a) Periodo de recuperación de la inversión:**

El periodo de recuperación es una de las técnicas más sencillas dentro del presupuesto de capital y hace referencia al tiempo que la organización demora en recuperar la inversión inicial entregada en el proyecto, calculado a partir de los flujos de efectivo que genere. Es decir que si los flujos son anuales, el periodo de recuperación es igual a la inversión inicial sobre la entrada de efectivo anual. Se entiende que entre mayor sea el tiempo de recuperación de la inversión mayor será el riesgo inherente de la reposición de los flujos. Gitman (2007) sintetiza los criterios de aceptación o de rechazo relacionados con esta técnica así:

- Se **acepta el proyecto** siempre y cuando el periodo de recuperación de la inversión sea menor que el periodo de recuperación máximo aceptable.
- Se **rechaza el proyecto** en caso de que la recuperación de la inversión sea mayor que el periodo de recuperación máximo aceptable.

#### **b) Valor presente neto (VPN):**

Este método es uno de los más conocidos para evaluar proyectos de inversión a largo plazo, no obstante en su evaluación considera condiciones de certeza, situación que no corresponde totalmente a las características del mundo real; de ahí la necesidad de agregar a este análisis otras técnicas que incorporen riesgo e incertidumbre (Vera, 2010)

El VPN es una medida de cuánto valor se agrega hoy al efectuar una inversión. Su cálculo requiere en primer lugar la estimación de los flujos futuros que espera producir el proyecto, para luego aplicar el procedimiento de los flujos de efectivo descontados y determinar así el valor presente de esos flujos. Con el cálculo hallado anteriormente se procede a encontrar el VPN como la diferencia entre el valor presente de los flujos esperados y el costo de la inversión. Los criterios de aceptación o rechazo se definen así (Ross et al, 2010; Vera, 2010; Gitman, 2007):

- Se **acepta el proyecto** si el  $VPN > 0$ , ya que el rendimiento generado es mayor que el costo de capital, lo que produce un valor agregado para la empresa
- Se **rechaza el proyecto** en caso de que el  $VPN < 0$

En resumen para el cálculo del VPN se deben tener en cuenta los siguientes aspectos:

- Flujos de efectivos generados en cada periodo
- Número de periodos en los que se espera recuperar la inversión
- Valor terminal en caso de que se considere
- Tasa de descuento o costo de capital de los recursos a invertir (Rentabilidad esperada para retribuir el riesgo asumido al emprender el proyecto)

Como se mencionó anteriormente es importante considerar que muchas veces en la práctica, los proyectos de inversión no se emprenden y desarrollan en contextos de certeza, por lo cual es necesario tener en cuenta aquellos factores como el riesgo que pueden hacer cambiar los flujos de efectivo estimados. Este tipo de análisis se denomina sensibilidad del proyecto, e incluye la proyección de diferentes escenarios con distintas probabilidades de ocurrencia (Vera, 2010). De este modo el criterio para la aceptación o rechazo de un proyecto considerará no solo que el VPN sea positivo sino que el riesgo asociado sea aceptable. Para este análisis se consideran entonces tres conceptos:

- *Valor presente neto esperado (VPNe)*: determina una probabilidad de ocurrencia para el VPN de cada escenario
- *Desviación estándar*: determina el nivel de variabilidad del rendimiento esperado. A menores niveles de desviación menor será el riesgo asociado al proyecto.
- *Coefficiente de variación*: combina el VPNe y la desviación estándar para comparar diferentes proyectos.

### c) Tasa interna de rendimiento:

La técnica de tasa interna de rendimiento con frecuencia es una de las más usadas y consiste en encontrar una tasa de descuento que iguale el VPN a cero, es decir, una tasa de rendimiento en la que lo invertido sea igual a lo obtenido producto de la ejecución del proyecto. De acuerdo con Gitman (2007), los criterios de decisión para aceptar o rechazar están dados de la siguiente forma:

- Se **acepta el proyecto** si la TIR  $>$  que el costo de capital, de manera que la empresa gane por lo menos su rendimiento requerido
- Se **rechaza el proyecto** en caso de que la TIR  $<$  que el costo de capital

### 7.3.2 Gestión Financiera de Corto Plazo

Las decisiones a corto plazo están relacionadas con el manejo de activos y pasivos de duración por lo general inferior a un año y se constituyen en parte esencial en el desarrollo de las actividades del negocio ya que garantizan la disposición de recursos para poder operar (liquidez). Es por esto que se debe dar una adecuada gestión del capital de trabajo o gestión del activo circulante, entendida ésta como la planificación y control de la inversión y financiamiento a corto plazo, ya que si no se cuentan con los recursos mínimos la empresa corre el riesgo de quedar en insolvencia y por ende comprometer su continuidad (Córdoba, 2007; Santandreu & Santandreu, 2000).

La estructura del capital de trabajo está conformada por: efectivo en caja y bancos, valores negociables, cuentas por cobrar, inventarios, cuentas por pagar y préstamos bancarios menores a un año. Considerando la naturaleza de estas partidas y su alta volatilidad, es pertinente efectuar una adecuada gestión de las mismas, pues su manejo no puede realizarse sin una directriz conductora dado el impacto que genera en el resultado de la empresa.

El ciclo de las operaciones y de efectivo que efectúa la empresa por lo general no es regular, es decir, que los flujos de salida no siempre coinciden con los flujos de entrada, de manera que es necesario efectuar un planeación que permita a la empresa mitigar las diferencias que se presenten garantizando el desarrollo normal de las operaciones. Esta gestión puede hacerse a través de la fijación de políticas para el manejo de préstamos, reservas e indicadores de rotación de inventarios, cuentas por cobrar y cuentas por pagar (Vera, 2009). De este modo si el sistema está bien diseñado, debe ser suficiente para cubrir los costos requeridos en el proceso productivo, pago de préstamos e intereses y reinversión en reposición de elementos productivos (Santandreu & Santandreu, 2000)

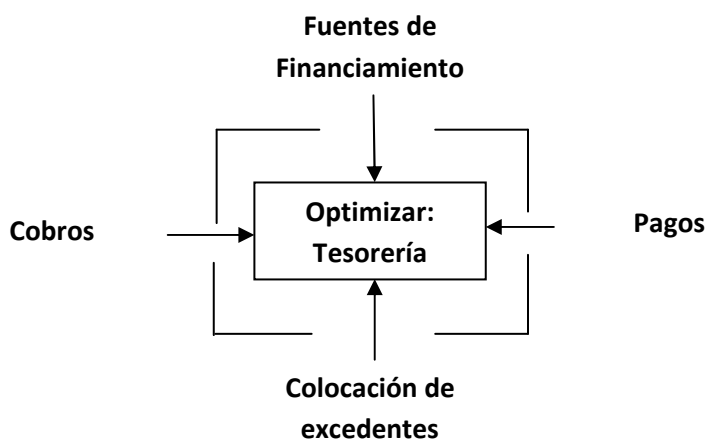
#### 7.3.2.1 Gestión de inversiones en el corto plazo. Capital de trabajo

La gestión del circulante, relacionada estrechamente con el ciclo productivo, está relacionada con la obtención de recursos necesarios para la inversión del circulante teniendo en cuenta factores como: rentabilidad, costo y liquidez. Dicha gestión se desagrega en: administración del efectivo (tesorería), de las cuentas por cobrar, del inventario, de las cuentas por pagar, de los proveedores, de las deudas acumuladas y de los préstamos bancarios; cuyas políticas de gestión están condicionadas no a requerimientos de la empresa sino a exigencias del sector y de terceros (Santandreu & Santandreu, 2000).

### 7.3.2.1.1 Administración del efectivo

De acuerdo con Córdoba (2012), la administración del efectivo o gestión de tesorería es la encargada del manejo del dinero en la organización con el fin de garantizar un nivel mínimo de efectivo para efectuar las operaciones del negocio. No obstante, autores como Vera (2009) y Santandreu y Santandreu (2000) trascienden la gestión de tesorería en un sentido más amplio al proponer la optimización de la misma con base en el concepto de “tesorería cero”, es decir, gestionar las fuentes de financiamiento, gestionar los cobros y pagos y los excedentes generados, de manera que los flujos de ingreso confluyan con los flujos de salida (*Ver Ilustración 34*). Entre los objetivos de la gestión de tesorería se encuentra: minimizar los costos financieros, disponibilidad de recursos con rapidez, coordinar los procesos implicados, financiar el fondo de operación, cumplir con las obligaciones contraídas y usufructuar los excedentes generados.

Ilustración 34 Administración del Efectivo



Fuente: Tomado de Santandreu y Santandreu, (2000:85)

Entre las herramientas más utilizadas en la gestión de tesorería se encuentra el presupuesto de efectivo, en el cual se estima una proyección de los ingresos y egresos (deudas) que se presentarán en el mes. Esta herramienta se convierte en una guía que indica aproximadamente cuánto dinero se recibirá, cuándo y durante qué periodo, y a su vez, permite efectuar control sobre esta partida y detectar variaciones oportunamente (Córdoba, 2007)

### 7.3.2.1.2 Administración del inventario

De acuerdo con Vera (2009) la gestión del inventario busca determinar el nivel óptimo de inventario disponible con el menor costo, evitando en primer lugar excesos de stock que provoquen un aumento de los costos de almacenaje y aseguramiento y en segundo lugar garantizando la disponibilidad de existencias requeridas en el momento justo. Siguiendo a Santandreu y Santandreu (2000), la gestión de inventarios debe enfatizar en acciones tales como:

- Determinar el nivel de inventarios óptimo de acuerdo al volumen de ventas.

- Establecer control sobre aquellos productos que cumplieron su ciclo y no fueron vendidos.
- Implementar métodos de valoración de las existencias acorde a las características de los productos y en función de los costes y distribución de los mismos.
- Determinar el nivel mínimo de inventario para cada producto, atendiendo a la demanda del mercado
- Considerar los efectos cambiantes del entorno, los cuales pueden afectar la demanda de los productos que se encuentran en inventario

Es importante considerar que los inventarios si bien hacen parte del área de compras son transversales a otras áreas, por lo cual es importante llegar a un consenso que permita determinar el nivel de inventario adecuado sin que se afecten los procesos de ningún área. Para ello existen diferentes técnicas y modelos que facilitan la gestión del inventario, entre los más comunes se encuentran: Sistema ABC, sistema Justo a Tiempo (JIT por sus siglas en inglés *Just In Times*), modelo de cantidad económica de pedido (CEP) y sistemas computarizados para el control de recursos (MRP- por sus siglas en inglés *Material requirement plannig*) (Gitman, 2007).

#### **7.3.2.1.3 Administración de las cuentas por cobrar**

La gestión de las cuentas por cobrar hace referencia al manejo de las políticas de crédito y cobranza manejadas por la empresa, de manera que se logre un cobro efectivo de la cartera y se propenda por reducir al máximo el tiempo de cobro. De este modo la gestión debe definir las líneas y límites de créditos, controlar la morosidad, vigilar el cumplimiento de los cobros, comprobar que las ventas se realicen en las condiciones establecidas y hacer un seguimiento y control a sus clientes. Considerando lo anterior, se evidencia la necesidad de una adecuada planificación y control de la política de crédito con el fin de minimizar el riesgo de no pago de los flujos que le pertenecen a la empresa los cuales hacer parte importante de su desempeño financiero (Santandreu y Santandreu, 2000).

#### **7.3.2.2 Gestión del financiamiento a corto plazo**

Entre las fuentes de recursos de financiamiento del circulante se encuentran el financiamiento espontáneo y el financiamiento a corto plazo. El primero hace referencia a aquellas fuentes que surgen en el curso normal de los negocios y no requieren garantía por tomarlas como financiamiento, entre las principales se encuentran: cuentas por pagar, proveedores, acreedores y demás deudas acumuladas. Esta fuente de financiamiento surge producto de la diferencia entre el tiempo en que se contrata el bien y la fecha establecida de pago, cuando la empresa puede utilizar esta fuente para cubrir al cien por ciento sus requerimientos de inversión no necesita obtener recursos de otras fuentes y se encontraría en una situación ideal. La segunda categoría contiene las fuentes de

financiamiento obtenidas a través de entidades financieras y/o personas naturales (Santandreu y Santandreu, 2000; Gitman, 2007)

De acuerdo Santandreu y Santandreu (2000) el diseño y política de financiamiento debe ser seleccionada por la empresa dependiendo de sus necesidades de inversión; una adecuada gestión del circulante debe propender por analizar las rotaciones del activo circulante, comprender las alternativas de financiamiento espontáneo que tiene, seleccionar fuentes de financiamiento complementarias y analizar el costo de cada alternativa adicional.

Con base en los elementos presentados en este marco teórico y la caracterización de las Pymes y del Sector comercio que se muestran en las siguientes secciones, se realiza el análisis de la relación entre gestión financiera y acceso a financiamiento de las Pymes del sector comercio en Bogotá para los periodo comprendido entre 2008 y 2013, y con ello finalmente proponer recomendaciones que contribuyan a mejorar su desempeño. Es importante destacar que para el análisis de la gestión financiera de las organizaciones tomará como insumo principal el comportamiento de los indicadores estimados a partir de los estados financieros que las empresas reportaron a la Superintendencia de Sociedades (2014) en el periodo seleccionado.

## **8 CARACTERIZACIÓN DE PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES)**

De acuerdo con Correa (2006) en los últimos años ha habido una intensificación de los esfuerzos realizados por diferentes entes gubernamentales para promover el emprendimiento, apoyar el fortalecimiento y estabilidad de las MiPymes, considerando su impacto y envergadura en la economía actual a través de la generación de empleo y contribución al PIB.

Frecuentemente están formándose empresas de este tipo, sin embargo, no cuentan con una base de dirección y gestión que les ayude a operar su negocio estratégicamente. Surge así la necesidad de acompañar a este tipo de unidades económicas, pero no solo desde procesos como facilitar su formalización y entregar capitales iniciales, sino a través de un acompañamiento en mejorar sus procesos a través de la gestión.

Se ha seleccionado a las Pymes, teniendo en cuenta que constituyen un nivel medio de empresa y tienen un grado de formalización aceptable que les permite manejar recursos y operar su negocio con un mayor dominio en comparación a las microempresas, las cuales han sido excluidas del estudio principalmente por tener una estructura administrativa y operativa informal así como una carencia significativa de recursos, por lo que estudiar las variables e indicadores propuestos en esta investigación en este segmento de empresas no se arrojarían resultados representativos y contundentes (Correa, 2006)

### **8.1 Definición de la Pymes**

El marco normativo que regula las Pymes en Colombia está determinado en la Ley 590 de 2000 (artículo 2) la cual ha sido ajustada por la ley 905 de 2004, la ley 1111 de 2006, la ley 1151 de 2007 y la ley 1450 de 2011. Respecto a esta última cabe resaltar que mientras el gobierno no reglamente lo dispuesto en dicha norma, deberá remitirse a las definiciones contempladas en el artículo 2 de la ley 590 de 2000 modificado por la ley 905 de 2004, en las cuales se refiere de manera exclusiva a la microempresa, pequeña y mediana empresa, lo anterior, en aplicación a lo dispuesto en los párrafos 1 y 2 del artículo 43 de la ley 1450 de 2011<sup>2</sup>

La ley 1450 de 2011 mediante la cual se expidió el Plan Nacional de Desarrollo, determina en su artículo 43 una modificación al artículo 2 de la ley 590 de 2000 y establece los criterios para definir el tamaño empresarial de la siguiente manera (Congreso de la República, 2011):

---

<sup>2</sup> Definición Tamaño Empresarial Micro, Pequeña, Mediana o Grande. Mipymes Portal empresarial Colombiano. Ministerio Industria y Turismo. Disponible en: <http://www.mipymes.gov.co/publicaciones.php?id=2761>

**“Artículo 2o. Definiciones de tamaño empresarial.** Para todos los efectos, se entiende por empresa, toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios, en el área rural o urbana. Para la clasificación por tamaño empresarial, entendiéndose micro, pequeña, mediana y gran empresa, se podrá utilizar uno o varios de los siguientes criterios:

1. Número de trabajadores totales.
2. Valor de ventas brutas anuales.
3. Valor activos totales.

Para efectos de los beneficios otorgados por el Gobierno nacional a las micro, pequeñas y medianas empresas el criterio determinante será el valor de ventas brutas anuales.

PARÁGRAFO 1o. El Gobierno Nacional reglamentará los rangos que aplicarán para los tres criterios e incluirá especificidades sectoriales en los casos que considere necesario.

PARÁGRAFO 2o. Las definiciones contenidas en el artículo 2o de la Ley 590 de 2000 continuarán vigentes hasta tanto entren a regir las normas reglamentarias que profiera el Gobierno Nacional en desarrollo de lo previsto en el presente artículo”.

Así mismo la ley 905 de 2004 en su artículo 2<sup>3</sup> (Congreso de la República, 2000), modifica la ley 590 de 2000 estableciendo los parámetros a considerar en el momento de clasificar las micro, pequeñas y medianas empresas así:

1. Mediana empresa:

- a) Planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores,
- b) Activos totales por valor entre cinco mil uno (5001) y menos de treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.

2. Pequeña empresa:

- a) Planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores, o
- b) Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes o,

3. Microempresa:

- a) Planta de personal no superior a los diez (10) trabajadores o,

---

<sup>3</sup> Artículo modificado por el artículo 51 de la Ley 1111 de 2006, el cual reexpresa valores absolutos en Unidades de Valor Tributario (UVT). Establece modificación para el artículo 2 de la Ley 905 de 2004 reexpresando smmlv de 5.001-30.000 a 100.000-610.000 UVT.

- b) Activos totales excluida la vivienda por valor inferior a quinientos (500) salarios mínimos mensuales legales vigentes

A continuación se muestra la clasificación de las empresas de acuerdo a dos de los criterios mencionados anteriormente: número de empleados y el volumen de activos totales (en smlv).

**Ilustración 35 Clasificación de las empresas por tamaño en Colombia<sup>4</sup>**

Tipo	Número de Empleados	Activos Totales en SMMLV
Microempresa	< 10	<b>&lt; 500 smlv</b> <b>(Excluida la vivienda)</b>
		Valor inferior a \$ 308.616.000
Pequeña	11 – 50	<b>501 &lt; 5.000 smlv</b>
		\$ 308.616.000 < \$ 3.080.000.000
Mediana	51 - 200	<b>5.001 &lt; 30.000 smlv</b>
		\$ 3.080.616.000 – \$ 18.480.000.000

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a la Ley 905 de 2004 del Congreso de la República Colombia incluyendo las modificaciones realizadas por la Ley 1450 de 2011.

## 8.2 Situación de las Pymes en Colombia

Para efectuar una caracterización de la composición y estado actual de las Pymes se recurrió a varias fuentes de información con el fin de tener un panorama más completo y comparativo.

1. Encuesta de Microestablecimientos de Comercio, Servicios e Industria del DANE
2. Censo Económico de 2005 elaborado por el DANE
3. Boletines emitidos por el DANE
4. Estadísticas Cámara de Comercio de Bogotá 2012
5. Base de datos Superintendencia de sociedades

### 8.2.1 Número de establecimientos

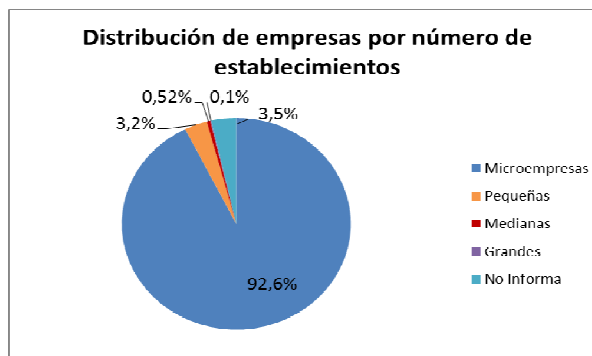
Considerando la *Encuesta de Microestablecimientos de Comercio, Servicio e Industria del DANE* en la cual se mide en todo el país la actividad económica de los establecimientos que tienen hasta nueve (9) personas empleadas y los cifras reportadas por el DANE de acuerdo al censo realizado en 2005, la composición empresarial del país muestra que de los 1,442,117 establecimientos reportados, un 96,35% (1,389,698) de las

<sup>4</sup> Clasificación realizada de acuerdo a los valores correspondientes al año 2014: s.m.l.v \$ 616.000

empresas pertenecen a la denominación de microempresas, un 3,5% (50,763) a Pymes y un 0.13% (1.844) son grandes (Ver Ilustración 36)

**Ilustración 36 Distribución de Empresas por número de Establecimientos**

Tamaño de empresa	N° Establecimientos	Participación
Microempresas	1.336.051	92,65%
Pequeñas	46.200	3,20%
Medianas	7.447	0,52%
Grandes	1.844	0,13%
No Informa	50.575	3,51%
<b>Total</b>	<b>1.442.117</b>	<b>100,0%</b>



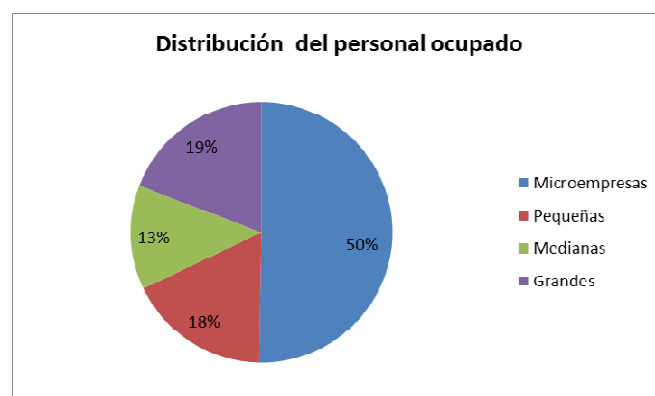
Fuente: Elaboración propia con base Ministerio de Comercio Industria y Turismo (2007) y (2008).

## 8.2.2 Número de personal ocupado en cada unidad económica

La información disponible sobre personal ocupado de acuerdo al tipo de unidad económica se encuentra disponible en la Encuesta de Establecimientos del año 2005 del DANE. Considerando los resultados arrojados por dicha encuesta se evidencia que en conjunto las microempresas y Pymes son la principal fuente de empleo del país. La mitad (50,3%) de los empleos son generados por las microempresas y una tercera (30,5%) parte por la Pymes, sin embargo pese a que el número de establecimientos considerados como grandes empresas solo representa el 0,12% del total de empresas genera una quinta parte (20%) del empleo en el país.

**Ilustración 37 Distribución del Personal Ocupado por Unidad Económica**

Tamaño de empresa	N° Personal Ocupado
Microempresas	50,29%
Pequeñas	17,60%
Medianas	12,90%
Grandes	19,21%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>



Fuente: Elaboración propia con base en Ministerio de Comercio Industria y Turismo (2007)

### 8.2.3 Concentración empresarial geográfica

Siguiendo los datos reportados en el Censo Económico de 2005 del DANE, se evidencia la distribución geográfica empresarial en Colombia de la siguiente manera:

**Ilustración 38 Concentración empresarial por área geográfica**

Departamento	MiPymes	Grandes
Bogotá	22,80%	36,10%
Antioquia	13,50%	17,90%
Valle	9,60%	9,20%
Cundinamarca	6,30%	7,30%
Santander	5,90%	3,50%
Atlántico	4,20%	5,20%
Resto del país	37,80%	20,80%
<b>TOTAL</b>	<b>100 %</b>	<b>100%</b>



Fuente: Elaboración propia con base en Ministerio de Comercio Industria y Turismo (2007)

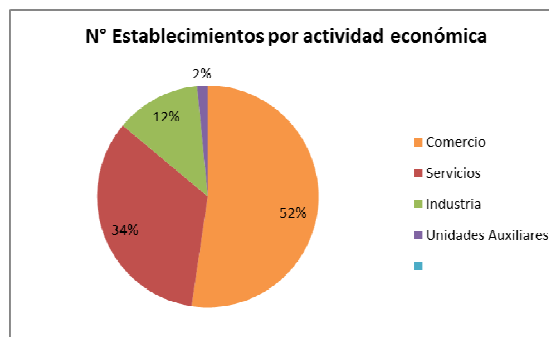
Teniendo en cuenta la distribución señalada en la *Ilustración 38*, el 62,3% de las Pymes y el 80% de grandes empresas del país se encuentran concentradas principalmente en la ciudad de Bogotá y en cinco (5) departamentos: Antioquia, Valle, Cundinamarca, Santander, Atlántico. De igual forma es importante resaltar que las ciudades de Bogotá (5,4%), Antioquia (4,9%), Atlántico (4,7%) y Valle del Cauca (4,3%) tienen una participación de la Pymes que supera el promedio nacional de 3,8%

### 8.2.4 Distribución empresarial de acuerdo a la actividad económica

Teniendo en cuenta la distribución señalada en la ilustración 39 se evidencia que el número de establecimientos empresariales se encuentra desarrollando principalmente actividades en el sector comercio (50%), seguido del sector servicios con un 34% e industria con un 12,39%.

**Ilustración 39 Distribución empresarial de acuerdo a la actividad económica**

SECTOR	N° Establecimientos	Participación
Comercio	754.777	52,34%
Servicios	486.391	33,73%
Industria	178.696	12,39%
Unidades Auxiliares	22.253	1,54%
<b>Total</b>	<b>1.442.117</b>	<b>100,0%</b>



Fuente: Elaboración propia con base en Ministerio de Comercio Industria y Turismo (2008)

## 8.3 Importancia y caracterización de las Pymes en Bogotá

Considerando a la ciudad de Bogotá como foco de esta investigación resulta relevante realizar una caracterización de su importancia y representatividad como motor de la economía nacional y de América Latina.

La ciudad de Bogotá alberga alrededor del 25% de las empresas del país, generando en promedio en los últimos trece años (2000 a 2013) una cuarta parte del PIB del país (Cámara de Comercio de Bogotá, 2010; DANE, 2014 c) y el 2,2% del PIB total suramericano (DANE, 2014 c). Adicionalmente, es importante considerar que Bogotá es la ciudad con más población de Colombia, de ahí la representatividad de su participación en el número de personas ocupadas a nivel nacional, que para el primer trimestre de 2014 fue de 19,7% (DANE, 2014 c; Cámara de Comercio de Bogotá, 2014)

De igual forma, la capital colombiana de acuerdo con el informe de posicionamiento competitivo de Bogotá (Cámara de Comercio de Bogotá, 2014) es considerada la cuarta ciudad global más importante de América Latina (AL) (antecedida por las ciudades de Buenos Aires, Sao Paulo y Ciudad de México), la sexta ciudad más atractiva para hacer negocios en AL superando a Buenos Aires y Rio de Janeiro y la cuarta ciudad más atractiva para la inversión en AL. (Ver Ilustración 40)

**Ilustración 40 Posicionamiento Competitivo de Bogotá 2014**

Nº	Ciudades globales de América Latina	Ciudades atractivas para hacer negocios en América Latina	Ciudades más atractivas para inversión en América Latina
1	Buenos Aires	Miami	Santiago
2	Sao Paulo	Santiago	Sao Paulo
3	Ciudad de México	Ciudad de México	Ciudad de México
4	Bogotá	Sao Paulo	Bogotá
5	Rio de Janeiro	Ciudad de Panamá	Lima
6	Santiago	Bogotá	Monterrey
7	Lima	Buenos Aires	Ciudad de Panamá
8	Caracas	Rio de Janeiro	Buenos Aires

Fuente: Elaboración propia con base en el Informe de Posicionamiento Competitivo de Bogotá de la Cámara de Comercio de Bogotá. (2014).

### 8.3.1 Cantidad de empresas según tamaño y letras del código CIU<sup>5</sup>

De acuerdo con los datos reportados por la Cámara de Comercio de Bogotá el número de empresas en el año 2012 ascendía a 205.998 empresas las cuales tuvieron un

<sup>5</sup> CIU (Clasificación Industrial Internacional Uniforme) adaptada para Colombia por el DANE con el fin de mantener y garantizar la comparabilidad, calidad e integración de la información estadística. Resolución 066 del 31 de enero de 2012. Rev 4 A.C

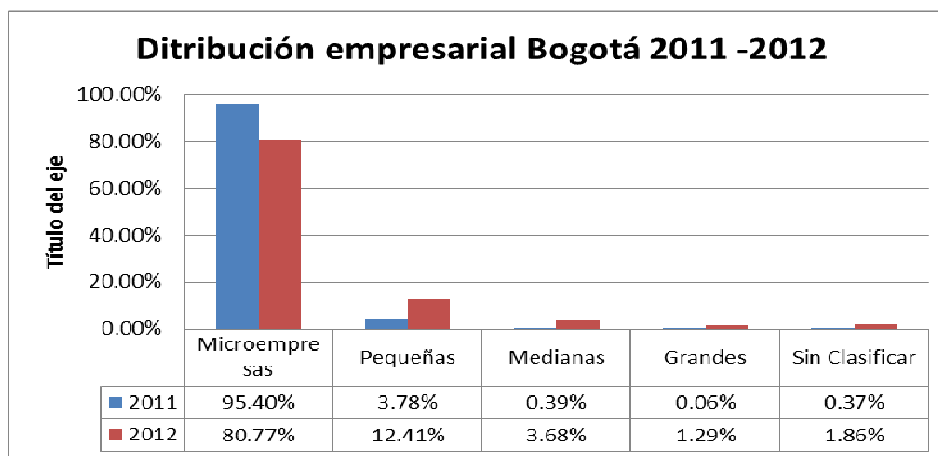
incremento del 32,61% frente al año 2011 donde se registraron 138.828 empresas (Ver *Ilustración 41*). Para el año 2012 el 80,77% eran microempresas, el 16,09% pertenecían al sector Pymes y tan solo 1,29% correspondía al sector de grandes empresas. Comparando la composición empresarial en los periodos 2011 y 2012, se observa una disminución de las unidades económicas consideradas microempresas y un aumento en las pequeñas y medianas empresas, pasando del 4.17% de participación en el 2011 a un 16,09% para 2012, es decir un incremento del 11.92%.

**Ilustración 41 Distribución de empresas en Bogotá de acuerdo al tamaño**

TAMAÑO	2011	Participación %	2012	Participación %
Microempresas	132,445	95.40%	166,378	80.77%
Pequeñas	5,247	3.78%	25,567	12.41%
Medianas	541	0.39%	7,579	3.68%
Grandes	79	0.06%	2,652	1.29%
Sin Clasificar	516	0.37%	3,822	1.86%
<b>TOTAL</b>	<b>138,828</b>	<b>100.00%</b>	<b>205,998</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de estadísticas empresariales de la Cámara de Comercio de Bogotá (2012)

**Ilustración 42 Distribución empresarial Bogotá 2011-2012**



Fuente: Elaboración propia a partir de estadísticas empresariales de la Cámara de Comercio de Bogotá (2012)

Considerando la clasificación de Actividades Económicas CIIU (Clasificación Industrial Internacional Uniforme) y la distribución empresarial para la ciudad de Bogotá, se evidencia que tanto para el año 2011 como el 2012 la actividad con mayor participación fue la de *Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores, motocicletas, efectos personales y enseres domésticos* con un 36.26%, seguido de *Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler* con un 16.52% e *Industrias manufactureras* 14,59%. A continuación se muestra la participación de cada una de las actividades para el año 2012:

**Ilustración 43 Distribución empresarial para Bogotá de acuerdo a la actividad económica 2012**

LETRA CIU	DESCRIPCIÓN	Cantidad Registros 2012	Participación %
G	Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores, motocicletas, efectos personales y enseres domésticos	74,686	36.26%
K	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	34,025	16.52%
D	Industrias manufactureras	30,047	14.59%
H	Hoteles y restaurantes	15,712	7.63%
F	Constructor	13,829	6.71%
I	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10,718	5.20%
O	Otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales	7,950	3.86%
J	Intermediación financiera	7,380	3.58%
N	Servicios sociales y de salud	4,101	1.99%
A	Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	3,311	1.61%
M	Educación	2,200	1.07%
C	Explotación de minas y canteras	1,536	0.75%
E	Suministro de electricidad, gas y agua	311	0.15%
L	Administración pública y defensa; seguridad social y de afiliación obligatoria	122	0.06%
B	Pesca	59	0.03%
P	Hogares privados con servicio domestico	11	0.01%
<b>TOTAL</b>		<b>205,998</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Tomado de estadísticas empresariales de la Cámara de Comercio de Bogotá (2012)

### 8.3.2 Contribución de Bogotá en el PIB

Durante el año 2013, Bogotá y los departamentos de Antioquia, Santander y Valle del Cauca fueron los que aportaron más de la mitad del crecimiento nacional. Es importante señalar que la capital del país continua siendo la economía con mayor participación respecto de los demás departamentos, aportando el 24.7% del Producto Interno Nacional (PIB) (DANE, 2014 b), especialmente con las actividades de Servicios de intermediación financiera, seguros, inmobiliarios y servicios a las empresas, seguido de Comercio y Servicios sociales. A continuación se muestra la ciudad y los cinco departamentos que más participaron en el PIB nacional.

**Ilustración 44 Contribución de Bogotá en el PIB**

Departamento	Participación
Bogotá, D.C	24.7%
Antioquia	13.1%
Valle del Cauca	9.3%
Santander	7.4%
Meta	6.0%
Cundinamarca	5.0%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos DANE. (2014 b). Cuentas Departamentales – Colombia Producto Interno Bruto (PIB) Base 2005.

Las ramas de actividad que mayor aportaron dentro del PIB de la ciudad de Bogotá se muestran en la Ilustración 45, resaltando que el *Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores, motocicletas, efectos personales y enseres domésticos* aportó el 3% del PIB de la ciudad. (DANE, 2014 b)

**Ilustración 45 Participación porcentual por rama de actividad dentro del PIB nacional**

ACTIVIDADES ECONOMICAS	2013pr
Establecimientos Financieros, Seguros, Actividades Inmobiliarias y Servicios a las Empresas	8,2%
Actividades De Servicios Sociales, Comunales Y Personales	4,5%
Comercio, Reparación, Restaurantes Y Hoteles	3,5%
Industria Manufacturera	2,2%
Transporte, Almacenamiento Y Comunicaciones	1,7%
Construcción	1,5%
Electricidad, Gas Y Agua	0,7%
Explotación De Minas Y Canteras	0,1%
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura Y Pesca	0,0%
Impuestos	2,4%
<b>PIB TOTAL DEPARTAMENTAL</b>	<b>24,7%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos DANE. (2014 b). Cuentas Departamentales – Colombia Producto Interno Bruto (PIB) Base 2005.

### 8.3.3 Población ocupada por sector económico en la ciudad de Bogotá

La ciudad de Bogotá al ser el mayor centro económico y poblacional del país, presenta una actividad laboral significativamente activa. Dentro de los sectores que juegan un papel importante en la generación de empleo en la capital se encuentra el sector comercio, hoteles y restaurantes ocupando el primer puesto en el periodo de 2008 a 2014, logrando un aporte aproximado del 30% del empleo de la capital.

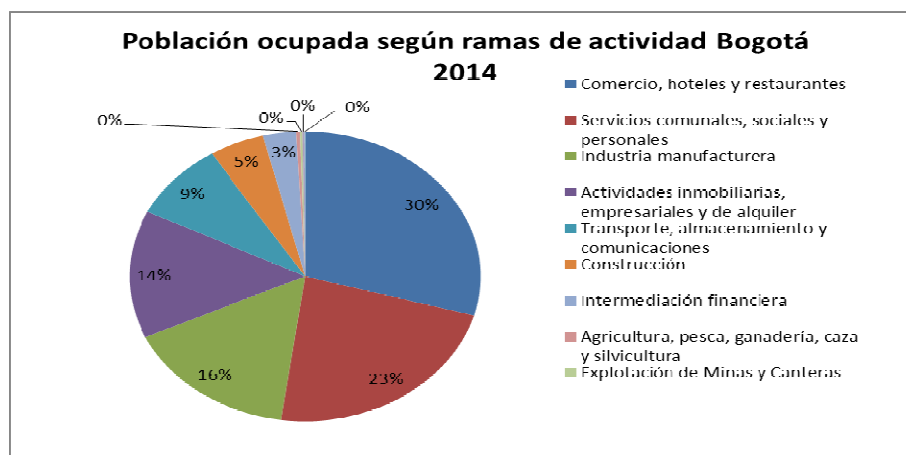
**Ilustración 46 Empleo generados según actividad económica en Bogotá, 2011-2012**

Concepto	2011		2012		2013		2014	
	Jul - Sep		Jul - Sep		Jul - Sep		Jul - Sep	
Ocupados Bogotá	<b>3.957</b>		<b>4.044</b>		<b>4.121</b>		<b>4.240</b>	
Comercio, hoteles y restaurantes	1.067	27,0%	1.195	29,5%	1.194	29,0%	1.245	29,4%
Servicios comunales, sociales y personales	947	23,9%	894	22,1%	953	23,1%	967	22,8%
Industria manufacturera	685	17,3%	613	15,2%	647	15,7%	675	15,9%
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	502	12,7%	550	13,6%	558	13,5%	605	14,3%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	379	9,6%	399	9,9%	353	8,6%	371	8,7%
Construcción	227	5,7%	236	5,8%	222	5,4%	214	5,1%
Intermediación financiera	98	2,5%	100	2,5%	134	3,3%	128	3,0%

Agricultura, pesca, ganadería, caza y silvicultura	25	0,6%	26	0,6%	29	0,7%	15	0,3%
Explotación de Minas y Canteras	18	0,5%	17	0,4%	19	0,5%	9	0,2%
Suministro de Electricidad Gas y Agua	8	0,2%	14	0,3%	12	0,3%	8	0,2%
No informa	2	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	3	0,1%

Fuente: Elaboración propia con base en la Gran Encuesta Integrada de Hogares DANE (2014 d).  
Datos tomados para el III trimestre de cada año.

**Ilustración 47 Población ocupada según ramas de actividad Bogotá**



Fuente: Elaboración propia con base en la Gran Encuesta Integrada de Hogares DANE (2014 d)

## 8.4 Instituciones de apoyo a las Pymes en Colombia

Teniendo en cuenta que uno de los principales obstáculos en el desarrollo de las Pymes es su acceso a financiamiento debido en gran medida a los altos costos de los créditos, el nivel de garantías exigidas, la complejidad de los procedimientos requeridos y la insuficiencia en el monto y plazo requeridos (Meléndez, 2011), el Gobierno Nacional en pro de mejorar las posibilidades de financiamiento ha estructurado diversos programas para facilitar el acceso a créditos favorables a través de diferentes instituciones tales como: FOMIPYME, FINDETER, FONADE, FONDO NACIONAL DE GARANTIAS, FONDO BIOCOCOMERCIO COLOMBIA, BANCOLDEX y BANCA DE LAS OPORTUNIDADES<sup>6</sup>, con modalidades de crédito de acuerdo a la utilización de recursos y financiando hasta el 100% del monto requerido. Entre las modalidades se encuentra: capital de trabajo, inversión fija, leasing, creación, adquisición y capitalización de empresas y consolidación de pasivos.

De acuerdo con Zuleta (2011) las políticas de apoyo a las Pymes han estado ligadas a los diferentes modelos económicos y de gobernanza que ha tenido el país en las últimas

<sup>6</sup> Mercado Pyme Número 6. Abril – Junio de 2011. Banco de Occidente.

décadas. En la década de los setenta y ochenta una de las mayores problemática que presentaban las Pymes eran la disponibilidad de crédito y garantías para obtener financiamiento, de ahí la creación de entidades como la Corporación Financiera Popular (otorgamiento de crédito a tasas subsidiadas), el Fondo Nacional de Garantías y el Instituto de Fomento Industrial. Más adelante en los años 90, con el proceso de globalización y apertura económica se redujeron las tasas subsidiarias y se reemplazaron por instrumentos de acceso a financiamiento como los ofrecidos por el Banco de Comercio Exterior de Colombia (BANCOLDEX), Agencia de Promoción de Exportaciones (PROEXPORT- creada en 1991), Fondo Colombiano de Modernización y Desarrollo Tecnológico de las MiPymes (FOMIPYME – creado en el año 2000) y el Fondo Emprender (creado en 2002).

#### **8.4.1 Instrumentos del Gobierno Nacional para que las MiPymes accedan al sistema financiero**

A continuación se muestran algunas de las herramientas que han sido creadas por el gobierno con el fin de contribuir al financiamiento empresarial de las MiPymes<sup>7</sup> (Ministerio de Comercio Industria y Turismo, 2014):

1. *Líneas de crédito:* Acceso a diferentes líneas de crédito a través de intermediarios financieros, los cuales tienen cupo de crédito con Bancóldex.
2. *Garantías al crédito:* Dentro del Plan Nacional de Desarrollo se determinó una amplia capitalización del Fondo Nacional de Garantías con el fin de aumentar las garantías empresariales de las MiPymes a los intermediarios financieros.
3. *Fondos de Capital:* Instrumento de financiamiento de largo plazo, el cual provee recursos de capital a las empresas con fin de potencializar su gestión, dichos recursos son invertidos temporalmente en empresas que consideren atractivas, recibiendo a cambio generalmente un porcentaje de participación accionaria.
4. *Redes de Ángeles Inversionistas:* Persona natural sin contacto directo con el emprendedor, quien invierte su capital en una oportunidad de negocio o empresa que se encuentra en la etapa temprana de existencia, la cual considera es un gran potencial de crecimiento e innovación.
5. *Fondo Emprender.* Fondo de Capital semilla creado por el gobierno y adscrito al SENA para financiar emprendedores que cumplan con el perfil establecido para ser beneficiario de los recursos.

---

<sup>7</sup> Ministerio de Comercio, industria y Turismo. Política para las Mipymes en Colombia. Viceministerio de Desarrollo Empresarial – Dirección de Mipymes.

6. *Capital Semilla impulsa Colombia*: La Unidad de Desarrollo e Innovación “Innpulsa Colombia” busca incentivar a innovadores y empresarios en la realización de proyectos con un alto contenido de innovación. Este tipo de financiamiento funciona mediante convocatorias de recursos cofinanciados y no reembolsables a proyectos o ideas de negocio susceptibles de convertirse en un emprendimiento dinámico e innovador <sup>8</sup>
7. *Microseguro*: Seguros de bajo costo y amplia cobertura que buscan disminuir el riesgo en las operaciones desarrolladas por el microempresarios.

---

<sup>8</sup> De acuerdo con el Ministerio de Comercio Industria y Turismo se considera “*Emprendimiento Dinámico Innovador*” a aquellos negocios que tengan un potencial de llegar a vender \$4.000 millones en el año 10 si tienen más de 3 años, ventas iniciales acumuladas superiores a \$400 millones si tienen menos de 3 años, promedio histórico de margen operativo mayor al 4% y sueldo de los empleados de más de 3 smmlv

## 9 CARACTERIZACIÓN DEL SECTOR COMERCIO

El sector comercio en las últimas décadas ha logrado posicionarse como uno de los sectores más importantes de la economía, con un crecimiento en ventas superior al PIB y con una alta contribución en la generación del Producto Interno Bruto como se evidencia más adelante, de ahí su importancia en la economía no solo del país sino de la ciudad de Bogotá (FENALCO, 2014). En este sentido y considerando a dicho sector como foco de esta investigación, se realiza una breve caracterización de sus indicadores económicos y financieros y de su representatividad en la economía nacional y bogotana.

No obstante, en primer lugar conviene precisar que se entiende por sector comercio en nuestra economía, para lo cual se ha tomado como referencia la Cartilla de Conceptos Básicos e Indicadores Demográficos del DANE (2007) que define al sector comercio como: “*Compra y venta al por mayor y al por menor de mercancías (bienes que van al mercado), nuevas y usadas y que no son sometidas a transformaciones en su naturaleza intrínseca durante las actividades inherentes a la comercialización, transporte, almacenaje, empaque, reempaque, embalaje, etc., o en aquellas a adecuar, exhibir, presentar o promocionar las mercancías objeto de la venta*”.

### 9.1 Indicadores económicos y financieros del sector comercio

El sector comercio, objeto de estudio de esta investigación es uno de los sectores con la mayor capacidad de generación de empleo y contribución al PIB nacional (DANE, 2011).

El subsector *Comercio al por mayor y al por menor y Mantenimiento y reparación de vehículos automotores* representan el 77% del sector *Comercio, reparación, restaurantes y hoteles*, y genera alrededor del 12% del PIB nacional (DANE, 2014 e; FENALCO, 2014).

**Ilustración 48 Datos PIB Sector comercio, reparación, restaurantes y hoteles**

Sector Comercio, reparación, restaurantes y hoteles		
Subsector	Producción 2013* (miles de millones de pesos)	Participación del sector
Comercio al por mayor y al por menor	40.489	68%
Mantenimiento y reparación de vehículos automotores	5.109	9%
Hoteles restaurantes, bares y similares	13.646	23%
<b>Total Sector</b>	<b>59.244</b>	

Fuente: Elaboración propia con base en DANE (2014 e)

A continuación se muestra la participación de algunos subsectores de manera individual en el PIB nacional, evidenciando que a nivel de actividad, Comercio se ubica en el

segundo lugar de los subsectores más grandes del PIB, detrás de Administración pública y defensa.

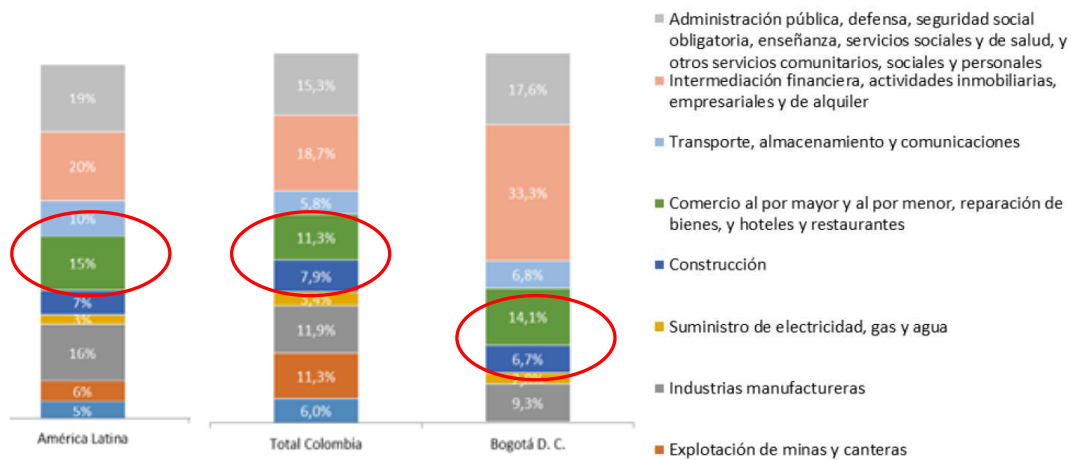
**Ilustración 49 Datos participación PIB por subsector**

Producto Interno Bruto (2013)			
No.	Subsector	Producción 2013* (miles de millones de pesos)	Participación PIB
1	Administración pública y defensa	41.665	8%
2	Comercio	40.489	8%
3	Actividades inmobiliarias y alquiler de vivienda	39.250	8%
4	Actividades empresariales y de alquiler	32.025	6%
5	Extracción de petróleo crudo, gas natural y minerales	27.410	6%
6	Intermediación financiera	26.060	5%
-	-	-	-
-	-	-	-
-	-	-	-
	Mantenimiento y reparación de vehículos automotores	5.109	1%
<b>Total PIB</b>		<b>492.932</b>	

Fuente: Elaboración propia con base en DANE (2014 e)

Durante el año 2013 el PIB de la ciudad de Bogotá creció 3.6% respecto al año anterior. Un análisis sectorial, evidencia que las ramas de actividad de la economía que más jalónaron el crecimiento del PIB en Bogotá fueron: sector financiero, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas (33.3%), Actividades de servicios sociales, comunales y personales 16,7%, y Comercio, reparación, restaurantes y hoteles 14,1%. (DANE, 2014 c).

**Ilustración 50 Participación de las grandes ramas de actividad en el valor agregado de Bogotá, D.C., Colombia y América Latina**



Fuente: Tomado y adaptado del DANE (2014 c) Cuentas trimestrales de Bogotá, D.C. Producto Interno Bruto (PIB) 2013Pr (trimestre IV) y total anual.

Asimismo es importante resaltar que en los últimos 4 años el sector comercio presenta una tasa de crecimiento constante, superior al 4%. La apertura de centros comerciales y entrada de cadenas internacionales han sido claves en el crecimiento y papel dinamizador del sector.

**Ilustración 51 Variación anual sector comercio, reparación, restaurantes y hoteles**

Sector Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	
Año	Variación anual
2010	5,2%
2011	6,7%
2012	4,3%
2013	4,3%

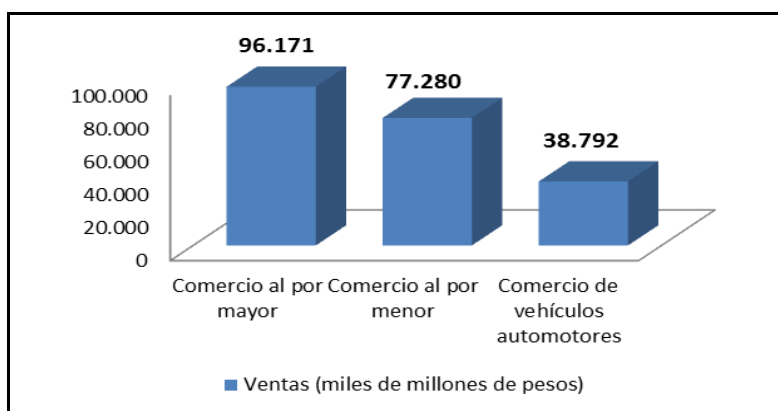
Fuente: Elaboración propia con base en DANE (2014 e)

La Encuesta Anual de Comercio realizada por el DANE, proporciona indicadores del comportamiento de las actividades económicas de comercio, los cuales permiten efectuar un análisis de su estructura y conformación de los agregados macroeconómicos. De acuerdo con datos arrojados por dicha encuesta para el año 2012 (DANE, 2014 f) se puede destacar algunos aspectos importantes del sector:

### ***Ventas y costo de ventas***

Las ventas del comercio durante el 2012 ascendieron a \$212,2 billones. El comercio mayorista registró la mayor participación en las ventas del sector (\$96,1 billones; 45.3%), continuado por el comercio minorista (\$77,3 billones; 36.4%) y finalizando con el comercio de automotores, combustibles y lubricantes (\$38,8 billones; 18.3%). De acuerdo con FENALCO (2014), después de 2009 en promedio el 40% de los comerciantes ha presentado un aumento permanente en sus ventas.

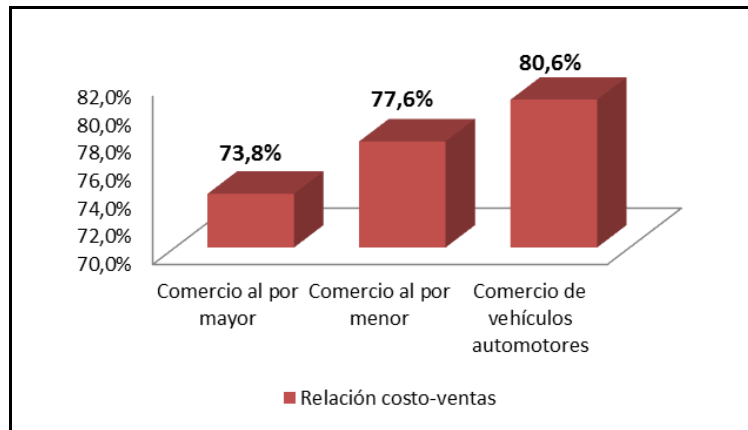
**Ilustración 52 Ventas sector comercio 2012**



Fuente: Elaboración propia con base en la Encuesta Anual de Comercio del DANE (2014 f)

El costo de la mercancía vendida del sector comercio fue de \$162,2 billones, lo cual representa el 76,4% del total de ventas. Siendo el comercio mayorista quien presentó la menor relación costo/ventas (73,8%), seguido del comercio minorista (77,5%) y por último sector de vehículos, autopartes, combustibles y lubricantes (80,5%).

**Ilustración 53 Relación costo-ventas sector comercio**



Fuente: Elaboración propia con base en la Encuesta Anual de Comercio del DANE (2014 f)

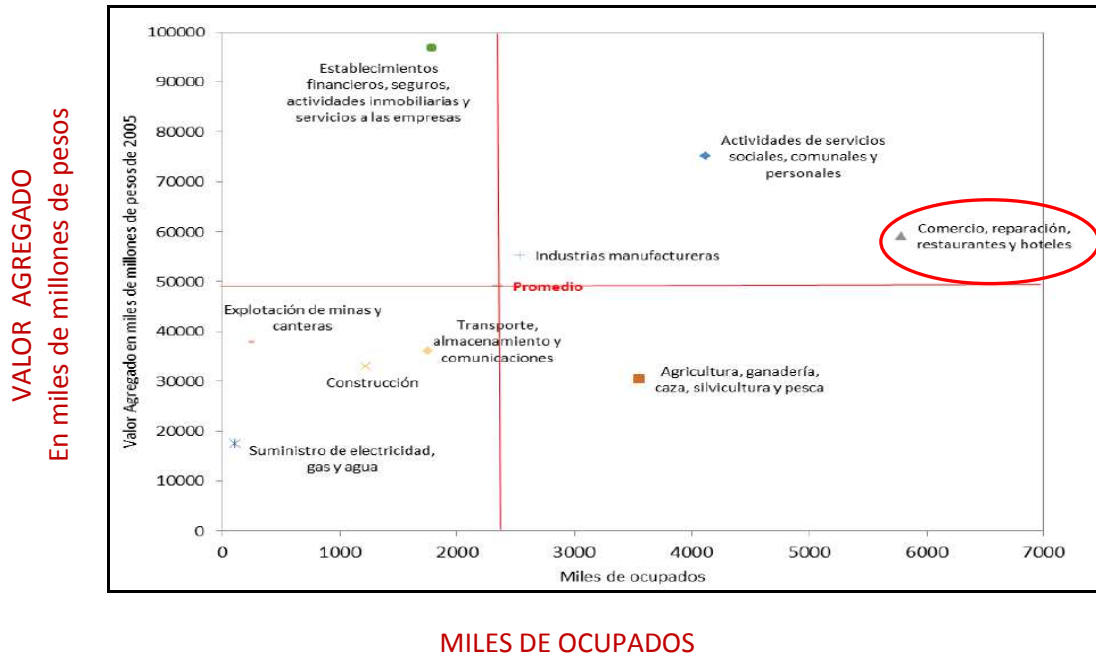
### **Personal ocupado**

De las trece ciudades capital y áreas metropolitanas del país, Bogotá tiene el mayor número de personas ocupadas, para el IV trimestre de 2013 cubrió el 39,7% del total del empleo de las trece ciudades, seguida de Medellín con 17,2%, Cali con 11% y Barranquilla con 7,6%. Tanto a nivel nacional como en Bogotá, Comercio, reparación, restaurantes y hoteles es la rama que mayor empleo genera (37.7% del total de 3,2 millones de ocupados en el IV trimestre de 2013 en la ciudad de Bogotá se dedicó a actividades relacionadas con el sector comercio) y la tercera en su aporte al valor agregado (Ver Ilustración 54). (DANE, 2014 c).

Durante el año 2012 ocupó 805.715 personas, de las cuales el 92% fueron de manera directa. Del total de ocupados directos el 58% fueron ocupados por el comercio minorista, el 31% por el comercio mayorista y el 11% por las comercializadoras de vehículos, autopartes, combustibles y lubricantes.

De igual forma es importante resaltar que el sector comercio ha sido uno de los sectores que se ha recuperado con mayor rapidez y dinamismo desde la última crisis económica de 2007 y 2008, convirtiéndose en el mayor generador de trabajo para el país en los últimos seis años. (FENALCO, 2014)

**Ilustración 54 Generación de empleo y aporte al valor agregado**

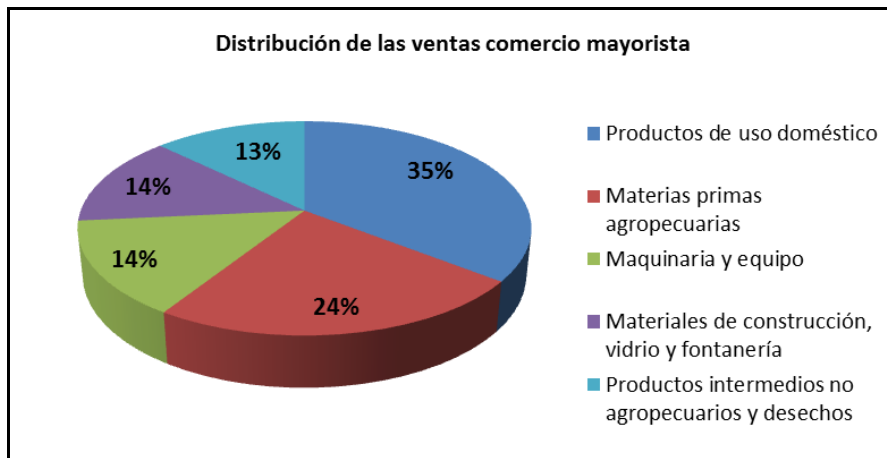


Fuente: Tomada de DANE (2014 c) Cuentas trimestrales de Bogotá, D.C. Producto Interno Bruto (PIB) 2013Pr (trimestre IV) y total anual (pág. 7)

**Comercio Mayorista**

En el caso particular del comercio mayorista, la mayor parte de empresas se enfocan en la venta de productos de uso doméstico y materias agropecuarias (60%). En la siguiente gráfica se puede observar cómo se distribuyen el total de los \$96,2 billones de ventas del subsector.

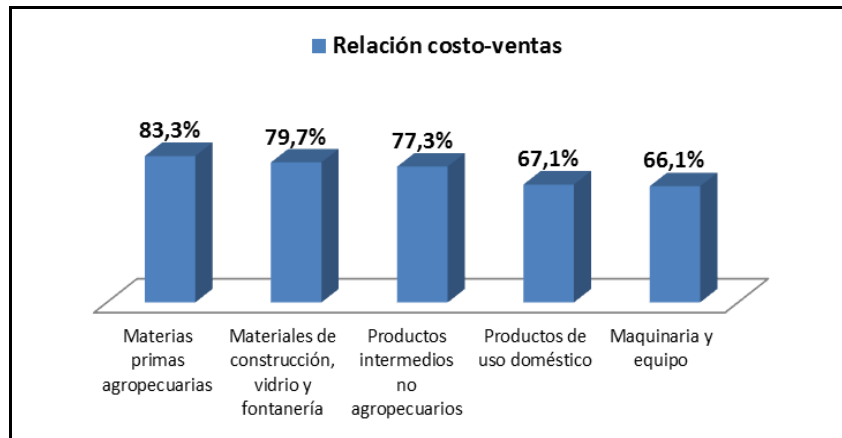
**Ilustración 55 Distribución de las ventas comercio mayorista durante 2012**



Fuente: Elaboración propia con base en la Encuesta Anual de Comercio del DANE (2014 f)

Como se señaló anteriormente la relación costo-ventas del comercio mayorista fue de 73,8% durante el 2012. Según el tipo de mercancía que comercializan, la relación costo/ventas más alta del comercio mayorista se presentó en el comercio de materias primas agropecuarias (83,3%) y materiales de construcción, vidrio y fontanería (79,7%).

**Ilustración 56 Relación costo-ventas comercio mayorista 2012**

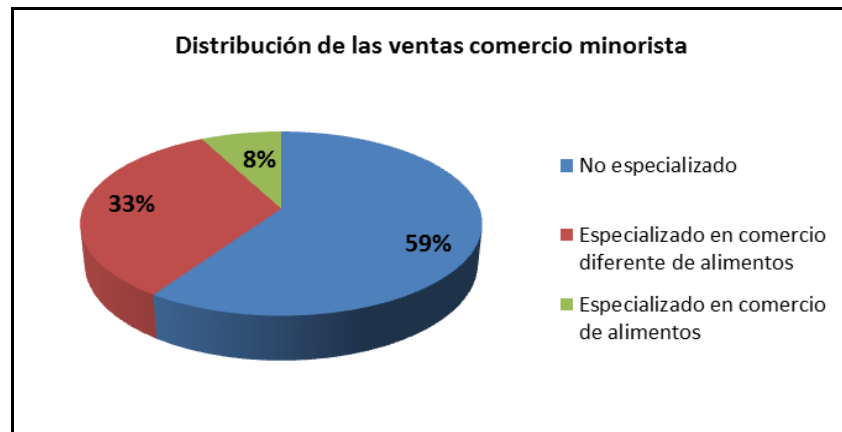


Fuente: Elaboración propia con base en la Encuesta Anual de Comercio del DANE (2014 f)

### Comercio Minorista

En el caso específico del comercio minorista, el 8% de las empresas se dedican a la comercialización específica de alimentos, el 33% a actividades especializadas diferentes de alimentos y el 59,4% corresponde al comercio minorista no especializado. En la siguiente gráfica se puede observar cómo se distribuyen el total de los 77,3\$ billones de ventas del comercio minorista. De acuerdo con FENALCO (2014) el crecimiento promedio de los grandes almacenes e hipermercados minoristas ha experimentado un crecimiento ligeramente superior al sector en los últimos tres años debido en gran medida a la incorporación de nuevos productos informativos y reposición de algunos productos del hogar.

**Ilustración 57 Distribución de las ventas comercio minorista**

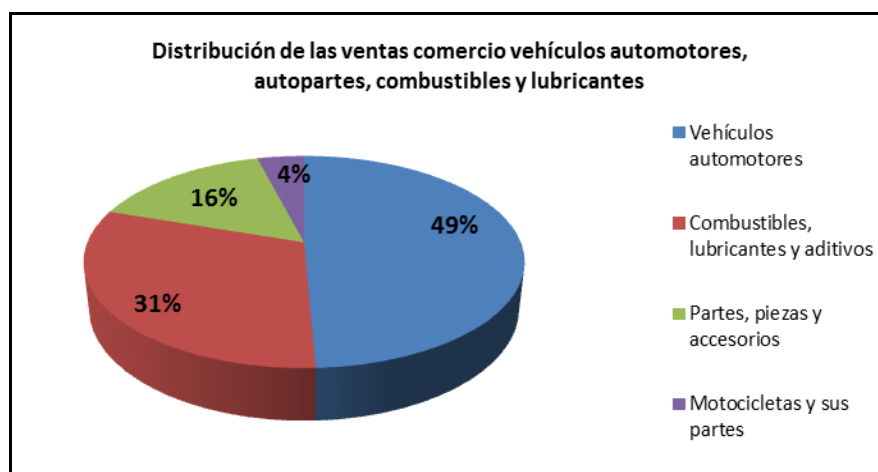


Fuente: Elaboración propia con base en la Encuesta Anual de Comercio del DANE (2014 f)

### Comercio de vehículos automotores, autopartes, combustibles y lubricantes

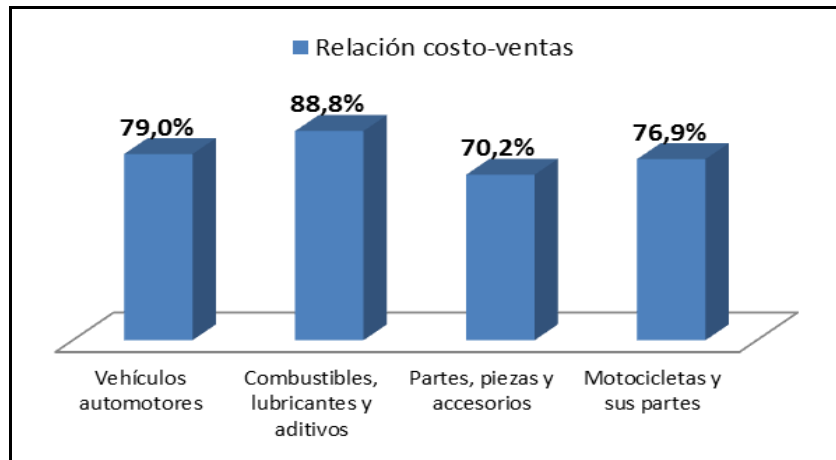
En referencia al comercio de vehículos automotores, autopartes, combustibles y lubricantes se observa que la distribución de empresas se da de la siguiente manera: distribución de partes, piezas y accesorios 53,9%, venta de combustibles lubricantes y aditivos 28,4%, comercio de motocicletas y sus partes 12,4% y las restantes a la comercialización de vehículos automotores 5,2%. Sin embargo, la participación de sus \$38,8 billones en ventas se presenta en la siguiente gráfica.

**Ilustración 58 Distribución de las ventas comercio vehículos automotores, autopartes, combustibles y lubricantes**



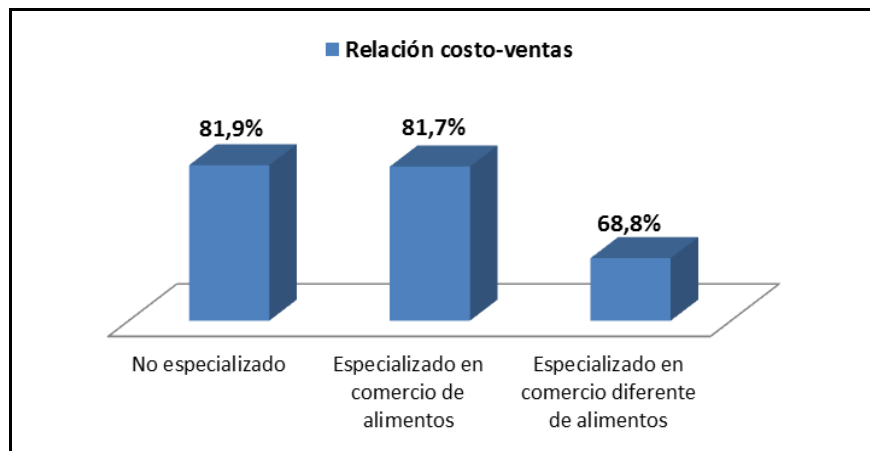
Fuente: Elaboración propia con base en la Encuesta Anual de Comercio del DANE (2014 f)

La relación general costo/ventas de este subsector asciende a 80,6%, siendo la más alta de los 3 subsector analizadas del comercio. Según el tipo de mercancía que comercializan, la relación costo/ventas más baja del comercio mayorista se exhibió el comercio especializado diferente de alimentos 68,8%. El comercio de partes, piezas y accesorios exhibió la relación costo/ventas más baja (70,2%), por su parte que la relación más alta fue para el comercio de combustibles, lubricantes y aditivos para automotores (88,8%).

**Ilustración 59 Relación costo-ventas comercio vehículos automotores, autopartes, combustibles y lubricantes**

Fuente: Elaboración propia con base en la Encuesta Anual de Comercio del DANE (2014 f)

Por su parte la relación general costo/ventas del comercio minorista fue de 77,6. Según el tipo de mercancía que comercializan, la relación costo-ventas más baja del comercio mayorista se exhibió el comercio especializado diferente de alimentos 68,8%.

**Ilustración 60 Relación costo-ventas comercio minorista**

Fuente: Elaboración propia con base en la Encuesta Anual de Comercio del DANE (2014 f)

## 10 ANÁLISIS DE RESULTADOS: GESTIÓN FINANCIERA Y FINANCIAMIENTO EN PYMES DEL SECTOR COMERCIO EN BOGOTÁ

En esta sección se presentan los resultados del análisis de la gestión financiera a través de sus indicadores financieros tomando como referencia la información que tiene a disposición del público la Superintendencia de Sociedades para los periodos 2008 a 2013 de las pequeñas y medianas empresas del sector comercio de la ciudad de Bogotá. En este orden de ideas, en el primer apartado se expone un diagnóstico de la composición y distribución de las empresas en la ciudad de Bogotá por sector y tamaño, así como la tendencia que han experimentado y la distribución en las principales ramas de actividad económica. En la segunda parte se encuentran las principales fuentes de financiamiento utilizadas por las empresas objeto de investigación. Finalmente, en el tercer y cuarto apartado se encuentra la identificación de los elementos de la gestión financiera en las Pymes del sector comercio y la relación de dichos elementos con las fuentes de financiamiento empleadas. Este análisis de resultados permitió construir posteriormente los lineamientos de mejora que integran la siguiente sección.

### 10.1 Composición y Distribución de las Pymes y el sector comercio en la ciudad de Bogotá

En esta primera sección se presentan los resultados de la composición empresarial para el año 2012 de la ciudad de Bogotá tomando como referencia en primer lugar, los datos suministrados por la Cámara de Comercio (clasificación según código CIIU) y posteriormente considerando la base de datos de las empresas que reportaron información financiera a la Superintendencia de Sociedades durante el periodo de 2008 a 2013 (base de datos de la investigación).

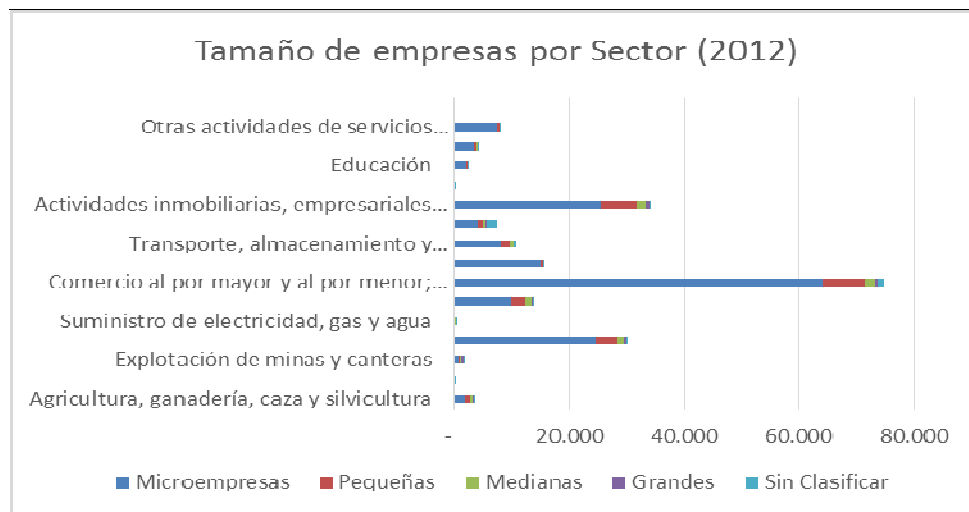
**Ilustración 61 Distribución de la población Pyme por tamaño y sector en la ciudad de Bogotá en el 2012**

Sector	Empresas por tamaño					Total Empresas	Participación %
	Micro	Pequeñas	Medianas	Grandes	Sin Clasificar		
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores, motocicletas, efectos personales y enseres domésticos	64,221	7,199	1,761	515	990	74,686	36.26%
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	25,476	6,278	1,632	445	194	34,025	16.52%
Industrias manufactureras	24,468	3,965	1,092	413	109	30,047	14.59%
Hoteles y restaurantes	14,980	461	123	33	115	15,712	7.63%

Constructor	9,829	2,627	1,026	310	37	13,829	6.71%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	7,989	1,692	521	167	349	10,718	5.20%
Otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales	7,390	402	93	40	25	7,950	3.86%
Intermediación financiera	3,897	896	449	320	1,818	7,380	3.58%
Otras actividades	4783	2047	882	409	185	9453	5.67%
<b>TOTAL</b>	<b>166,378</b>	<b>25,567</b>	<b>7,579</b>	<b>2,652</b>	<b>3,822</b>	<b>205,998</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia con base en Cámara de Comercio de Bogotá (2012).

**Ilustración 62 Tamaño de empresas por sector – 2012**



Fuente: Elaboración propia con base en Cámara de Comercio de Bogotá (2012).

Para el año 2012 el número de empresas que se crearon y/o renovaron matrícula mercantil en la Cámara de Comercio de Bogotá asciende a 205.998 empresas, las cuales presentaron un incremento del 32.6% respecto de las matrículas que se renovaron en el año 2011. La Ilustración 61 evidencia que la mayor participación en el parque empresarial bogotano lo tienen las Microempresas las cuales representan en promedio el 80,77% de las empresas de la capital, no obstante pese a que esta cifra es significativa vale la pena resaltar que ha disminuido en los últimos años, es así como en el año 2011, las microempresas representaban el 95.4% del total de empresas. Esta situación es consistente con el escenario que han experimentado las pequeñas y medianas, las cuales han pasado de tener una participación del 4.17% en el 2011 a un 16.09% para el 2012.

Como se ha mencionado a lo largo de esta investigación el sector comercio tiene gran representatividad tanto a nivel nacional como a nivel de la capital bogotana. De este modo se evidencia como dicho sector es el principal en la ciudad, englobando una participación alrededor del 36.26%. De igual forma es importante destacar la relevancia de actividades económicas como: Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (16.52%),

Industrias manufactureras (14.59%), Hoteles y restaurantes (7.63%), Constructor (6.71) y Transporte, almacenamiento y comunicaciones (5.2%)

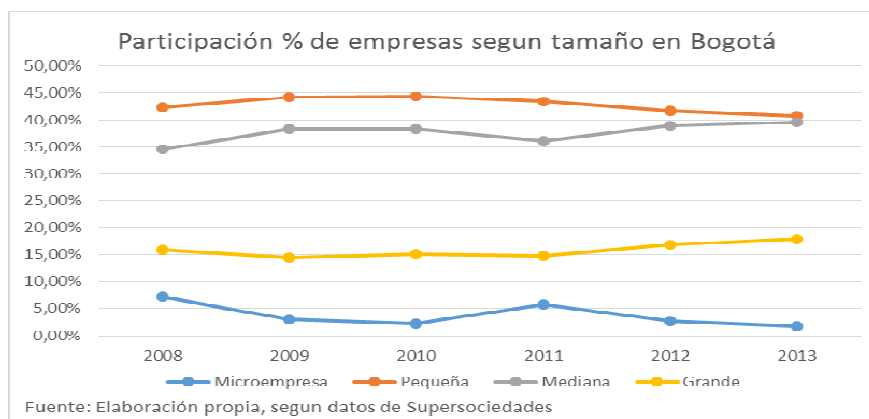
A continuación se muestra la distribución empresarial en Bogotá por tamaño en estos últimos seis años (2008-2013), teniendo en cuenta aquellas empresas comerciales y/o unipersonales que por su nivel de activos y/o ingresos totales están vigiladas por la Superintendencia de sociedades y reportaron información a dicha entidad.

**Ilustración 63 Número de establecimientos por tamaño en Bogotá (2008-2013)**

TIPO DE EMPRESA	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
Microempresa	819	7,18%	374	2,93%	264	2,21%	865	5,71%	379	2,67%	241	1,67%
Pequeña	4835	42,39%	5658	44,27%	5305	44,37%	6572	43,38%	5928	41,73%	5903	40,81%
Mediana	3949	34,62%	4889	38,25%	4581	38,32%	5464	36,06%	5520	38,86%	5724	39,57%
Grande	1804	15,81%	1860	14,55%	1806	15,11%	2250	14,85%	2379	16,75%	2598	17,96%
TOTAL	11407	100%	12781	100%	11956	100%	15151	100%	14206	100%	14466	100%

Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014)

**Ilustración 64 Tendencia número de establecimientos por tamaño en Bogotá (2008-2013)**



Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014). (Ver tablas fuente en Anexo 4)

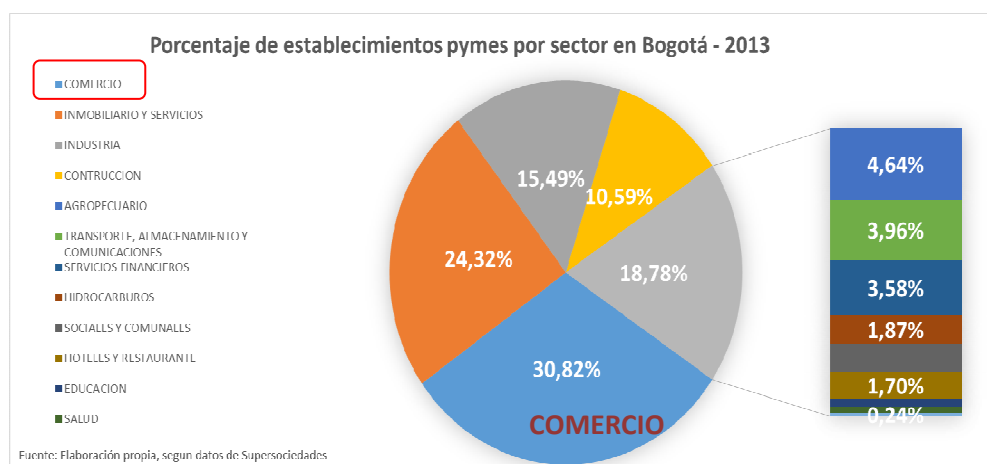
Los datos anteriores evidencian que del total de empresas vigiladas por la superintendencia, el 80% hacen parte de la categoría Pymes. A lo largo de los seis años se refleja un cambio sustancial (21.08%) en el crecimiento de las Pymes entre 2010 y 2011, a este aumento contribuyó en gran parte la implementación de la Ley de Formalización Empresarial y Generación de Empleo, la cual apoya y fomenta la creación de pequeñas empresas (Cámara de Comercio de Bogotá, 2011).

La proporción promedio de cada una de las empresas sobre el total ha tenido un comportamiento homogéneo, sin embargo se evidencia una variación negativa significativa para las microempresas, las cuales en el año 2008 representaban alrededor

de un 7.18% y para 2013 su participación se redujo a un 1.7%, lo cual se explica si se considera que el tamaño de las Pymes ha aumentado de 2008 a 2013 un 24.45%. Lo anterior permite inferir que estas empresas han logrado un mayor grado de formalización y condiciones económicas favorables que han provocado un aumento en su nivel de operaciones y por ende en su crecimiento. De este modo se tiene que para el periodo seleccionado, en promedio las microempresas representan el 3.73%, las pequeñas el 42.83%, las medianas el 37.61% y las grandes el 17.96%.

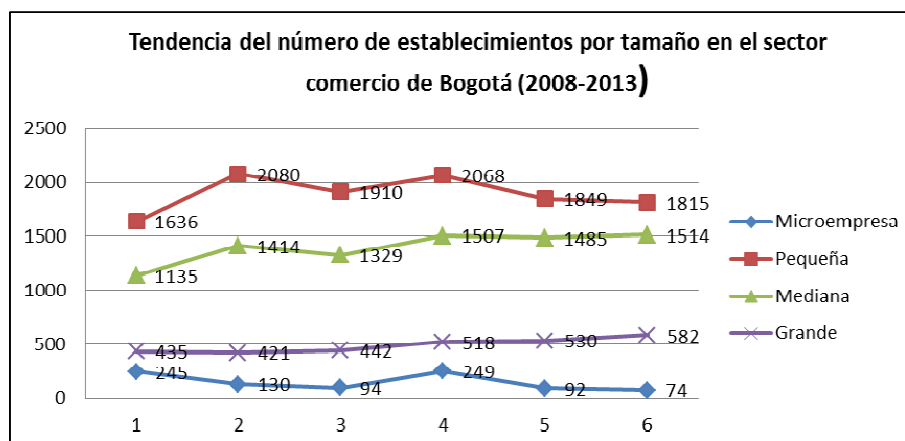
La Ilustración 65 muestra la distribución de empresas Pymes de la capital por cada sector económico y evidencia nuevamente la relevancia del sector comercio, el cual acapara el mayor número de Pymes tanto a nivel nacional como en Bogotá, con un promedio de participación del 16.34% y el 30.82% respectivamente. Para el año 2008 el número de establecimientos pyme que reportó información en la ciudad de Bogotá ascendía a 8784, no obstante a 2013 esta cifra aumentó a 11624 empresas, es decir hubo un incremento aproximado del 24%.

**Ilustración 65 Porcentaje de establecimientos Pymes por sector en Bogotá (2008-2013)**



Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014). (Ver tablas fuente en Anexo 5)

La evolución de las Pymes en el sector comercio de la ciudad de Bogotá ha tenido un crecimiento del 16.76%, pasando de 2771 empresas en 2008 a 3329 en 2013. Se destaca que el mayor incremento se dio entre los años 2010 y 2011. Dada la relevancia de este sector es importante destacar que en promedio el 83.78% de las empresas que lo conforman pertenecen a la categoría de Pymes y tan solo un 12.44% son grandes empresas, lo cual confirma la representatividad de los datos seleccionados y variables analizadas en esta investigación.

**Ilustración 66 Número de establecimientos por tamaño en el sector comercio de Bogotá (2008-2013)**

Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014). (Ver tablas fuente en Anexo 6)

## 10.2 Fuentes de financiamiento utilizadas por las Pymes del sector comercio en la ciudad de Bogotá

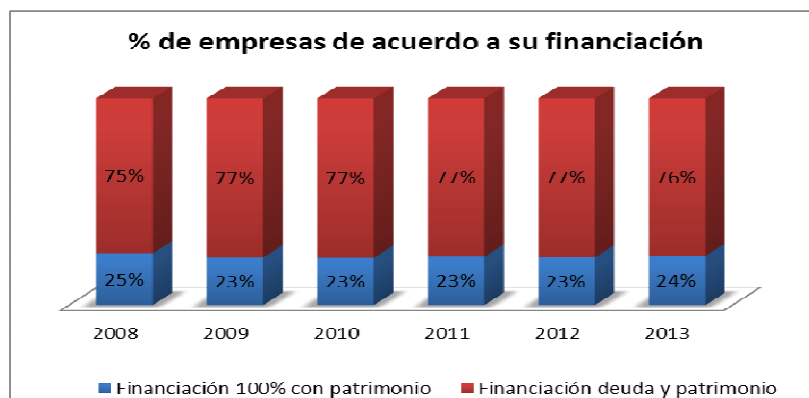
Para el análisis desarrollado en las secciones 10.2 y 10.3, se procedió a utilizar como herramienta de análisis estadístico la mediana debido a que la distribución de los datos presenta algunos datos atípicos que no pudieron eliminarse en el proceso de depuración puesto que su eliminación requería depurar otras cuentas contables relevantes y necesarias para observar aspectos contundentes de la gestión financiera en las Pymes analizadas. De este modo el análisis desarrollado está principalmente enfocado en la agrupación de los datos representados a través de la mediana, destacando las desviaciones estándares más relevantes.

De acuerdo con Vera et al (2014) el nivel de acceso a financiamiento se mide a través de su estructura financiera, la cual está dada considerando la proporción de los pasivos corrientes, pasivos de largo plazo y patrimonio. A continuación se muestra la evolución de la estructura de financiamiento de las empresas Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá para el periodo comprendido entre 2008 a 2013.

De las 1465 empresas Pymes seleccionadas se evidencia de acuerdo a la mediana<sup>9</sup> que el 25% de las empresas han tenido un financiamiento únicamente a través de su patrimonio, mientras que el 75% restante ha tenido una estructura que combina pasivo y patrimonio. (Ver Ilustración 67)

<sup>9</sup> Teniendo en cuenta la presencia de datos atípicos positivos y negativos, se utilizó como herramienta de análisis la mediana ya que aunque no es comúnmente utilizada para realizar análisis debido a que el dato presentado es la parte media de la muestra, en datos con asimetría fuerte puede ser un buen indicador, junto con la moda, del comportamiento principal de los datos. Debido a que los datos presentan moda = 0, se hace pertinente analizarlos por la mediana que evidencia el percentil en el 50%, acercándose al dato central del comportamiento general.

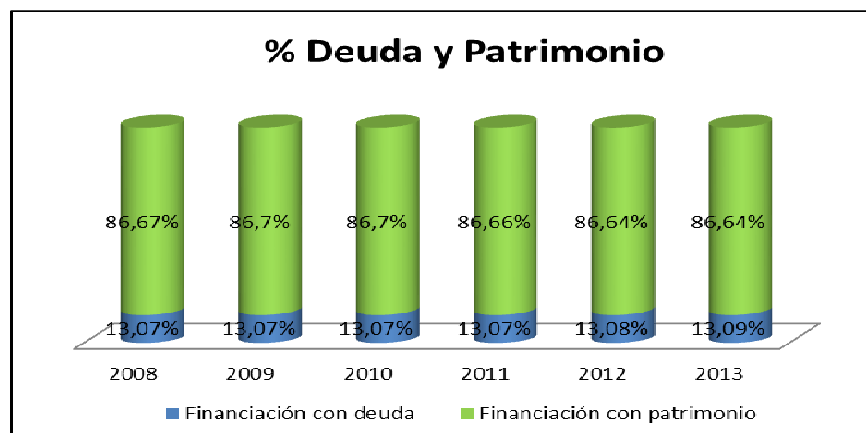
**Ilustración 67 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución de empresas de acuerdo a su estructura financiera y de capital (2008-2013)**



Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014). (Ver tablas fuente en Anexo 7)

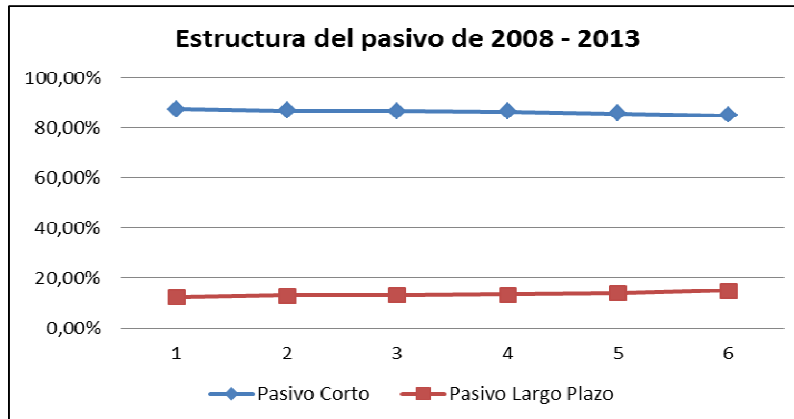
De las empresas cuya estructura financiera ha estado compuesta tanto por deuda como patrimonio (75% del total de las empresas), se evidencia que en los seis años seleccionados (2008-2013) la proporción de deuda corresponde a un 13,08%, mientras que la de patrimonio ha sido del 86,66%, lo cual coincide con señalado por Vera et al (2014) respecto de que las Pymes en Colombia soportan permanentemente su financiamiento a través de recursos patrimoniales.

**Ilustración 68 Proporción de deuda y patrimonio en el estructura financiera de 2008-2013**



Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014). (Ver tablas fuente en Anexo 8)

La evolución de la estructura del pasivo para las Pymes del sector comercio muestra un comportamiento semejante en los últimos seis años, donde el pasivo a corto plazo tiene gran representatividad frente al total del pasivo con una participación de acuerdo a la mediana del 86.47%, mientras que el pasivo a largo plazo tan solo representa un 13.53%.

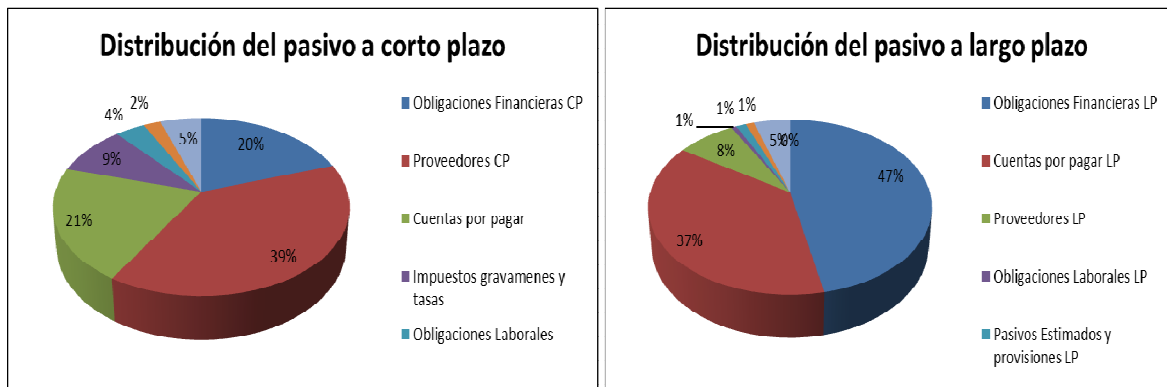
**Ilustración 69 Evolución de la estructura del pasivo de 2008-2013**

Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014). (Ver tablas fuente en Anexo 9)

Dentro del pasivo a corto plazo se identifica que las fuentes de proveedores, cuentas por pagar y obligaciones financieras tienen la mayor importancia con un 39%, 21% y 20% respectivamente. Barona & Rivera (2013) en su estudio sobre financiamiento empresarial en Colombia identificaron que las pequeñas y medianas empresas se financian mayoritariamente con fuentes internas, préstamos bancarios y crédito a proveedores, de su estudio se destaca que ésta última alternativa de financiamiento es altamente figurativa en la estructura de financiamiento, situación que se comprueba para el caso específico del sector comercio de la ciudad de Bogotá y que pueden deberse a la estructura de los activos, ya que la naturaleza del sector comercio requiere una mayor proporción de activos circulantes lo que implica de acuerdo con Saavedra (2011), una mayor proporción sobre el total de activos financiados con proveedores.

En cuanto al pasivo a largo plazo se observa que está presente tan solo en un 5% de las empresas analizadas y se encuentra conformado principalmente por obligaciones financieras y cuentas por pagar a término superior a un año con una participación dentro del total del pasivo a largo plazo del 47% y el 37% respectivamente (Ver Ilustración 70). De las 1465 empresas estudiadas solo 3 (0.2% del total) han utilizado como fuente de financiamiento los bonos y papeles comerciales, su participación dentro del pasivo para estas empresas corresponde aproximadamente al 24%. Esta situación refleja lo enunciado por Arbeláez et al (2010) quienes señalan que el financiamiento en Pymes a través de bonos es insignificante por no decir nulo en la gran mayoría, convirtiéndose en una fuente exclusiva de las grandes empresas.

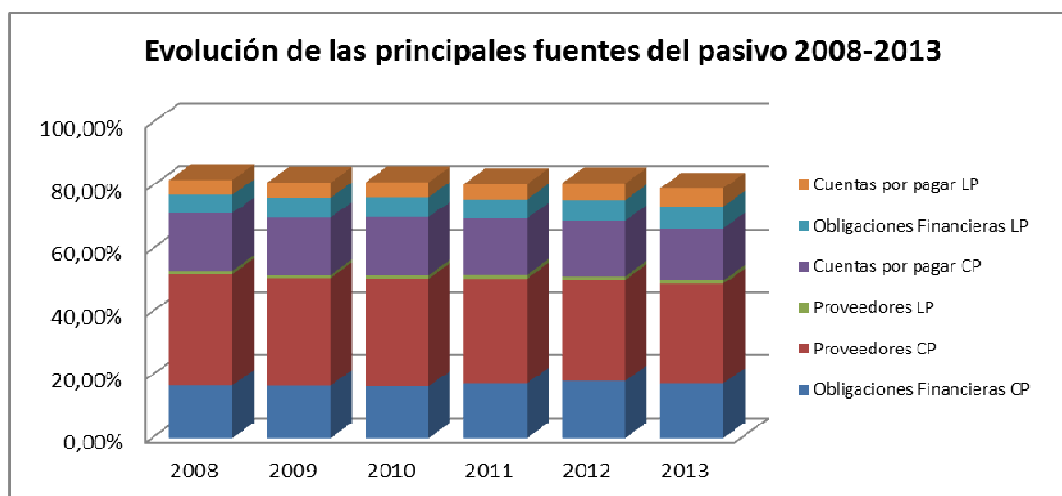
**Ilustración 70 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución del pasivo a corto y largo plazo (2008-2013)**



Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014). (Ver tablas fuente en Anexo 10)

A nivel general la evolución de las fuentes del pasivo a corto y largo plazo (proveedores, obligaciones financieras y cuentas por pagar) de las Pymes del sector comercio no han presentado variaciones representativas entre los años 2008 a 2013 y conservan la misma proporción. Los cambios más notorios aunque no muy significativos se dan en las obligaciones financieras y proveedores, las primeras han tenido un crecimiento aproximado del 1%, mientras que los segundos han experimentado una disminución alrededor del 3.5% entre 2008 y 2013. (Ver Ilustración 71)

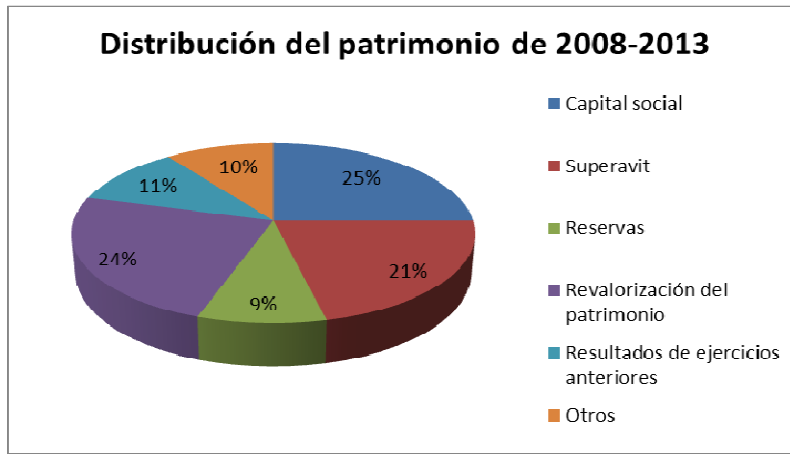
**Ilustración 71 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Evolución de las principales fuentes del pasivo 2008-2013**



Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014). (Ver tablas fuente en Anexo 11)

La composición del patrimonio se encuentra representada considerando la mediana de los datos en un 25% por el capital aportado por los socios, seguido de la revalorización de patrimonio (24%), resultados de ejercicios anteriores (10.67%) y reservas (8.97%), como se muestra en la siguiente Ilustración.

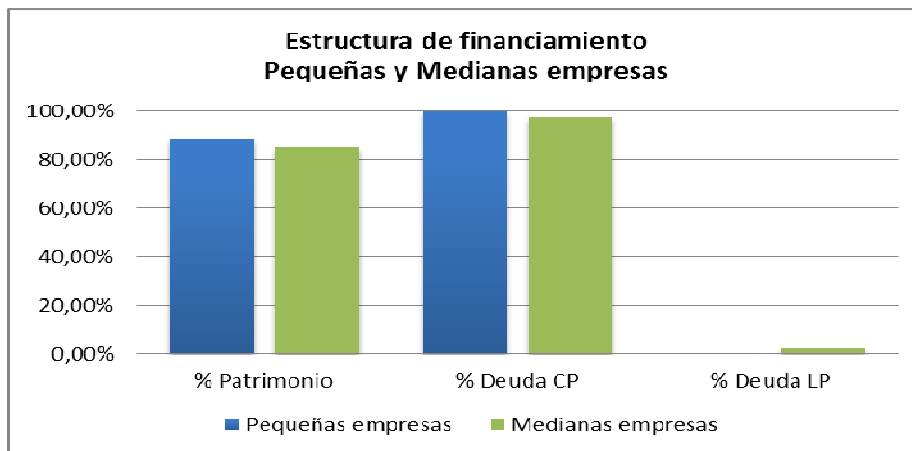
**Ilustración 72 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución del Patrimonio (2008-2013)**



Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014). (Ver tablas fuente en Anexo 12)

Realizando un análisis comparativo entre pequeñas y medianas empresas, se evidencia que las pequeñas empresas en un 90% no presentan financiamiento a largo plazo a través del pasivo, su financiamiento a través de deuda corresponde en un 100% a corto plazo y la participación del patrimonio respecto a la estructura de financiamiento es superior en un 3,5% frente a las medianas (88,6% versus 85,1%). La deuda a largo plazo existente en las medianas empresas representa alrededor de un 13% del total del pasivo. Este escenario concuerda con lo enunciado por Arbeláez et al (2010) y Salazar & Guerra (2007) respecto de que la participación de los recursos propios tiene un comportamiento creciente y más fuerte mientras menor es el tamaño de las empresas así como una alta inclinación por el financiamiento externo a corto plazo debido a que son fuentes más accesibles, menos costosas y de alta rotación con permanencia como fuentes a través del tiempo.

**Ilustración 73 Estructura de financiamiento de Pequeñas y Medianas empresas 2008-2013**



Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Sociedades (2014)

La estructura de financiamiento encontrada para las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá no ha cambiado sustancialmente en el periodo indagado. Se evidencia una estructura de financiamiento de autofinanciación, la cual responde a los señalamientos propuestos de la teoría de pecking order que establece que las empresas recurren fundamentalmente a financiamiento interno a través de sus utilidades antes que a fuentes externas (Brealy & Myers, 2005), lo que es muy común en empresas que llevan poco tiempo en actividad. De igual forma como segunda alternativa de financiamiento se observa gran utilización de los recursos a corto plazo, lo cual coincide con los resultados obtenidos en el estudio de Vera et al (2014) de que las Pymes de Colombia obtienen recursos principalmente de fuente patrimoniales seguido de pasivos de corto plazo (proveedores y cuentas por pagar) y pasivos de largo plazo (Vera et al, 2014). Esta inclinación por financiamiento a través de fuentes internas puede interpretarse como la preferencia de los empresarios a conservar el control del negocio impidiendo la entrada de terceros o como un efecto de la desconfianza del mercado financiero al segmento empresarial de las pymes.

El diagnóstico realizado sobre las fuentes de financiamiento de las Pymes del sector comercio demuestra que las obligaciones financieras, si bien ocupan el tercer lugar dentro de las alternativas más representativas no es muy recurrente, situación que puede deberse en primer lugar según Meléndez (2011), a que el otorgamiento de ese tipo de financiamiento es más costoso para las Pymes debido a problemas de garantías y el mayor riesgo asociado al incumplimiento, por lo que hay más renuencia por este tipo de empresas a tomar créditos bancarios; en segundo lugar, siguiendo a Barona y Riviera (2013) esta situación se puede deber a que las empresas no están definiendo correctamente sus políticas de retención de utilidades y gestión de recursos, y finalmente de acuerdo con Salazar y Guerra (2007), el acceso a este tipo de financiamiento puede estar relacionado con problemas de asimetría de información y selección adversa en las entidades financieras, las cuales limitan el financiamiento a las empresas de menor tamaño por la incertidumbre de este segmento empresarial.

La estructura de financiamiento encontrada, como se mencionó anteriormente muestra un financiamiento agrupado primordialmente en fuentes externas mayoritariamente a corto plazo y en recursos propios, lo cual de acuerdo con Arbeláez et al (2010) y Sánchez et al (2007) puede traer problemas de inversión que afecta la capacidad de crecimiento y desarrollo de las empresas.

### **10.3 Elementos de la gestión financiera presente en las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá**

A continuación se mostrará el desempeño de la gestión financiera como reporte de los estados financieros que publican las entidades objeto de investigación. Para evaluar cómo ha sido dicha gestión se ha efectuado un análisis a través de sus indicadores financieros (análisis financiero) con el fin de determinar de acuerdo con Nava (2009) y Correa (2007)

un diagnóstico preliminar de la situación financiera de las empresas, de manera que se cuente de manera conjunta con información respecto al nivel de endeudamiento, liquidez, solvencia, eficiencia y rentabilidad, ya que cada una de estas razones contempla un aspecto de la empresa y de acuerdo con Suárez (2003), es necesario observar la empresa globalmente si se quiere tener una visión certera de la misma. Lo anterior con el fin de facilitar y asistir los procesos de toma de decisiones de planeación y control en cuanto a inversión, financiamiento y política de dividendos.

### ***Indicadores de Liquidez y Solvencia***

El comportamiento de los indicadores de liquidez y solvencia de las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá muestra durante el 2008 a 2013 una tendencia positiva y alta, lo cual responde a los resultados encontrados en la sección anterior respecto a que el financiamiento esta soportado principalmente en el patrimonio (Vera et al, 2014). La siguiente ilustración refleja el comportamiento global para las Pymes de los principales ratios evaluados en este ítem.

**Ilustración 74 Indicadores de Liquidez y Solvencia a Largo Plazo**

Cuenta o Razón	Ecuación	Dev. Std.	Mediana
Capital de Trabajo	1.A	1345222	589464,5
Razón Corriente	1.B	0.8076084	1,837218
Índice de disponibilidad inmediata o de liquidez	1.C	0.7923916	0,121593
Prueba Ácida	1.D	0.9645654	1,104103
Solidez	2.A	0.3618781	1,956622

Fuente: Elaboración propia

El dato central de la razón corriente es 1,8, y considerando la distribución de los datos se evidencia que en la mayoría de las Pymes del sector comercio el activo cubre 1,8 veces el pasivo, demostrando la facilidad con que las empresas de este sector pueden responder con sus obligaciones a corto plazo. No obstante, pese a que la liquidez corriente es relativamente alta, el índice de disponibilidad inmediata muestra que es tan solo 0.12 veces, lo cual es coincidente con la proporción del disponible en el activo (4%), proporción coherente si se tiene en cuenta la naturaleza del sector, donde los inventarios usualmente se convierten en cuenta por cobrar antes que en efectivo.

Considerando la mediana y de acuerdo a lo señalado por Suárez (2003), este indicador de disponibilidad inmediata es aceptable y refleja a nivel general que no hay indicios significativos de exceso de liquidez que deteriore la rentabilidad de las empresas del sector por disponer de exceso de recursos con lenta rotación. Sin embargo, es importante mencionar la variabilidad de las medidas de tendencia (mediana), donde el indicador con mayor nivel de volatilidad es el índice de disponibilidad inmediata, con una desviación estándar que representa 6,5 veces el valor de la mediana. Por lo tanto, algunas de las Pymes analizadas pueden presentarse situaciones de iliquidez extrema, mientras que en otras se podría observar la existencia de niveles ociosos de efectivo y altos costos de oportunidad.

La prueba ácida tiene como dato central 1,1, lo cual confirma la liquidez de las Pymes del sector comercio. De las 1465 empresas analizadas, aproximadamente en 2008 el 17.5% presentaban un indicador superior a 2, cifra que ha ido creciendo ya que en 2013 este porcentaje de empresas ascendía a 23,2%, es decir, ha aumentado su liquidez pero no a un ritmo acelerado. A nivel general se destaca que este indicador ha tenido un comportamiento estable durante el periodo comprendido entre 2008 y 2013, mostrando garantías respecto a las obligaciones a corto plazo, que a su vez se traducen en mayor confianza hacia los acreedores. Sin embargo, vale la pena resaltar que la volatilidad de este indicador de 0.88 veces respecto al valor de la mediana, evidencia la existencia de algunas Pymes cuya capacidad de pago está supeditada en un mayor nivel a la realización de sus inventarios, y otras Pymes en las que se podrían presentar sobrante de efectivo que no está adecuadamente administrado.

En cuanto al nivel de solvencia, tomando como referencia el dato central de los datos, se evidencia una razón de 1,95, lo cual refleja que las empresas además de estar en condiciones de responder con sus obligaciones a corto plazo pueden garantizar sus compromisos a largo plazo, demostrando unas expectativas de beneficio que favorecen su supervivencia. Se refleja una correspondencia entre las inversiones realizadas (mostradas en el activo) y los recursos necesarios para efectuarlas. Vale la pena resaltar que si bien la mayoría de las empresas (76%) tiene una razón de solvencia alrededor de 2, en promedio un 24% de las empresas tiene una razón superior a 3 la cual ha ido aumentando gradualmente en el periodo estudiado (2008-2013). No obstante, al igual que la liquidez, sus razones no evidencian una proporción significativamente altas para que pueda considerarse que la rentabilidad del negocio se verá afectada por disponer de exceso de recursos.

La liquidez y solvencia mostrada por las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá muestra de acuerdo con Nava (2009) la potencialidad de estas empresas en la capacidad de pago de la deuda, en el proceso de toma de decisiones acertadas, la generación de confianza a acreedores, la intensificación del nivel de actividades operativas y la posibilidad de aprovechar oportunidades de expansión a través de nuevos proyectos. A su vez se convierte en un punto favorable para la adquisición de créditos con mejores condiciones de financiamiento.

### ***Indicadores de eficiencia (actividad y rotación)***

Los indicadores de eficiencia de las Pymes del sector comercio muestran a nivel general una situación desfavorable, registrando en su gran mayoría una rotación alrededor de 2. Se observa que no hay rotaciones significativamente altas, lo cual difiere del escenario ideal señalado por Suárez (2003), quien indica que cuanto mayor sea el número de rotaciones significa que mayor es la eficacia de los directivos en la gestión de los recursos dispuestos para la operación. A continuación se muestran los resultados de las rotaciones más utilizadas para medir la eficiencia:

### Ilustración 75 Indicadores de Eficiencia<sup>10</sup>

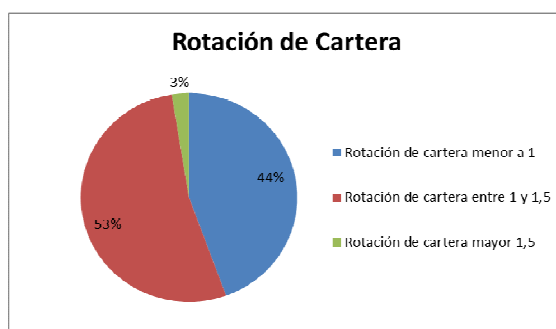
Cuenta o Razón	Ecuación	Dev. Std.	Mediana
Rotación de Cartera	3.A	1,432657762	0,98424
Rotación de Proveedores	3.B	1,7126297	1,49466
Rotación de Inventarios	3.C	6,01446551	3,315869
Rotación de Activos	3.D	1,682021548	1,37784
Rotación de Capital	3.E	1,98830259	2,48692
Rotación de Patrimonio	3.F	1,59484398	2,91100
Eficiencia Administrativa	4.A	1,682021548	33,83415

Fuente: Elaboración propia

Es importante mencionar que debido a la variabilidad de las medidas de tendencia (mediana) de los indicadores de eficiencia, los cuales presentan un nivel de volatilidad alto respecto al valor de la mediana, fue necesario realizar una descripción de los indicadores por agrupaciones con el fin de efectuar un mejor análisis del comportamiento de los mismos.

Considerando la mediana de la **rotación de cartera**, se refleja que el periodo promedio de cobro para el 44,3% de las Pymes del sector comercio está en 0.98 veces al año, el 52,87% de las Pymes presenta una rotación entre 1 y 1,5 y tan solo el 2,55% tiene una rotación entre a 1,5 y 2, siendo este último el máximo indicador de rotación (*Ver Ilustración*). Pese a que es necesario compararlo con las políticas de cartera de cada empresa, se evidencia un proceso de recaudo demasiado extenso, en promedio una vez por año. La tendencia observada de este indicador muestra que las empresas Pymes han mantenido constante el periodo de rotación durante el periodo evaluado (2008 a 2013). No obstante, considerando la desviación estándar de este indicador, se evidencia la existencia de empresas cuyos niveles de rotación son muy altos y aluden periodos de recuperación de cartera en un tiempo relativamente corto, escenario ideal que alude a prácticas de gestión de cartera que buscan el aprovechamiento de los recursos de la empresa.

### Ilustración 76 Distribución de empresas por Indicadores de Rotación de Cartera

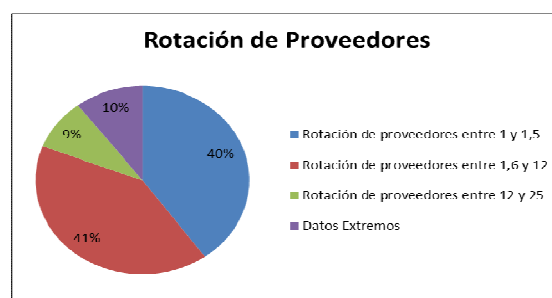


Fuente: Elaboración propia

<sup>10</sup> Pese a que la información se ha tomada para el periodo 2008 a 2013, dada la naturaleza de los indicadores de rotación se realizó el cálculo comparativamente de 2009 a 2013

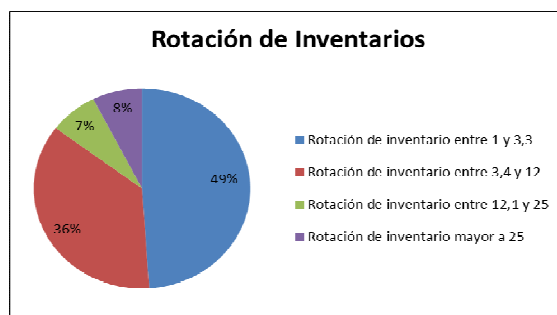
En sentido opuesto a las entradas de efectivo a través de los clientes, se encuentran la **rotación de proveedores**, el cual tomando el dato arrojado por la mediana, evidencia que las empresas Pymes del sector comercio (40%) tardan en pagar sus cuentas a proveedores alrededor de 1,5 veces al año. El 40% de las empresas ha tenido indicadores de rotación que oscilan en rangos más amplios 1,6 y 12, y un 10% de las empresas ha tenido indicadores de rotación entre 12 y 25. Considerando la variabilidad de los datos en este indicador de rotación, es importante resaltar que si bien un gran número de las Pymes estudiadas presenta un indicador alrededor de 1,5, existen Pymes con una rotación de proveedores significativamente alta que se puede deber a la presencia de canales de crédito débiles; a su vez, existen Pymes cuya rotación evidencia acuerdos de pago muy amplios que les permite tener un mayores recursos en efectivo para atender sus obligaciones.

**Ilustración 77 Distribución de empresas por Indicadores de Rotación de Proveedores**



Fuente: Elaboración propia

Respecto a la **rotación de inventarios**, tomando como referencia el dato central de la población, se ha encontrado que las Pymes del sector comercio tienen una rotación muy baja de inventarios siendo esta alrededor 3,3, lo cual significa que en promedio el inventario está tardando 4 meses para convertirse en efectivo. Se destaca que el 36% de las Pymes tiene una rotación en un rango entre 3,4 y 12, es decir, de entre uno y cuatro meses para circular el inventario y aproximadamente un 7% tiene índices de rotación altos (superior a 25). Se puede inferir que hay una alta retención de inventario, que de acuerdo con Brigham & Houston (2006) representa una inversión con una tasa baja o cero rendimiento; no obstante, teniendo en cuenta la variabilidad presentada en los datos de este indicador, es importante resaltar la existencia de empresas cuyos niveles de rotación se encuentran muy por encima de 3,3, reflejando una adecuada administración y gestión de las mercancías más consistente con la naturaleza del sector comercio.

**Ilustración 78 Distribución de empresas por Indicadores de Rotación de Inventarios**

Fuente: Elaboración propia

Analizando en conjunto los indicadores de rotación de cartera, proveedores e inventarios, se observa que los indicadores para la mayoría de las Pymes son muy bajos, se observa una relación desfavorable para las empresas toda vez que el efectivo que están recibiendo fluye menos veces que el desembolsado, es decir, que la inversión de corto plazo mayoritariamente representada en cuentas por cobrar e inventarios, no cuenta con financiación de proveedores, lo que lleva a las empresas a utilizar principalmente financiación propia a través del patrimonio tal como se evidenció en la sub sección anterior, donde la financiación con recursos propios representa aproximadamente el 86.66% en la estructura de financiamiento. Esta situación refleja de acuerdo con Brigham y Houston (2006) un enfoque conservador en la gestión del capital de trabajo, en la cual se busca minimizar riesgos evitando financiamiento con terceros y se tiene una mayor preferencia por los recursos propios, sacrificando la eficiencia y rentabilidad.

Al respecto, los mismos autores señalan que una buena política de capital de trabajo debe tener un ciclo de conversión de efectivo que incluya políticas de rotación de cartera, inventarios y proveedores que converjan, de modo que se reduzca el tiempo entre los pagos efectuados por recursos productivos y el efectivo obtenido a través de las ventas (desde que se pagó por los recursos hasta que se recaudó la cuenta por cobrar). Dicha enunciación es pertinente, especialmente si se considera que el ciclo operativo de las Pymes analizadas se encuentra aproximadamente en 229 días, por lo que se requiere una mejora en las políticas de rotaciones de inventario y cuentas por cobrar, evaluando políticas de compras y ventas a crédito.

En cuanto a la eficiencia de las Pymes del sector comercio para utilizar sus activos en la generación de ingresos, se observa tomando el dato de la mediana y la distribución de los datos, que a nivel general (46% de las Pymes) se presenta una **rotación de activos** de 1,37, lo cual revela que por cada peso de activo utilizado se genera 1.37 de ventas. Se evidencia que el número de empresas que presentan un rotación de activos alrededor de la mediana ha aumentado cada año en un 3% (2008 a 2013). Este indicador es relativamente bajo y es contradictorio a lo mencionado por Gitman (2007) quien argumenta que cuanto mayor sea la rotación de activos totales, mayor es la eficiencia con la que se han usado sus activos para la generación de ventas, es decir, mayor es la

eficiencia financiera de las operaciones. Considerando la variabilidad presentada en este indicador, es importante resaltar que si bien la mayoría presenta un índice de rotación de activos alrededor de 1,37, coexisten empresas en las que la rotación de activos es muy baja o nula, debido quizás a deficiencias en la toma de decisiones de adquisición de activos o en la gestión de los mismos que ocasionan aumento en costos por depreciaciones, seguros, mantenimiento, entre otros.

La **rotación del patrimonio** para las Pymes del sector comercio refleja una razón de 2,91, de manera que el capital experimenta aproximadamente tres rotaciones en el año. En el mismo sentido, pero considerando las deudas a largo plazo se determinó la **rotación de capital** la cual presenta una leve variación respecto a la rotación de patrimonio con un indicador final de 2,48, no hay una variación sustancial respecto a la rotación de patrimonio debido al escaso financiamiento a través del pasivo a largo plazo. Esta situación deduce que quizás en las Pymes estudiadas, no se está cumpliendo con los intereses de los inversionistas a quienes les interesa que el reembolso del capital sea lo más rápido posible, ya que cuanto más rápido sean colocados los recursos nuevamente en operación más rápido recibirán el incremento por la disposición de los mismos.

### **Indicadores de Endeudamiento**

En cuanto a los niveles de endeudamiento de las Pymes del sector comercio y tomando como referencia la mediana y la distribución de los datos, se observa a nivel general para el periodo 2008 a 2013 los siguientes resultados:

**Ilustración 79 Indicadores de Endeudamiento**

Cuenta o Razón	Ecuación	Dev. Std.	Mediana
Endeudamiento total	5.A	0,281718463	0,13101
Razón de Patrimonio a Activo Total	5.B	0,231358463	0,86899
Endeudamiento a corto plazo	5.C	0,22554201	1
Endeudamiento a Largo plazo	5.D	170,170566	0
Endeudamiento financiero / Activo	5.E	0,225357995	0.0766449
Endeudamiento financiero / Ingresos	5.F	0,217457498	4.697966
Cargos de Intereses	5.G	4,5237706	4.9839629
Pasivo Largo Plazo / Capital	5.H	2,7239938	0
Apalancamiento total	5.I	1,302286714	0,194567
Apalancamiento de Corto Plazo	5.J	1,4415712	0,189657
Apalancamiento Financiero	5.K	1,65928472	0.1449577

Fuente: Elaboración propia

El **indicador de endeudamiento** muestra que en las Pymes del sector comercio, el 13% de sus activos han sido financiados por los acreedores de la empresa. Se destaca que el 40% de las Pymes analizadas han mostrado una tendencia de endeudamiento entre el 10% y 30% a lo largo de los seis años (2008-2009). Estos resultados coinciden con la estructura de financiamiento encontrada en la sub sección anterior, en la cual se evidenció que las fuentes de financiamiento de las Pymes esta fundamentalmente

concentradas en el patrimonio. Adicionalmente se reitera que el **endeudamiento a corto plazo** en estas empresas es significativamente elevado, tomando el dato central de la muestra se observa que a nivel general las Pymes tienen una razón de 1. Se destaca la baja variabilidad de los datos en este indicador.

El **apalancamiento total** para las Pymes del sector comercio muestra que la participación del pasivo externo respecto al patrimonio de la empresa es de un 19,45%, proporción similar para el **apalancamiento a corto plazo** esto debido a que prácticamente el pasivo es en su mayoría a corto plazo; no obstante, teniendo en cuenta la volatilidad registrada en este indicador, se evidencia la existencia de empresas con nulo apalancamiento, es decir, financiadas a través de recursos propios.

Frente al activo total, las **obligaciones financieras** representan un 7,66%, mientras que respecto al patrimonio constituyen un 14,49%. Al comparar este tipo de compromisos con el volumen de ingresos generado por estas empresas, se tiene que las obligaciones financieras son uno punto cinco (1.5) veces el volumen de ventas. Dicha situación es significativamente menor en comparación con los resultados encontrados en el trabajo de Vera et al (2014) sobre el financiamiento de las Pymes en Colombia, el cual se encontró que el endeudamiento financiero a nivel general correspondía 14,6 veces el volumen de ventas. En cuanto a los **cargos por intereses** se resalta la alta capacidad de las Pymes del sector comercio para pagar sus pagos por concepto de intereses, pues el indicador evidenciado muestra un amplio margen de seguridad. Este escenario muestra gran favorabilidad para que este segmento de empresas potencialicen su apalancamiento con recursos bancarios, además evaluando la tendencia de 2008 a 2013 sobre la capacidad de pago se evidencia que este indicador ha ido mejorando.

### **Indicadores de Rentabilidad**

El comportamiento de los indicadores de rentabilidad en las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá en el periodo de 2008 a 2013 muestra una tendencia baja en la capacidad de retribución a los capitales invertidos, es así como el rendimiento sobre el activo es tan solo del 3,7% y la rentabilidad sobre el patrimonio a nivel general está alrededor del 8.5%. Esta situación coincide con los resultados obtenidos en la rotación del activo, lo cuales evidenciaron una rotación ligeramente baja para el sector. Considerando la variabilidad presentada en las medidas de tendencia central, es importante resaltar que en los seis años objeto de estudio, aproximadamente el 11,36% de las empresas examinadas han tenido un rendimiento negativo sobre la rentabilidad tanto del activo como del patrimonio, esta cifra se ha ido incrementando desde 2008 ya que en dicho año el porcentaje de empresas que presentaban resultados desfavorables representaba un 9,2%, mientras que 2013 la cifra ascendía a un 13.52%.

La situación anterior evidencia que los dueños de capital no están recibiendo una rentabilidad suficiente que compense el riesgo asumido y su retribución en la mayoría de los casos es ligeramente superior a la inflación del país, por lo cual es conveniente

replantear estrategias con el fin de obtener márgenes de rentabilidad más atractivos para el dueño de capital. De acuerdo con Gitman (2007) estos indicadores miden la eficacia general de la administración en la generación de utilidades dados los recursos asignados controlando costos y gastos, por tanto entre más alto sea el indicador señala un desempeño mayor por parte de la administración, para el caso el sector comercio los indicadores nos son significativamente altos por lo que se infiere se podrían estar presentando problemas en la gestión de los activos disponibles.

En cuanto al margen bruto de utilidad se observa que aproximadamente el 50% de las Pymes del sector comercio les queda un 31,8% después de pagar los bienes adquiridos (materia prima), no obstante este porcentaje disminuye a un 4,4% después de deducir todos los costos y gastos incluyendo los intereses e impuestos; teniendo en cuenta la variabilidad registrada en este indicador respecto de su mediana, es importante reconocer la presencia de margen bruto mayor en algunas empresa debido a menores costos de los bienes vendidos. Se resalta que un 60% de las empresas presentan un margen neto de utilidad entre 2,8% y 4,4%, mientras que un 10% de los márgenes presentados fueron negativos. En este punto es importante destacar que aproximadamente solo un 50% de las empresas analizadas han presentado utilidades durante los seis años seguidos, lo que evidencia que las otras 50% han experimentado resultados desfavorables por lo menos en un año.

Considerando lo anterior es importante evaluar las decisiones y políticas de la gestión de recursos ya que los resultados económicos evaluados a través de la rentabilidad, de acuerdo con lo señalado por Brigham & Houston (2006) están mostrando los efectos combinados de las razones anteriores, de ahí que sus resultados no sean muy elevados y por el contrario estén presentando disminuciones de 2008 a 2013, como es el caso específico del margen neto de utilidad.

**Ilustración 80 Indicadores de Rentabilidad**

Cuenta o Razón	Ecuación	Dev. Std.	Mediana
Rentabilidad sobre el activo total	6.A	1,975358391	0,0374442
Rentabilidad sobre el patrimonio	6.B	0,094110649	0,0854848
Margen Bruto de Utilidad	6.C	3,173434532	0,3187197
Margen Operacional	6.D	0,314515132	0,0526887
Margen Neto de Utilidad	6.E	1,32299319	0,0444952

Fuente: Elaboración propia

### ***Consideraciones sobre los indicadores de la gestión financiera en las Pymes del sector comercio***

A través de sus razones de liquidez y rotación se observa en el manejo de los recursos en el corto plazo, altos niveles de inversión en capital de trabajo concentrado principalmente en deudores e inventarios. Así mismo se evidencia una relación desfavorable en el ciclo de efectivo, toda vez que el efectivo que recibido fluyen más lento que los pagos realizados. La liquidez y solvencia revelan un punto favorable para estas empresas ya que

en la medida que puedan demostrarlas se facilitará el acceso a fuentes de financiamiento externo, con la posibilidad de negociar las condiciones de la obligación, tasas de financiamiento, cuotas de manejo etc., es decir podrán tener ventajas en el momento de solicitar un producto o servicio

Al comparar los rubros de cuentas por cobrar y proveedores se evidencia que el 80% de las Pymes guarda una relación desfavorable entre el financiamiento en proveedores y el otorgamiento de crédito, de igual forma es importante resaltar que la rotación de cartera es baja si se tiene en cuenta la naturaleza del sector, lo cual puede deberse a flexibilidad en las políticas de crédito, deficiencias en la gestión de cobro, selección de clientes o situación competitiva. Es importante emprender acciones de mejoramiento ya que una deficiencia en la recuperación de cartera implica mayores costos y por ende afecta las utilidades.

Se detecta también un nivel de rotación de inventarios muy bajo, lo cual permite inferir que se están generando excedentes de inventario o se están reteniendo mercancías obsoletas cuyos valores no se encuentran re expresados, lo que genera un costo de oportunidad al tener recursos inmovilizados así como mayores costos de control y almacenaje. Estos indicadores reflejan una situación preocupante si se considera la naturaleza del sector y la importancia de esta variable dentro del negocio, por lo cual se requieren acciones de mejoramiento, ya que un manejo ineficiente de los inventarios puede tener impactos en otras variables como la liquidez, la rentabilidad y el acceso a financiamiento.

Al analizar los indicadores de endeudamiento se comprueba nuevamente los resultados encontrados en la sección de fuentes de financiamiento, evidenciando un financiamiento en mayor parte a través del patrimonio y un apalancamiento principalmente a corto plazo, con un bajo nivel de apalancamiento financiero. Las obligaciones financieras son la tercera fuente de financiamiento en el corto plazo, no obstante su representatividad es baja. Se observa que la empresas del sector comercio tienen gran potencial a través de sus utilidades para garantizar compromisos bancarios. Durante el periodo 2008 a 2013 ha habido un incremento de la capacidad de las empresas para pagar sus deudas, lo cual podría convertir a los préstamos financieros en una fuente alternativa para soportar actividades de expansión y desarrollo, lo que a su vez contribuiría a mejorar los niveles de rendimiento de la inversión a sus accionistas (Brigham & Houston, 2006).

#### **10.4 Relación entre los elementos de la gestión financiera y las fuentes de financiamiento utilizadas por las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá**

Con el fin de examinar una posible relación entre los elementos de la gestión financiera y las fuentes de financiamiento, una vez calculadas las razones financieras para cada una de las variables se procede a determinar la relación existente mediante el uso de la técnica estadística de correlación. Teniendo en cuenta el comportamiento y distribución de los datos se hace necesario realizar el análisis de las variables siguiendo la metodología del coeficiente de Spearman (Restrepo & González; 2007). El procedimiento metodológico para la selección de dicho coeficiente se detalla en el *Anexo 13*. A continuación se muestran las correlaciones estadísticas encontradas para las cuales se consideró un nivel de significancia del 0,01.

Ilustración 81 Coeficientes de Correlación de Spearman de los indicadores financieros de las Pymes del Sector Comercio de Bogotá (2008-2013)

	Endeudamiento total	Endeudamiento a corto plazo	Endeudamiento a Largo plazo	Endeudamiento Financiero / Activo	Endeudamiento Financiero / Ingresos	Pasivo Largo Plazo / Capital	Apalancamiento total	Apalancamiento a corto plazo	Apalancamiento Financiero	Cargos de intereses
<b>Indicadores de liquidez</b>										
Capital de Trabajo	-0.256	-0.161	0.1615	-0.063	-0.024	0.1517	-0.208	-0.249	-0.086	0.2441
Razón Corriente	-0.652	-0.216	0.2174	-0.294	-0.219	0.1463	-0.606	-0.718	-0.353	0.1496
Índice de disponibilidad inmediata	-0.46	-----	-----	-0.381	-0.382	-0.06	-0.427	-0.444	-0.404	0.2174
Prueba Ácida	-0.563	-0.086	0.0873	-0.29	-0.27	0.0292	-0.527	-0.589	-0.332	0.1894
<b>Indicadores de solvencia a largo plazo</b>										
Solidez	-0.999	0.1709	-0.17	-0.39	-0.289	-0.255	-0.939	-0.864	-0.49	0.2075
<b>Indicadores de eficiencia (rotación y actividad)</b>										
Rotación de Cartera	-----	-0.021	0.0224	-----	-----	0.0278	-----	-----	0.0253	0.0742
Rotación de Proveedores	0.1147	-0.021	0.0221	0.0789	0.0706	0.042	0.1144	0.1312	0.0966	0.0278
Rotación de Inventarios	-----	0.037	-0.036	-----	-0.07	-0.027	-----	0.0523	0.0255	0.1216
Rotación de activos	0.186	0.1097	-0.109	0.0747	-0.169	-0.072	0.1949	0.2693	0.1138	0.1757
Rotación de Capital	0.4852	0.2307	-0.23	0.1744	-0.043	-0.153	0.5295	0.6441	0.2765	0.0925
Rotación de Patrimonio	0.6169	-----	-----	0.2478	0.0316	0.1168	0.6763	0.6955	0.3759	0.0414
<b>Indicadores de rentabilidad</b>										
Rentabilidad Sobre el Activo Total	-0.219	0.0874	-0.087	-0.108	-0.158	-0.082	-0.17	-0.114	-0.113	0.5544
Rentabilidad sobre el Patrimonio	0.3501	0.0332	-0.032	-----	-0.07	-0.023	0.116	0.1468	-----	0.4537
Margen Bruto De Utilidad	-0.153	-0.036	0.037	-----	0.1114	0.0293	-0.137	-0.149	-0.046	0.0706
Margen Operacional	-0.142	-0.044	0.0448	0.0942	0.1359	0.0503	-0.097	-0.092	0.0729	0.3025
Margen neto de utilidad	-0.299	0.0326	-0.032	-0.135	-0.061	-0.042	-0.25	-0.228	-0.154	0.5065

*Correlaciones significativas al nivel del 0,01. ----- Correlaciones No Significativas*

Fuente: Elaboración propia. Formato del cuadro basado en Vera et al (2014). Tablas completas en Anexo 13.

Observando la correlación presente entre los indicadores de **liquidez y financiamiento** se evidencia una relación negativa media con el endeudamiento total, de manera que variaciones en la liquidez presentan una asociación negativa media con los niveles de endeudamiento y apalancamiento total. De este modo se tiene que las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá en la medida que tienen un comportamiento favorable en la liquidez no presentan un financiamiento muy fuerte. De igual forma se aprecia que las empresas que tienen una gestión deficiente en el capital de trabajo tienden a buscar apoyo mediante financiamiento especialmente en el corto plazo y en un nivel medio a través de obligaciones financieras. Así mismo se observa que en la medida que la razón corriente y el capital de trabajo son más sólidos, en estas empresas hay un comportamiento asociado a buscar endeudamiento a largo plazo.

La situación descrita anteriormente corresponde con los hallazgos encontrados respecto a los altos niveles de liquidez y solvencia durante los años 2008 a 2013, los cuales se deben en gran medida al escaso endeudamiento que han tenido las Pymes del sector comercio ya que su financiamiento ha sido principalmente con fondos del patrimonio. En este punto vale la pena resaltar que aunque la liquidez presenta una relación negativa con el endeudamiento total, no obstante su relación con el endeudamiento a largo plazo muestra una relación positiva, lo cual denota que niveles altos y medios de liquidez propician en este segmento de empresas endeudamiento a largo plazo ya que a corto plazo han logrado un buen nivel para desarrollar sus operaciones.

En cuanto a los indicadores de **solidez y financiamiento**, las asociaciones presentadas muestran una alta correlación negativa con el endeudamiento y el apalancamiento total, lo cual confirma que debido a que las Pymes del sector comercio están financiadas con recursos patrimoniales principalmente, no hay un comportamiento tendiente a buscar endeudamiento. No obstante, se evidencia que en la medida que la solidez de estas empresas baje hay un comportamiento asociado al endeudamiento en un nivel medio a corto y largo plazo.

En cuanto a los indicadores de **eficiencia y financiamiento** se observa una relación positiva media alta con el endeudamiento y apalancamiento total, de manera que las variaciones en los índices de rotación, sean positivas o negativas, se asocian con un comportamiento en el mismo sentido en los niveles de endeudamiento y apalancamiento total. Es así como las Pymes del sector comercio que presenten un mejor desempeño a través de sus indicadores de eficiencia buscaran endeudamiento soportado en el mejor nivel de sus operaciones, contrario a aquellas empresas cuyos indicadores de rotación muestren escenarios ineficientes de operación, las cuales optarán por alternativas de financiamiento principalmente a largo plazo especialmente a través de obligaciones financieras quizás en gran medida mientras logran estabilizar sus operaciones en el corto plazo.

De este modo aquellas organizaciones con una mejor eficiencia son aquellas que presentan mayores proporciones de financiamiento, lo cual responde a lo señalado por Vera et al (2014:10) respecto que *“la financiación a través de pasivo no responde al tamaño de la empresa, representado en sus activos, sino que obedece en buena medida a la eficiencia que muestra la gerencia en el manejo de sus operaciones*).

Sin embargo en las asociaciones de los índices de eficiencia, se destaca la correlación positiva media entre las rotaciones de capital y patrimonio y el endeudamiento, lo cual denota que una buena rotación en estos indicadores tienen una relación de mejora en el endeudamiento en el corto plazo. Esta situación es coincidente con las razones halladas en la sección anterior, las cuales mostraron resultados bajos en los indicadores de rotación de capital y patrimonio y un escaso nivel de endeudamiento en las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá.

En las relaciones de **rentabilidad y endeudamiento** se observa una correlación positiva baja entre la rentabilidad del patrimonio y el endeudamiento, es decir que aunque en un nivel bajo, las variaciones en la rentabilidad del patrimonio tienen un comportamiento en el mismo sentido con el endeudamiento. No obstante a nivel general los índices de correlación muestran una asociación negativa de los márgenes de utilidad bruta, operacional y neto con la variable endeudamiento, lo que permite inferir que a mejores niveles de rentabilidad las Pymes del sector comercio prestan menor atención al endeudamiento. Teniendo en cuenta lo anterior se deduce que la rentabilidad es una variable menos determinante en el momento de adquirir financiamiento a través de terceros, por lo cual en la medida en que los márgenes de rentabilidad sean buenos habrá mayor inclinación por recurrir a financiamiento interno generando condiciones que demuestran la situación evidenciada para las Pymes del sector comercio sobre financiamiento primariamente patrimonial, favoreciendo la presencia del enunciado número uno de la teoría de pecking order (Brealy & Myers, 2005).

### **Consideraciones sobre la relación entre los elementos de la gestión financiera y las fuentes de financiamiento utilizadas por las Pymes del sector comercio.**

El análisis correlacional realizado muestra que no hay una gestión de financiamiento a largo plazo. La gestión de recursos está concentrada en el patrimonio y financiamiento de corto plazo específicamente a través de los proveedores, lo cual puede deberse en primer lugar, desde una perspectiva interna, a que las Pymes presentan resistencia a incorporar pasivos de largo plazo ya sea por los altos costos que pueden presentarles dichas fuentes o por temor a perder el control del negocio y en segundo lugar, desde una perspectiva externa, esta situación también puede deberse a que las instituciones financieras no encuentran interés en otorgar recursos a este tipo de empresas pues las Pymes no están mostrando adecuadamente la potencialidad de sus gestión y sus utilidades no presentan gran estabilidad y crecimiento (Sánchez 2007; Salazar & Guerra, 2007)

Producto del análisis de correlaciones se ha identificado que mejoras en los índices de liquidez y eficiencia podrían asociarse con una mejora con el acceso a financiamiento, especialmente con el acceso a financiamiento a largo plazo, de manera que en la medida de una mejor configuración en la gestión financiera de las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá se generan condiciones que favorecen el nivel de endeudamiento especialmente a largo plazo. En este punto es importante precisar que si bien la gestión financiera no es la única herramienta para mejorar el acceso a financiación (Vera et al, 2014), este instrumento puede contribuir no solo a acceso a diferentes alternativas de financiamiento sino al mejor desempeño del negocio en término de mejoras en la rentabilidad y crecimiento de las operaciones. A nivel general los indicadores de liquidez, solvencia, rotación de capital, rotación de patrimonio, rotación de activos, rotación de proveedores tuvieron una asociación positiva con el endeudamiento a largo plazo. De manera que un mejoramiento en la gestión financiera interna puede facilitar la obtención de este tipo de recursos, los cuales pueden permitir a este segmento empresarial emprender proyectos de expansión y crecimiento que contribuyan a mejorar su operaciones y por ende sus márgenes de utilidad.

De igual forma se evidenció la asociación positiva en un nivel medio entre los indicadores analizados y el endeudamiento a través de obligaciones financieras, por lo cual se infiere que una adecuada configuración de la gestión financiera puede favorecer el acceso a financiamiento a través de esta alternativa. Además un mejor desempeño en sus indicadores de liquidez, eficiencia, solvencia y rentabilidad les puede permitir a las Pymes acceder en mejores condiciones a fuentes alternativas de financiación. En este sentido si bien se observa en las Pymes del sector comercio renuencia a endeudarse con el sector bancario tal vez por los posibles costos financieros, este segmento empresarial tienen una estructura financiera que puede favorecer las condiciones de negociación, pues sus altos índices de liquidez y solvencia se convierten en un respaldo para las instituciones financieras; además si esto se complementa con un mejoramiento en la gestión y eficiencia de sus operaciones se pueden generar grandes ventajas en el momento de acceder a alternativas externas de financiamiento al tener una estructura y gestión financiera más formalizada (Salazar & Guerra, 2007; Sánchez, 2007; Correa, 2009)

Finalmente, en cuanto a la rentabilidad, se observó que no es una variable altamente determinante en los niveles de endeudamiento de las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá, por lo cual en la medida en que los márgenes de rentabilidad sean buenos habrá mayor inclinación por recurrir a financiamiento interno antes que a recursos externos.

## 11 LINEAMIENTOS DE MEJORA

Considerando el entorno cambiante y competitivo en el que se mueven las Pymes en la actualidad, la gestión estratégica de sus operaciones cobra gran importancia al ser un mecanismo que permite afrontar situaciones adversas y mantenerse activamente en el mercado, de ahí que el concepto de gestión estratégica haya trascendido a las pequeñas y medianas empresas y se convierta en una herramienta útil con el fin de direccionarlas hacia el cumplimiento de objetivos. Sin duda, de acuerdo con Brigham & Houston (2006) el establecimiento de planes estratégicos bien articulados permite apoyar la toma de decisiones de manera ordenada y coherente, enfocada en acciones que generen valor y que propendan por el logro de los objetivos y metas de la organización.

Los procesos y actividades dentro de la organización son llevados a cabo mediante áreas funcionales como lo son: producción, mercadeo, recursos humanos, finanzas, investigación y desarrollo, entre otras. Estas áreas trabajan en conjunto y cada una se considera pieza clave para el logro de los objetivos del negocio y para el desarrollo con éxito de la estrategia global (Vera, 2010). De este modo, a pesar de que la planeación estratégica de las empresas se realice de manera integral enfocada a un objetivo específico, las distintas áreas que conforman la empresa establecen sus propios objetivos y estrategias, los cuales deben estar alineados con la estrategia principal. De ahí la importancia de que cada área diseñe mecanismos de acción enmarcados en la planeación estratégica con el fin de coordinar las decisiones que se generan en función de los objetivos estratégicos y visualizando los distintos escenarios por los que la empresa puede atravesar (Suárez, 2003)

Una de las áreas mencionadas anteriormente es la financiera, y en el marco de esta área se lleva a cabo el proceso de gestión financiera, la cual representa en la actualidad un rol preponderante en la estructura organizativa al ser la encargada de gestionar los recursos de la empresa y fundamentar la toma de decisiones para optimizar resultados y añadir valor (Santandreu & Santandreu, 2000; Córdoba, 2012; García & Bedoya, 2010). Es importante resaltar que este proceso de gestión no solo debe estar alineado con la estrategia global, dicha gestión debe tener un enfoque integrador con las demás áreas que componen la organización de manera que su diseño e implementación debe realizarse teniendo en cuenta la interdependencia de las áreas (Correa, 2009)

Dentro del proceso de gestión financiera es necesario la utilización de diferentes actividades tales como: formulación de objetivos, diseño de estrategias, planeación, definición de políticas, establecimiento de metodologías y determinación de mecanismos de control, entre otros. (Santandreu & Santandreu, 2000; Vera, 2012). De los elementos mencionados, destacamos para los propósitos de las acciones de mejora contempladas en este trabajo el elemento de "*Planeación Financiera*", el cual hace parte del plan estratégico de la empresa y actualmente en las Pymes es considerado un elemento importante en su desarrollo,

convirtiéndose en una línea que modela y guía el perfil financiero de este tipo de empresas (Saavedra, 2011).

Considerando lo anteriormente expuesto, es importante incorporar en los procesos internos de las Pymes herramientas de planificación y control financiero ya que estos instrumentos pueden generar ventaja competitiva al orientar y facilitar las decisiones relacionadas con la gestión de los recursos, potencializando su crecimiento en el mediano y largo plazo. Es por esto que las acciones de mejoramiento desarrolladas en esta investigación, producto de los hallazgos encontrados en la gestión financiera de las Pymes del sector comercio de la ciudad Bogotá, están enfocadas hacia alternativas de planeación para cada elemento de la gestión financiera analizado, estableciendo de acuerdo con Suárez (2003) normas guías de actuación financiera que determinen a las empresas las pautas a seguir para mejorar sus operaciones, con el fin de que organicen sus procesos y focalicen esfuerzos especialmente en aquellos elementos que presentan debilidades.

De igual forma siguiendo a Brigham & Houston (2006), es importante que el proceso de planeación y gestión vaya acompañado de mecanismos de control, por lo cual para el caso específico de las Pymes del sector comercio se recomienda que junto a la incorporación de los diferentes elementos de planeación que se sugieren más adelante, se establezcan indicadores de seguimiento, de manera que se pueda efectuar observación del comportamiento y desempeño de las estrategias implementadas y se detecten desviaciones respecto a los resultados esperados. El establecimiento de indicadores tiene como finalidad facilitar la planeación y el control, entregando información permanente sobre el desempeño de las acciones emprendidas con el fin de detectar problemas oportunamente y efectuar los correctivos del caso (Beltrán, 2000). Para el diseño de los mismos de acuerdo con Beltrán (2000), la clave está en identificar las variables centrales de cada proceso con el fin de que éstas sintetizen el comportamiento a nivel general en cada área funcional.

En este orden de ideas, las matrices presentadas a continuación contienen algunas acciones de mejora, las cuales han sido estructuradas tomando en primer lugar como punto de partida el diagnóstico encontrado en la sección de resultados y en segundo lugar retomando las propuestas de diversos autores como Santandreu & Santandreu (2000), Houston & Brigham (2006) y Saavedra (2011) sobre gestión financiera y planeación financiera estratégica. Dichas acciones han sido agrupadas siguiendo los diferentes elementos de la gestión financiera identificados en las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá, no obstante es importante considerar que las acciones propuestas se enmarcan en actividades de planeación estratégica globales en la empresa, de manera que deben existir ciertas condiciones a nivel general para su adecuada ejecución (Santandreu & Santandreu, 2000):

- Establecimiento de objetivos y estrategias organizacionales
- Definición de políticas y directrices globales de la empresa
- Identificación y esquematización de las fortalezas, amenazas, debilidades y oportunidades en la organización

- Caracterización de variables del entorno empresarial (demanda, mercado, crecimiento, políticas gubernamentales...etc.)
- Determinación de sistemas de seguimiento y control
- Definición de objetivos, alcance, políticas e indicadores para cada área funcional
- Presupuestos detallados por cada área funcional

De igual forma es importante precisar que las acciones de mejora propuestas en esta investigación han sido estructuradas con base en los indicadores financieros sectoriales, no obstante dichas acciones son generales y tienen el propósito de convertirse en una guía que puede ser utilizada y aprovechada por las Pymes del sector comercio, por lo cual deben evaluarse y adaptarse a las características particulares de cada organización, considerando sus planes empresariales y el diagnóstico específico de su situación.

Ilustración 82 Acciones de mejora en Liquidez y Solvencia para las Pymes del Sector Comercio de la ciudad de Bogotá

Indicador	Hallazgos	Acciones de mejoramiento
<b>LIQUIDEZ SOLVENCIA</b>	<p>Se evidencia que las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá presentan un nivel de liquidez y solvencia positivo y alto, el cual ha mostrado una tendencia razonablemente estable en el periodo evaluado.</p> <p>Se observa correspondencia entre las inversiones realizadas y los recursos utilizados.</p> <p>No hay indicios que muestren que las empresas de este sector puedan presentar problemas de liquidez en el corto plazo.</p> <p><b>Aspectos Potenciales</b></p> <p>La liquidez y solvencia mostrada por las Pymes del sector comercio muestra una potencialidad de estas empresas en:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.Capacidad de pago de la deuda en el corto y largo plazo</li> <li>2.Proceso de toma de decisiones acertadas</li> <li>3.Intensificación del nivel de actividades operativas</li> <li>4.Posibilidad de aprovechar de oportunidades de expansión</li> <li>5. Adquisición de créditos en condiciones más favorables, ya que una alta solvencia permiten líneas de crédito abiertas en el momento que se necesiten y con un menor costo.</li> </ol>	<p>Considerando los altos niveles de liquidez y solvencia es conveniente evitar el síndrome cero, es decir aquella tendencia en la cual cuando el negocio marcha bien no se concentran ni previenen necesidades futuras (Saavedra, 2011), por lo cual es pertinente efectuar una <i>Gestión y Planeación financiera adecuada del circulante</i> de manera que se propenda por la viabilidad futura de la empresa. Además se busca que dicha gestión permita una mejor utilización de los recursos y sirva para emitir señales de alerta, ya sea para adelantarse a situaciones desfavorables o para aprovechar situaciones ventajosas para la empresa, una gestión deficiente de activos y pasivos en el corto y largo plazo puede perjudicar las buenas oportunidades que lleguen a tener la empresa.</p> <p>A continuación se muestran algunas actividades a tener en cuenta en la gestión del circulante a través de la partida del disponible:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Realizar un presupuesto de caja y flujo de efectivo con el fin de planificar la forma en que se administrará el dinero, de manera que se detecten los momentos de ingreso y salida del efectivo y se pueda lograr un equilibrio provechoso para la empresa.</li> <li>2. Llevar un control y seguimiento de cada una de las entradas y salidas de efectivo.</li> <li>3. Determinar los saldos de disponible apropiados evitando exceso de efectivo ocioso, los cuales castigan la rentabilidad y el rendimiento de las inversiones</li> <li>4. Efectuar una evaluación de los niveles de liquidez y un esquema de distribución que satisfaga las siguientes necesidades:</li> </ol> <p><b>*Presupuesto de actividades correspondientes a 1 mes</b>  <b>*Reserva de emergencia para subsanar gastos por lo menos de 3 meses</b>  <b>*Disponible para financiar operaciones de capital y expansión, para lo cual es importante visualizar a dónde quiere llegar el negocio.</b></p>

		<p><b>*Fondo destinado a cubrir necesidades de un nivel medio en el corto plazo tales como: vacaciones, retiros, eventos e imprevistos</b></p> <p><b>*Efectivo disponible para alternativas de inversión corriente</b></p> <p>5. Determinar el nivel de capital de trabajo y establecer mecanismos de control y seguimiento</p> <p>6. Establecer y controlar el ciclo operativo del negocio, ya que esto permitirá determinar las necesidades de liquidez futura.</p> <p>7. Efectuar presupuestos de operación</p> <p>8. Establecer políticas de inversión a corto y largo plazo: plan detallado de las inversiones, cuantificación del valor, forma de pago y retorno esperado.</p> <p>9. Determinar un sistema de control que guíe la asignación y uso de fondos.</p>
--	--	---

Fuente: Elaboración propia con base en Saavedra (2011), Santandreu y Santandreu (2000) y Brigham & Houston (2006)

### Ilustración 83 Acciones de mejora en Eficiencia para las Pymes del Sector Comercio de la ciudad de Bogotá

Indicador	Hallazgos	Acciones de mejoramiento
<b>EFICIENCIA</b>	<p>A nivel general se evidencia que los indicadores de eficiencia presentan unas rotaciones aceptables entre 1 y 2, pero no son significativamente altas, si se considera la naturaleza del negocio del sector.</p> <p>La rotación de cartera es demasiado baja (en promedio 1 vez por año), lo cual puede deberse a flexibilidad en las políticas de crédito, deficiencias en la gestión de cobro, selección de clientes o situación competitiva. Durante los seis años el indicador se ha mantenido constante.</p>	<p>Teniendo en cuenta las debilidades que reflejan los bajos índices de rotación de las Pymes del sector comercio, es conveniente efectuar acciones de mejoramiento encaminadas a realizar una gestión más fuerte del circulante a través de la partida de deudores, inventarios y proveedores ya que resultados ineficientes en estas partidas pueden afectar en el largo plazo la liquidez y rentabilidad. A nivel general un aspecto que incide en la rotación de deudores, proveedores e inventarios, puede ser la baja capacidad de negociación de las empresas por su tamaño pequeño, de este modo resulta pertinente la creación de redes de empresas o el fortalecimiento de organismos gremiales, que unifiquen ciertas prácticas, aumenten el volumen de operaciones dentro de esas redes y mejoren las condiciones de negociación.</p>

	<p>Se refleja una relación desfavorable entre los índices de rotación de cartera y proveedores en las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá toda vez que el efectivo que desembolsan fluye más rápido que el recibido.</p> <p>La rotación de inventarios es significativamente baja, lo cual está generando probablemente excesos de inventario improductivo y costos de oportunidad (Inversión con una tasa cero rendimiento), así como mayores costos de control y almacenaje.</p> <p>La rotación de activos es baja, lo cual permite inferir que existen fallas en la gestión del uso de activos.</p> <p>El nivel de rotación de capital y patrimonio muestra un indicador medio, de lo cual se infiere que no se está cumpliendo con los intereses de los inversionistas a quienes les interesa que el reembolso del capital sea lo más rápido posible.</p>	<p>De igual forma, si bien estas cuentas pertenecen a áreas diferentes dentro de la empresa como lo son comercial, logística, almacén y compras, es importante considerar que el circulante es un conjunto global, por lo que la gestión financiera del circulante permite una perspectiva integradora y alinea las demás áreas hacia un objetivo: eficiencia y creación de valor.</p> <p>A continuación se muestran algunas actividades a tener en cuenta en la gestión del circulante a través de las partidas de deudores, inventarios y proveedores.</p> <p><b>Deudores</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Establecer los costos de otorgamiento de crédito, así como los costos de demora e incumplimiento, con el fin de determinar el tiempo y descuento más conveniente</li> <li>2. Determinar el estándar óptimo de crédito igualando los costos marginales de créditos con las utilidades marginales por el incremento de las ventas.</li> <li>3. Establecer y revisar periódicamente las políticas de crédito teniendo en cuenta el tiempo, descuento y riesgo establecido, así como garantizando que se encuentren alineadas con los objetivos y metas estratégicos de la empresa.</li> <li>4. Determinar los criterios y variables de estudio para otorgamiento de crédito, considerando el perfil, la capacidad y garantías de cada cliente</li> <li>5. Establecer el nivel de riesgo de cada cliente.</li> <li>6. Analizar la composición de la cartera, evaluando el nivel de participación de cada cliente.</li> <li>7. Revisar y verificar periódicamente el estado de cartera</li> <li>8. Establecer mecanismos de control y seguimiento a las cuentas por cobrar</li> <li>9. Evaluar el impacto de las políticas de crédito sobre las ventas.</li> </ol> <p><b>Inventarios</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Determinar el promedio de salida de las mercancías (nivel de rotación por producto)</li> <li>2. Definir el equilibrio entre la flexibilidad que otorgan los inventarios y los costos de mantenerlos</li> </ol>
--	--	--

		<p>3. Especificar la inversión óptima de inventario con el fin de evitar exceso de recursos que pueden ser invertidos en otros proyectos</p> <p>4. Realizar una rotación oportuna de mercancías con el fin de prevenir deterioros, obsolescencia, mermas y desperdicios</p> <p>5. Garantizar un nivel de existencias para atender la demanda (establecer márgenes de seguridad)</p> <p>6. Establecer mecanismos de control de inventarios, ajustando periódicamente la rotación</p> <p><b>Proveedores</b></p> <p>1. Revisar los acuerdos efectuados con los proveedores, estableciendo las condiciones más favorables para la empresa en cuanto a: precio, plazo de pago, entrega y calidad.</p> <p>2. Definir una política de proveedores alineada con los objetivos y metas estratégicos de la empresa</p> <p>3. Elaborar presupuesto de compras considerando el presupuesto de ventas</p> <p>4. Efectuar alianzas estratégicas con los proveedores</p>
--	--	---

Fuente: Elaboración propia con base en Saavedra (2011), Santandreu y Santandreu (2000) y Brigham & Houston (2006)

#### Ilustración 84 Acciones de mejora en Endeudamiento para las Pymes del Sector Comercio de la ciudad de Bogotá

Indicador	Hallazgos	Acciones de mejoramiento
<b>ENDEUDAMIENTO</b>	<p>La estructura financiera de las Pymes del sector comercio muestra un comportamiento estable durante los años 2008 a 2013, sin variaciones significativas en la proporción de pasivo y patrimonio.</p> <p>El 25% de las empresas están financiadas únicamente con patrimonio. El 75% de las empresas restantes tienen financiamiento de deuda y patrimonio, con una</p>	<p>A nivel de gestión de financiamiento se evidencia una concentración de las empresas en la gestión financiera de corto plazo soportada en proveedores, sin embargo es necesario considerar la utilización de créditos u otras alternativas de financiamiento ya que los empresarios de las Pymes del sector comercio están utilizando sus propios recursos, pero probablemente trasladan de acuerdo con Saavedra (2011) su propio futuro financiero a la empresa, lo cual no es saludable para ninguna de las partes. Además, el financiamiento fundamentalmente patrimonial se convierte en un limitante hacia alternativas de crecimiento y</p>

	<p>proporción en promedio del 13,08% y 86,66% respectivamente.</p> <p>Las fuentes de financiamiento de las Pymes del sector comercio están soportadas principalmente en patrimonio.</p> <p>El apalancamiento de las Pymes a nivel general es de corto plazo, soportado mayoritariamente en los proveedores.</p> <p>Las pequeñas empresas presentan financiamiento a través del pasivo únicamente a corto plazo. Las empresas medianas presentan financiamiento con pasivo a largo plazo pero en una proporción muy baja.</p> <p>Las obligaciones financieras son la tercer fuente de financiamiento a corto plazo de las Pymes , sin embargo respecto al activo solo representan 7,66%</p> <p><b>Aspectos Potenciales</b></p> <p>El margen de seguridad para los pagos por intereses es significativamente alto, lo cual resalta la capacidad de las Pymes del sector comercio para pagar sus compromisos. A nivel general este indicador ha ido mejorando en el periodo 2008-2013.</p>	<p>expansión pues los recursos aportados están enfocados en solventar la operación del negocio.</p> <p>Los índices de correlación de liquidez, solvencia y eficiencia evidenciaron una asociación positiva media y alta con los indicadores de endeudamiento especialmente a largo plazo, de manera que se puede tener como una alternativa el mejoramiento en la operación administrativa con el fin de crear condiciones que permitan recurrir a otros instrumentos de financiamiento.</p> <p>De igual forma las correlaciones observadas muestran una asociación positiva media con el apalancamiento financiero, por lo cual se tiene como una alternativa favorable para las Pymes del sector comercio el financiamiento a través del crédito bancario, y considerando los resultados mostrados por estas empresas se evidencia su alta capacidad para responder con compromisos futuros y el respaldo a través de sus operaciones, lo cual es un punto a favor respecto al otorgamiento y condiciones de crédito (plazos, tasas, comisiones, descuentos, garantías exigidas etc.)</p> <p>Es importante considerar que el gobierno nacional ha establecido diferentes programas y modalidades de acceso al financiamiento (Ver sección 8.4), no obstante las mismas entidades gubernamentales resaltan que el éxito de las solicitudes radica en que la información contable y financiera sea oportuna y consistente, demostrando la capacidad del flujo de caja y el desempeño financiero y operativo de la empresa.</p> <p>A continuación se muestran algunas actividades a considerar en la gestión del financiamiento a corto y largo plazo:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Acorde a las políticas de inversión a corto y largo plazo, determinar las necesidades financieras (nivel de endeudamiento: ¿cuánto y cuándo?)</li> <li>2. Estimación y proyección de las necesidades de financiamiento a largo plazo.</li> <li>3. Análisis de las diferentes alternativas de financiamiento considerando el costo</li> </ol>
--	---	--

		<p>asociado, seleccionando la alternativa que más le favorezca teniendo en cuenta la rentabilidad del negocio.</p> <p>4. Planeación y seguimiento a la estructura de capital.</p> <p>5. Análisis del presupuesto de capital.</p>
--	--	--

Fuente: Elaboración propia con base en Saavedra (2011), Santandreu y Santandreu (2000) y Brigham & Houston (2006)

#### Ilustración 85 Acciones de mejora en Rendimiento para las Pymes del Sector Comercio de la ciudad de Bogotá

Indicador	Hallazgos	Acciones de mejoramiento
<b>RENDIMIENTO</b>	<p>Los márgenes de rentabilidad muestran un rendimiento que no están compensando adecuadamente al capital invertido, ya que los índices muestran porcentajes ligeramente superiores a la inflación.</p> <p>Se observa un incremento en el número de empresas que han desmejorado los márgenes de rentabilidad ha aumentado en un 4,3% de 2008 a 2013</p> <p>Se evidencia que el 50% de las empresas analizadas ha presentado utilidades durante los seis años, no obstante el otro 50% de las empresas ha presentado pérdidas por lo menos en un año aunque no han sido muy altas</p>	<p>La liquidez y la rentabilidad son variables contrapuestas, la posesión de activos líquidos tiene por objetivo garantizar pagos pero no siempre esa inversión la hace en activos rentables. Se debe lograr un equilibrio entre ambas variables.</p> <p>A continuación se muestran algunas actividades a considerar en la gestión de la rentabilidad de la empresa:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Establecimiento de objetivos de rentabilidad</li> <li>2. Definición de márgenes financieros y mecanismos de control y seguimiento</li> <li>3. Evaluar el volumen de ventas y precios</li> <li>4. Análisis y control de gastos</li> <li>5. Identificar los productos, clientes y canales de comercialización que son realmente rentables y están acordes al objetivo de rentabilidad establecido.</li> </ol>

Fuente: Elaboración propia con base en Saavedra (2011), Santandreu y Santandreu (2000) y Brigham & Houston (2006)

## 12 CONCLUSIONES

Considerando los estudios que se han realizado respecto a las principales problemáticas de las Pymes a nivel nacional y latinoamericano, se observó que una de las mayores dificultades que presentan estas empresas es la obtención de recursos a través de fuentes externas con el fin de solventar sus operaciones y emprender proyectos que favorezcan su desarrollo y crecimiento. De esta manera el interés de esta investigación se centró en abordar dicha problemática pero desde una perspectiva interna, es decir, abordando los obstáculos que presentan la Pymes en su gestión, para lo cual se seleccionó específicamente la variable gestión financiera, que si bien no es la única limitación que presentan las organizaciones si constituye una de las causas que dificulta el acceso a diferentes alternativas de financiamiento. De este modo se obtuvieron dos variables objeto de estudio: *gestión financiera* y *financiamiento*, las cuales fueron analizadas bajo un soporte teórico y un análisis de la información financiera de las organizaciones del sector comercio en la ciudad de Bogotá para el periodo comprendido de 2008 a 2013.

El principal aporte de esta investigación fue explorar la situación actual de uno de los sectores más impactantes e influyentes en la economía de la ciudad de Bogotá con el fin de efectuar un diagnóstico de su gestión financiera y la relación de ésta con sus alternativas de financiamiento, así mismo identificar las problemáticas financieras presentes, con el fin de establecer estrategias y acciones de mejoramiento.

En este orden de ideas, la pregunta de investigación se enfocó en determinar si la configuración de una gestión financiera en pequeñas y medianas empresas se relacionaba con un mejor acceso a financiamiento. Con el fin de responder esta pregunta se estudiaron distintas visiones e investigaciones de expertos en el tema, las cuales permitieron conceptualizar y construir un marco teórico que respaldara esta investigación. De este modo se logró establecer una síntesis de las concepciones de diferentes académicos, así como una comprensión de las características, generalidades, estructura, elementos e importancia de ambas variables: gestión financiera y financiamiento.

Seguidamente y con el ánimo de contextualizar las unidades económicas y el sector objeto de estudio, se procedió mediante la revisión de fuentes secundarias a realizar una caracterización de las pequeñas y medianas empresas y una caracterización del sector comercio. Respecto al primero se logró identificar la definición y clasificación de las empresas por tamaño en Colombia, el número de establecimientos, distribución geográfica, empleos generados, distribución empresarial por actividad económica y la evolución que han experimentado las Pymes en el periodo 2008 a 2013 tanto en Colombia como en Bogotá. De este modo se observó que en Colombia el parque empresarial está conformado principalmente por microempresas en un 96,35%, Pymes en un 3.5% y grandes empresas tan solo un 0.13%, se evidencia que las Pymes generan

una tercera parte del empleo del país (30.5%) y se encuentran ubicadas principalmente en Bogotá, Antioquia, Valle y Cundinamarca con un participación del 22.8%, 13.5% 9.6% y 6.30% respectivamente.

En cuanto a la caracterización del sector comercio se identificaron los principales indicadores económicos y financieros así como la distribución y evolución de las pymes en el sector. En este orden de ideas se encontró que el sector comercio es uno de los sectores más importantes de la economía, con una alta aportación al PIB y a la generación de empleo, en los últimos 4 años dicho sector ha presentado una tasa de crecimiento constante superior al 4% y ha experimentado un incremento permanente en la ventas. Se observa que el número de establecimientos empresariales se encuentra desarrollando principalmente actividades en el sector comercio tanto a nivel nacional como en Bogotá, 50% y 36.26% respectivamente, además dicho sector genera aproximadamente una tercera parte del empleo de la capital.

Posteriormente, con la información financiera reportada por las pymes del sector comercio de Bogotá a la Superintendencia de Sociedades en el periodo 2008 a 2013 la cual se encuentra disponible en la plataforma del SIREM, se calcularon los indicadores financieros que permitieron efectuar el análisis de la investigación y dar alcance a los objetivos específicos propuestos en este trabajo. Se resalta que dichos indicadores fueron seleccionados teniendo en cuenta el marco teórico construido. En este orden de ideas se consideró la gestión financiera como reporte de los estados financieros publicados, identificando en primer lugar elementos de la gestión financiera y las principales fuentes de financiamiento y en segundo lugar se procedió a articular dichas variables para determinar la relación existente.

A partir de la investigación realizada sobre la identificación de una relación de la gestión financiera con el acceso a financiamiento, y partiendo del análisis estadístico obtenido, se encontraron los resultados que se describen a continuación.

Teniendo en cuenta el número de matrículas registradas ante la Cámara de Comercio, se evidencia que la participación de las Pymes en el parque empresarial Bogotano representa para 2012 alrededor del 16,09%, presentando un incremento aproximadamente del 12% frente al año inmediatamente anterior. Este crecimiento se ha debido en gran parte a las políticas que ha implementado el gobierno para Formalización Empresarial y Generación de Empleo. De igual forma se evidencia la gran representatividad del sector comercio tanto en la economía bogotana como nacional, con un promedio de participación del 16.34% y el 30.82% respectivamente. Así mismo se destaca que la composición empresarial dentro del sector comercio está dada mayoritariamente por Pymes (83.78%).

Considerando la evolución de la estructura de financiamiento de las empresas Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá para el periodo de estudio, se evidencia que un 25% de las empresas se han financiado durante los seis años (2008-2013) con recursos patrimoniales. El 75% de las empresas restantes ha presentado una estructura que combina pasivo y patrimonio en una proporción que oscila entre 13,08% y 86,66%

respectivamente. Se recalca que dicha estructura ha tenido un comportamiento estable sin variaciones significativas.

Detallando la estructura del pasivo de las Pymes, se encuentra que el pasivo a corto plazo tiene gran representatividad (86,47% del total del pasivo) especialmente a través de las cuentas de proveedores, costos y gastos por pagar y obligaciones financieras. El pasivo a largo plazo solo está presente en un 5% de las Pymes analizadas y corresponde principalmente a obligaciones financieras.

Considerando lo anterior, se concluye que las Pymes del sector comercio no están diversificando sus fuentes de financiamiento, presentando un financiamiento mayoritario y concentrado en fuentes internas a través del patrimonio, lo cual es coincidente con los señalamientos planteados en la teoría del pecking order, la cual establece que las empresas usualmente recurren a recursos propios a través de las utilidades y aportes antes que a fuentes externas (Brealy & Myers, 2005). De igual forma se evidenció una mayor utilización de los recursos en el corto plazo, destacándose principalmente el apalancamiento a través de proveedores. Esta inclinación de financiamiento puede interpretarse como una señal de la renuencia de los propietarios a perder el control de la empresa o como producto de la desconfianza que tienen inversionistas y prestamistas sobre la información relacionada con este segmento empresarial debido a problemas de asimetrías de información e inseguridad en este tipo de negocios nacientes (Salazar & Guerra, 2007)

Adicionalmente se observa que mientras en las medianas empresas del sector comercio el acceso a financiamiento a través de capital es bastante reducido, en las pequeñas empresas el acceso a recursos financieros de mediano y largo plazo es nulo. Esta situación pone de manifiesto la insuficiencia de recursos orientados a la inversión lo cual se convierte en un limitante para emprender proyectos a largo plazo que favorezcan el crecimiento y desarrollo de las empresas (Sánchez, 2007; Arbeláez et al, 2010)

En cuanto a la revisión de los elementos de la gestión financiera presentes en las Pymes del sector comercio, se procedió a identificar dicha gestión a través de sus indicadores financieros. Respecto a la liquidez y solvencia de estas empresas, se evidenció una tendencia positiva y alta, lo cual concuerda con los resultados encontrados en relación con la proporción de financiamiento fundamentalmente patrimonial; estos indicadores han experimentado un leve crecimiento para las pequeñas empresas, no obstante a nivel general han tenido un comportamiento estable durante el periodo comprendido entre 2008 y 2013. La liquidez y solvencia de estas empresas se convierte en un punto a favor que les puede permitir una mejor toma de decisiones y a su vez, un acceso a recursos financieros en condiciones más favorables que les posibiliten mejorar sus operaciones y emprender nuevos proyectos.

La eficiencia evaluada para las Pymes del sector comercio a través de los indicadores de rotación y actividad, denota un escenario desfavorable, ya que si bien los indicadores

superan la unidad, no son significativamente altos. Se destaca deficiencias entre las políticas de recaudo y pago a proveedores, ya que el 80% de las Pymes del sector muestra una frecuencia de pago mayor a la frecuencia de pagos recibida a través de clientes. De igual forma considerando la naturaleza del sector comercio de compra y venta de mercancías al por menor y por mayor, se encontró un bajo índice de rotación de cartera y de inventarios, lo cual refleja fuertes debilidades en la gestión del activo circulante que requieren de acción inmediata por parte de la dirección ya que en el largo plazo pueden comprometer la liquidez y rentabilidad de las empresas.

Respecto a los indicadores de rendimiento, se observó que los márgenes de rentabilidad son relativamente bajos y no están compensando adecuadamente el capital invertido ya que los índices muestran porcentajes ligeramente superiores a la inflación. Si bien no se evidenciaron situaciones alarmantes, es importante reforzar este indicador considerando su incidencia en la obtención de recursos, pues es uno de los factores a tener en cuenta por los inversores en el momento colocar sus recursos en el negocio. Finalmente, los indicadores de endeudamiento corroboran los resultados encontrados en la estructura de financiamiento de la Pymes, evidenciando un financiamiento mayoritario a través del patrimonio y un apalancamiento principalmente a corto plazo con gran participación de proveedores.

Del análisis correlacional entre la gestión financiera a través de sus indicadores y el comportamiento de las fuentes de financiamiento se destaca a nivel general las correlaciones significativas de los indicadores de liquidez, solvencia, eficiencia y rendimiento con los indicadores de financiamiento a largo plazo y apalancamiento financiero.

Producto del análisis de las correlaciones, se aprecia que las empresas que tienen una gestión deficiente en el capital de trabajo tienden a buscar apoyo mediante financiamiento especialmente en el corto plazo. De igual forma se observó que las empresas con una mejor eficiencia en sus operaciones son aquellas que presentan mayores proporciones de financiamiento. A nivel general se ha identificado una asociación positiva de los elementos de gestión financiera, liquidez y eficiencia principalmente, y las alternativas de financiamiento a largo plazo y de tipo financiero, en este sentido se entiende que en la medida que se propicie una mejor configuración en la gestión financiera de las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá, se generan condiciones que favorecen la obtención de este tipo de recursos, los cuales como se ha mencionado anteriormente constituyen fuentes de financiamiento que pueden contribuir al crecimiento y desarrollo de las empresas.

Respecto a los indicadores de rentabilidad a nivel general se evidenció una asociación negativa baja con la variable endeudamiento, lo cual muestra que dicha variable no es altamente determinante en los niveles de endeudamiento de las Pymes del sector comercio de la ciudad de Bogotá, por lo cual en la medida en que los márgenes de

rentabilidad arrojen resultados aceptables habrá mayor inclinación por obtener financiamiento a través de fuentes internas antes que externas.

La evidencia encontrada denota debilidades en la gestión de su financiamiento al ser ésta muy dependiente de recursos patrimoniales, además de una gran concentración en apalancamiento en el corto plazo, esto puede desprenderse de posibles fallas en la dirección respecto a la proyección de las empresas, teniendo una visión focalizada en el corto plazo, por lo cual es importante mejorar la operación administrativa en el largo considerando nuevos proyectos y evaluando distintos instrumentos de financiamiento.

El análisis de la gestión financiera a través de sus indicadores financieros constituye información valiosa y útil para las empresas del sector comercio ya que pueden tomarse preliminarmente como marcos de referencia. De este modo las empresas podrían determinar la aceptabilidad de sus índices considerando el nivel global del sector y efectuar una comparación no solo a nivel temporal de sus propias razones financieras sino también frente a índices globales que incluyan empresas del mismo ramo.

La evidencia encontrada a través del análisis de indicadores financieros en las Pymes del sector comercio muestra la existencia de elementos de gestión financiera susceptibles de mejoramiento. Esta situación permite inferir debilidades en la configuración de su gestión financiera quizás por la escasa o nula definición de objetivos, estrategias y herramientas de planeación, los cuales constituyen elementos importantes para configurar una mejor gestión financiera dentro de las Pymes.

Con base en los resultados analizados se evidencia la potencialidad y beneficio de las Pymes del sector comercio para adquirir fuentes de financiamiento a largo plazo y acceso a crédito bancario lo cual puede ser impulsado a través del mejoramiento de los elementos de la gestión financiera analizados en esta investigación así como del compromiso de la dirección en una administración fundamentada en herramientas de planeación, seguimiento y control.

Se ha percibido en esta investigación la posibilidad de que las Pymes muestren un desempeño financiero tangible, ya que al respecto han sido varios los señalamientos de diversos autores sobre la incapacidad de estas empresas para demostrar su desempeño financiero aludiendo falencias en su estructura interna (Zevallos, 2007; Sánchez, 2007). Pese a las debilidades encontradas en la gestión de activos circulantes y en la gestión de su financiamiento, se resalta que el segmento de las Pymes del sector comercio tiene información contable y financiera que gestionada y organizada de una manera adecuada y consistente, puede convertirse en un respaldo de garantía para acceder en mejores condiciones a fuentes de financiamiento, y a su vez para mejorar sus operaciones.

Este estudio presenta información preliminar para el manejo de los recursos y la definición de políticas y acciones de mejoramiento tanto para las empresas que están vigiladas como para las empresas que no fueron objeto de investigación al convertirse en un referente para aquellas que quieren mejorar su gestión financiera y acceso a fuentes de recursos externos, vale la pena resaltar que las acciones se han planteado de manera

general, no obstante son susceptibles de ser adaptadas a cada organización considerando su contexto particular. Es importante fomentar una cultura de gestión financiera ya que esta herramienta juega un papel fundamental en las organizaciones al proveer los recursos necesarios para la operación de la organización (Córdoba, 2012), así como asistiendo las toma de decisiones que optimicen los resultados y añadan valor a la empresa (Santandreu & Santandreu, 2000).

Si bien los resultados arrojados de este trabajo responden a los objetivos propuestos inicialmente, surgen nuevos cuestionamientos que por limitantes propios de esta investigación no se estudiaron, pero en el futuro enriquecerán el campo de las finanzas corporativas, específicamente el tema de gestión financiera y financiamiento, y de igual forma aportarán al mejoramiento del segmento de Pymes y al crecimiento del sector comercio.

Esta investigación sirve de soporte y base para futuros estudios que busquen ampliar el tema de gestión financiera o incluso el estudio de otras variables organizacionales internas que puedan favorecer un mejor acceso a fuentes de financiamiento, determinando su relación de causalidad positiva o negativa. En especial, teniendo en cuenta los hallazgos encontrados y la deducción que se ha hecho de las posibles causas, sería de gran interés para trabajos posteriores, indagar a nivel interno en las Pymes del sector comercio como está configurada su gestión financiera desde la perspectiva de la dirección, identificando las herramientas de gestión utilizadas, su nivel de desarrollo y su articulación con los objetivos y metas estratégicos de la empresa. Debido al alcance de esta investigación este tipo de exploraciones no fueron realizadas, sin embargo constituyen un complemento importante que agrega valor a los resultados encontrados y que permiten la construcción de estrategias más apropiadas y contundentes.

De igual forma resulta relevante replicar este tipo de estudios en otros sectores y regiones del país, tales como la región: Caribe, Andina, Pacífico, Oriente, entre otras, con el fin de validar estos resultados, obtener conclusiones generales y procurar que los apoyos (políticas y fondos) y estrategias que se implementen respondan a las necesidades particulares de cada grupo económico. En este sentido sería relevante ampliar el diagnóstico sobre la situación de gestión financiera y acceso a financiamiento, identificando debilidades y potencialidades que permitan contribuir al mejoramiento generalizado de las Pymes en el país, considerando el rol dinamizante que ejercen este segmento empresarial en el desarrollo económico y social.

## 13 BIBLIOGRAFÍA

- Agencia de Noticias EFE. (4 de Febrero de 2014). Gobierno destina US\$ 25 millones para apoyar a miPymes. *Portafolio*.
- Alarcón, E. & Villamil, C. (2013). La Importancia de las Pymes y del Desarrollo del ADN Emprendedor en Colombia. En Revista de Emprendimiento y Negocios. Disponible en: <http://www.revistamprende.com/emprendimiento/item/366-importancia-Pymes-desarrollo-adn-emprendedor-colombia>
- Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23 (4), 589-609.
- Amat, O. & Puig, X. (2013). Marco general de las finanzas corporativas. Nuevas Tendencias En Finanzas Corporativas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas, 15, 11-39
- ANIF (2013). La gran encuesta PYMES. Segundo semestre de 2013.
- Arazi, M. C., & Baralla, G. (2012). La situación de las Pymes en América Latina. *Inter-American Development Bank (IADB)*. Available at: IADB library.
- Arbeláez, A., Perry, G. & Becerra, A. (2010). Estructura de Financiamiento y Restricciones Financieras de las empresas en Colombia. CAF Banco de Desarrollo de América Latina. Documentos de Trabajo, 2-56
- Armendáriz, E. (2013). Altman Z Score: Un Modelo para Predecir la Insolvencia Financiera. *Revista FENopina*. Escuela Superior Politécnica del Litoral. (44), 1 – 5
- Balestrini, M. (2006). Como se elabora el proyecto de investigación. *Caracas: BL Consultores Asociados*, 47-54.
- Banco de la República. (2014). *Salario mínimo legal en Colombia- Serie Histórica*. Disponible en: <http://obiee.banrep.gov.co/analytics/saw.dll?Go&Path=/shared/Consulta%20Series%20Estadísticas%20desde%20Excel/1.%20Salarios/1.1%20Salario%20mínimo%20legal%20en%20Colombia/1.1.1%20Serie%20historica&Options=rdf&NQUser=salarios&NQPassword=salarios&lang=es>
- Barona, B. & Rivera, J. (2013). Financiación de nuevas empresas: comparación de las fuentes de financiación en Colombia y Chile. *Cuadernos de Administración*, 26(46), 11-35.
- Beltrán, J. (2000). Indicadores de Gestión Herramientas para Lograr la Competitividad. 2da. Edición. *Editores Colombia*, 33-45.

-Beltrán, A., Torres, E., Camargo, R., & Pérez, C. (2004). Problemática resultante del análisis de los diamantes de competitividad. En Beltrán, A. et al (Ed.), *Pymes un reto a la competitividad*. Centro de Investigación en Gerencia Integral para la Competitividad: Facultad de Administración de empresas Universidad Externado de Colombia.

-Brealey, R. & Myers, S. (2005). "Principios de Finanzas Corporativas". México: McGraw-Hill.

-Brigham, E. & y Houston, J. (2006). Fundamentos de Administración Financiera. México: Thomson Learning.

-Brinckmann, J., Grichnik, D., & Kapsa, D. (2010). Should entrepreneurs plan or just storm the castle? A meta-analysis on contextual factors impacting the business planning-performance relationship in small firms. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 24-40.

-Cámara de Comercio de Bogotá. (2010). *Perfiles económicos y empresariales de las diez principales ciudades de Colombia*. Bogotá: Cámara de Comercio de Bogotá.

-Cámara de Comercio de Bogotá (2011). *Comportamiento de la economía de la Región en el primer semestre de 2011*. Observatorio de la región Bogotá – Cundinamarca, (13), 1-24

-Cámara de Comercio de Bogotá. (2012). *Estadísticas de Empresa Bogotá - Cundinamarca*. Bogotá: CCB.

-Cámara de Comercio de Bogotá. (2014). *Posicionamiento Competitivo de Bogotá*. Bogotá: Edición n° 1, 1-36

-Cardona, A. (2011). Planificación Financiera en las pyme exportadoras. Caso de Antioquia, Colombia. *Revista de la Escuela de Administración, AD-MINISTER*, (16), 33-54.

-Cardone, C., & Casasola, M. (2003). *What do we know about the financial behaviour of the Spanish SME?: An empirical analysis* (No. wb033708).

-Clavijo, S. (2012). Innovación Productiva: el caso de empresas grandes vs. Pequeñas. Comentario Económico del día. ANIF. Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Jul18-12.pdf>

-Congreso de la República de Colombia. (2000). Ley 590 de 2000. Por la cual se dictan disposiciones para promover el desarrollo de las micro, pequeñas y medianas empresas. Diario Oficial No. 44.078 de 12 de julio 2000. Recuperado en: [http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley\\_0590\\_2000.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0590_2000.html)

-Congreso de la República de Colombia. (2004). Ley 905 de 2004. Por medio de la cual se modifica la Ley 590 de 2000 sobre promoción del desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa colombiana y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial No. 45.628 de 2 de agosto de 2004. Recuperado en: [http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley\\_0905\\_2004.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0905_2004.html)

- Congreso de la República de Colombia. (2011). Ley 1450 de 2011. Diario Oficial No. 48.102, del 16 de junio de 2011. Recuperado en: [http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley\\_1450\\_2011.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_1450_2011.html)
- Córdoba, M. (2007). Gestión Financiera Empresarial. Colombia: Eco Ediciones, 285-317
- Córdoba, M. (2012). Gestión Financiera. Colombia: Eco Ediciones, 424 pp
- Correa, J. A., Marín, A. M., & Herrera, D. M. (2006). Componentes mínimos para la gestión integral de pequeñas empresas. *Monografía para optar al título de Especialistas en Finanzas, Preparación y Evaluación de Proyectos. Facultad de Economía, Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia*, 1-106
- Correa, J., Ramírez, L. & Castaño, C. (2009). Modelo de gestión financiera integral para MIPYMES en Colombia. *Contaduría Universidad de Antioquia*, (55), 187-201.
- DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadística). (2005). Libro censo general 2005.
- DANE. (2007). *Cartilla de conceptos básicos e indicadores demográficos*. CANDANE - Centro Andino de Altos Estudios
- DANE. (2008). Comunicado de Prensa. Microestablecimientos Estructura 2007-2006
- DANE. (2009). Boletín de Prensa Encuesta de Microestablecimientos. Evolución IV trimestre de 2008
- DANE. (2011). Boletín de Prensa Microestablecimientos – Evolución I, II, III, IV Trimestre 2010
- DANE. (2012). Boletín de Prensa Encuesta de Microestablecimientos. Panel 2010-2011
- DANE. (2013). Información Estadística de la Encuesta de Microestablecimientos.
- DANE. (2014 a). Boletín de Prensa Encuesta de Microestablecimientos – Micro 2012-2013
- DANE. (2014 b). Cuentas Departamentales – Colombia Producto Interno Bruto (PIB) Base 2005.
- DANE. (2014 c). Cuentas trimestrales de Bogotá, D.C. Producto Interno Bruto (PIB) 2013Pr (trimestre IV) y total anual
- DANE. (2014 d). Gran Encuesta de Gran Encuesta Integrada de Hogares.
- DANE. (2014 e). Producto Interno Bruto Trimestral por ramas de actividad económica. I Trimestre de 2014
- DANE. (2014 f). Encuesta Anual de Comercio año 2012, 1-47

- Damodaran, A. (1999). Returning Cash to the Owners: Dividend Policy. *Stern School of Business. New York University*. <http://equity.stern.nyu.edu/~adamodar>.
- Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas - DANE. (2014). Cuentas trimestrales de Bogotá, D.C. Producto Interno Bruto (PIB) 2013Pr (trimestre IV) y total anual. Abril 30 de 2014. Disponible en: [http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/Bogota/Bol\\_PIB\\_Bta\\_IV\\_trim\\_13.pdf](http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/Bogota/Bol_PIB_Bta_IV_trim_13.pdf)
- Demirguc-Kunt, A., Beck, T., & Ayyagari, M. (2003). Small and medium enterprises across the globe: A new database. *Research Working papers*, 1(1), 1-34. Disponible en: <http://elibrary.worldbank.org/doi/book/10.1596/1813-9450-3127>
- Díez de Castro, L. & Mascareñas, J. (1988). Ingeniería Financiera: Estado de la cuestión. *Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutenses, Madrid*, (28), 1-24
- Dinero. (22 de abril de 2014). Sector comercio al galope. Disponible en: <http://www.dinero.com/economia/articulo/proyecciones-favorables-para-sector-comercio/195102>
- DNP (Departamento Nacional de Planeación), (2007). "Política Nacional para la Transformación Productividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas: un esfuerzo público-privado". *Documento CONPES 3484*.
- DNP (Departamento Nacional de Planeación), (2011). Ley de Formalización y Generación de Empleo. <https://www.dnp.gov.co/Default.aspx?tabid=1288w>-Hill México.
- Duque, J. (2013). Guía para la elaboración de una Matriz de Operacionalización de Variables de un Proyecto de Investigación en Ciencias de Gestión. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia.
- El espectador. (31 de octubre de 2013). Disminuye el desempleo en Bogotá. Disponible en: <http://www.elespectador.com/noticias/bogota/disminuye-el-desempleo-bogota-articulo-455802>
- El Tiempo. (17 de diciembre de 2013). Para las Pymes en Colombia, la tecnología es costosa e innecesaria. Disponible en: <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-13294995>
- El informador. (06 de junio de 2013). El Gobierno de Colombia apoya a las Pymes. Disponible en: [http://www.elinformador.com.co/index.php?option=com\\_content&view=article&id=46490:el-gobierno-de-colombia-apoya-a-las-Pymes&catid=39:columnas-de-opinion&Itemid=399](http://www.elinformador.com.co/index.php?option=com_content&view=article&id=46490:el-gobierno-de-colombia-apoya-a-las-Pymes&catid=39:columnas-de-opinion&Itemid=399)
- FENALCO. (2014). Comercio un sector en expansión y con potencial de crecimiento, 1-55

- Ferraro, C. & Goldstein, E. (2011). Políticas de acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en América Latina. En: Ferraro (Compilador). *Eliminando barreras: el financiamiento a las Pymes en América Latina*, 9-53
- Garay, U. & González, M. (2005). Fundamentos de Finanzas con aplicaciones al mercado venezolano. Caracas: Ediciones IESA.
- García, J., & Bedoya, L. (2010). La importancia de la planeación financiera en la elaboración de los planes de negocio y su impacto en el desarrollo empresarial. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 18(1), 179-194.
- Gitman, L. (2007). Principios de administración financiera. México: Pearson educación.
- Gómez, F. (2012). Elementos de finanzas corporativas: inversión y financiación en la empresa. Desclée de Brouwer, Bilbao, 19-36
- Hernández, R.; Fernández, C & Baptista, P. (2010). Metodología de la Investigación. Lima. Editorial McGraHill.
- Ibáñez, J., Partal, U., Gómez, P. (2004). Hacia una concepción Multidisciplinar de las Finanzas: Finanzas Sociales e Innovación Financiera. Ponencia presentada en: XII Conferencia anual de Ética, Economía y Dirección – Ética y Finanzas. Universidad de Jaén, España.
- López, C. (2009). Planeación Financiera en MiPymes de Industrias en Crecimiento: El Caso de los Laboratorios de Naturistas de la Zona Metropolitana de Guadalajara. Segundo Foro Universidad Autónoma Metropolitana para el estudio de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa. México.
- Martínez, F. (1999). Un modelo de simulación para la planificación financiera. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 28(99), 443-454.
- Matíz, F., & Naranjo, G. (2013). La financiación de nuevas empresas en Colombia, una mirada desde la demanda. *Revista EAN*, (70), 118-130.
- Meléndez, (2011). Acceso al Financiamiento de la Pequeña y Mediana Empresa en Colombia: Retos de Política Pública. CAF Banco de Desarrollo de América Latina. Documentos de Trabajo, 1-37
- Méndez, G., Parra, P., & Portela, J. (2008). Simulador para el Control financiero de las Pymes. *Revista Científica y Tecnológica de la Facultad De Ingeniería*, Universidad Distrital Francisco José De Caldas, 14(1), 38-46.
- Miranda, J. (2005). Gestión de proyectos: identificación, formulación, evaluación Financiera-económica-social-ambiental. MMEditores.

- Ministerio de Comercio Industria y Turismo. (2007). Reporte N° 1 de MiPymes. Viceministerio de Desarrollo Empresarial. Dirección de la Pymes, 1-74.
- Ministerio de Comercio Industria y Turismo. (2008). Reporte N° 3 de MiPymes. Viceministerio de Desarrollo Empresarial. Dirección de la Pymes, 1-79
- Ministerio de Comercio Industria y Turismo. (2014). Financiación empresarial. Disponible en: <http://www.miPymes.gov.co/>
- Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. (2012). *Definición Tamaño Empresarial Micro, Pequeña, Mediana o Grande*. Recuperado el 2013 de Marzo de 20, de Definición Tamaño Empresarial Micro, Pequeña, Mediana o Grande: <http://www.miPymes.gov.co/publicaciones.php?id=2761>
- Mondragón, S. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias. *Cuadernos de Contabilidad*, 12(30), 166-178
- Nava, M. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista Venezolana de Gerencia (RVG)*. Universidad del Zulia. 14 (48), 606 – 628
- Noticias La información.com. (19 de noviembre de 2013). Bogotá lidera estadísticas de creación de empresa en Colombia. Disponible en: [http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/empresas/bogota-lidera-estadisticas-de-creacion-de-empresa-en-colombia\\_7xNghWOp0jWLC7y0tOyEw2/](http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/empresas/bogota-lidera-estadisticas-de-creacion-de-empresa-en-colombia_7xNghWOp0jWLC7y0tOyEw2/)
- OCDE (2013). Perspectivas económicas de América Latina 2013. *Políticas De Pymes Para El Cambio Estructural*.
- Pirela, L., Camacho, H., & Sánchez, M. (2004). Enfoque epistemológico del liderazgo transformacional. *Omnia*, 10(2), 0.
- Portafolio. (5 de abril de 2013). Solo el 12 por ciento de las Pymes tiene acceso al crédito. Disponible en: <http://www.portafolio.co/negocios/solo-el-12-ciento-las-Pymes-tiene-acceso-al-credito>
- Portafolio. (21 de octubre de 2013). Buenas prácticas para las Pymes. Disponible en: <http://www.portafolio.co/negocios/buenas-practicas-las-Pymes>
- Quivy, R., & Campenhoudt, L. v. (2007). *Manual de Investigación en Ciencias Sociales*. Editorial Limusa, SA de CV 5º reimpresión, México DF.
- Restrepo, L & González, J. (2007). De Pearson a Spearman. *Revista Colombiana de Ciencias Pecuniarias*, (20), 183-192.
- Ríos, L. (2008). Evolución de la Teoría Financiera en el Siglo XX. *Ecos de Economía*, 12(27), 145-168.

- 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 período 2000-2004. *Cuadernos de Administración*, 20(34) 191-219.
- Rodríguez, A. (2003). *La realidad de la pyme colombiana: Desafío para el desarrollo*. Programa Mejoramiento de las Condiciones de Entorno Empresarial, FUNDES Colombia, 1-20
- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.
- Ross, S., Westerfield R., & Jordan, B. (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*, Novena Edición, Editorial McGraw Hill.
- Ruiz, E. (1998). Reflexiones sobre la planeación financiera estratégica. *Cuadernos de Administración*, Universidad del Valle, 24(1), 35-57.
- Saavedra, M. (2011). Herramientas de planeación financiera para la Pyme. *México: Gasca Sicco*. 1-25
- Saavedra, M. & Saavedra, M. (2012). Evolución y aportes de la teoría financiera y un panorama de su investigación en México: 2003-2007. *Revista Ciencia Administrativa*, (2), 45-61.
- Saavedra, M. (2012). Una propuesta para la determinación de la competitividad en la pyme latinoamericana. *Revista científica pensamiento y gestión*, (13), 93-124
- Salazar, N., & Guerra, M. F. (2007). El acceso al financiamiento de las MIPYMES en Colombia: el papel del Gobierno. *Bogotá, Colombia: Fedesarrollo. Mimeographed document*, 1-29
- Sánchez, J., Osorio, J., & Baena, E. (2007). Algunas aproximaciones al problema de financiamiento de las Pymes en Colombia. *Scientia et Technica*, XIII (34), 321-324
- Sánchez, A. (2006). La planeación Financiera: soporte para decisiones estratégicas. En: *Revista MM*, edición especial, (50): 154-159. Disponible en: <http://www.revista-mm.com/ediciones/rev50/admon1.pdf>
- Santandreu, E., & Santandreu, P. (2000). *Manual de finanzas. Gestión 2000*.
- Suárez, A. (2003). *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. 20ma. Edición. Madrid: Ediciones Pirámide, 779-796
- Superintendencia de Sociedades (2014). *Sistema de Información y Riesgo Empresarial – SIREM*. Base de datos en línea. Disponible en: <http://www.supersociedades.gov.co/asuntos-economicos-y-contables/estudios-y-supervision-por-riesgos/SIREM/Paginas/default.aspx>

- Van Horne, J. & Wachowicz, J. (2003). Fundamentos de Administración Financiera (11ª ed.). México. Prentice Hall. 743.
- Vera, M. (2009). "Planificación Financiera y acceso al financiamiento en pequeñas y medianas empresas manufactureras". Tesis para optar al título de Doctora en Ciencias Económicas. Programa de Doctorado en Ciencias Económicas. Facultad de Ciencias Económicas y Sociales. Universidad del Zulia. Maracaibo, Venezuela.
- Vera, M. (2010). Guía para el estudio del curso Finanzas Corporativas. Maestría en Administración. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Colombia.
- Vera, M. (2011). Planificación Financiera y acceso al financiamiento en pequeñas y medianas empresas venezolanas. Sector manufacturero" En: I Encuentro Internacional AECA en América Latina. México.
- Vera, M. (2012). Metodología para el análisis de la gestión financiera en pequeñas y medianas empresas (PYMES). *Documentos FCE -CID*. (10), 1-53.
- Vera, M., Melgarejo, Z, & Mora, E. (2014). "Competitividad en Micro, Pequeñas y Medianas Empresas Del Sector Comercio – Bogotá. Análisis De Percepciones". En: XXX Conferencia Interamericana de Contabilidad. Uruguay.
- Vera, M. (2014). La competitividad de la Pyme en Bogotá. En Saavedra, M. (Coord), *Hacia la determinación de la competitividad de la Pyme Latinoamericana*. México: UNAM FCA Publishing pp. 371-402.
- Vera, M., Melgarejo, Z. & Mora, E. (2014). Acceso a la financiación en Pymes colombianas: una mirada desde sus indicadores financieros. *Revista Innovar Journal Revista de Ciencias Administrativas y Sociales; Vol. 24, núm. 53 (2014); 149-160*
- Zevallos, E. (2003). Micro, pequeñas y medianas empresas en América Latina. En: *Revista de la CEPAL. No. 79, Abril*.
- Zevallos, E. (2006). Obstáculos al Desarrollo de las Pequeñas y Medianas Empresas en América Latina. *Cuadernos de Difusión, 11 (20)*.
- Zevallos, E. (2007). Restricciones del entorno a la competitividad empresarial de América Latina. *Fundes*.
- Zuleta, L. (2011). Políticas e instituciones de apoyo a las Pymes en Colombia. En C. Ferraro (compilador). *Apoyando a las Pymes: Políticas de fomento en América Latina y el Caribe. CEPAL/AECID, LC/R.2180, Santiago*. 165-222

## 14 ANEXOS

### Anexo 1 Guía de Observación Documental

Con el fin de organizar, seleccionar y depurar la información susceptible de ser analizada en esta investigación se utilizó una guía de observación documental mediante la cual se fue agrupando tubularmente los datos. A continuación se enumeran los pasos realizados para la observación y manejo de la información:

1. Descarga de base de datos del Sistema de Información y Reporte Empresarial - SIREM de la Superintendencia de Sociedades. La información descargada correspondía a los estados financieros de balance general, estado de resultados, flujo de efectivo y gastos financieros, los cuales se encontraban en archivos de Excel separados. En total se descargaron 24 documentos de Excel correspondientes a la información de las empresas para el periodo de 2008 a 2013.
2. Se procedió a agrupar la información de las empresas por cada año en un solo archivo, es decir, al finalizar se obtuvieron 6 archivos de Excel uno para cada año. Cada archivo agrupó un total de 335 columnas y en promedio 25238 filas (en promedio considerando que el número de empresas varía cada año).
3. Teniendo en cuenta el tamaño de información en cada archivo se procedió a depurar la base de cada archivo teniendo en cuenta tres criterios:
  - 3.1 Tipo de empresas objeto de la investigación: pequeñas y medianas empresas
  - 3.2 Ciudad: Bogotá
  - 3.3 Sector: Comercio

Para ver en detalle el proceso *Ver Anexo 3. Filtro de selección*

4. Antes de agregar la información en forma de datos panel se procede a seleccionar las cuentas contables que serán utilizadas en el cálculo de los indicadores financieros seleccionados. De las 335 columnas iniciales quedaron 78 columnas, es decir se utilizaron 78 cuentas contables del activo, pasivo, patrimonio, ingresos, costos, gastos y utilidades.
5. Posteriormente se procede a agregar la información de los 6 años en un solo archivo, quedando tabulada la información en 78 columnas y 19734 filas (empresas), para este último se realiza nuevamente un filtro para dejar aquellas empresas que presentan continuidad durante los seis años de estudio seleccionados (2008-2013).
6. En total queda una base final objeto de estudio de 78 columnas y 8790 filas, con las cuales se procedió a efectuar el cálculo de indicadores y demás análisis para la investigación.

**Anexo 2 Valores históricos del Salario Mínimo Mensual Vigente (smlv) de 2008 a 2014**

<b>AÑO</b>	<b>SMLVD</b>	<b>SMLV</b>	<b>%</b>	<b>DECRETO</b>
2008	\$15.383,33	\$461.500	6.40	4965 de diciembre 27 de 2007
2009	\$16.563,33	\$496.900	7.70	4868 de diciembre 30 de 2008
2010	\$17.166,67	\$515.000	3.60	5053 de diciembre 30 de 2009
2011	\$17.853,33	\$535.600	4.00	033 de enero 11 de 2011
2012	\$18.890,00	\$566.700	5.80	4919 de diciembre 26 de 2011
2013	\$19.650,00	\$589.500	4.02	2738 de diciembre 28 de 2012
2014	\$20.533,33	\$616.000	4.50	3068 de diciembre 30 de 2013

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de la República de Colombia (2014)

**Anexo 3 Filtros de selección considerando la información reportada por la Superintendencia de Sociedades (SIREM)**

<b>Filtros de selección para las empresas en 2008</b>				
<b># de empresas a analizar</b>	<b>Filtro aplicado</b>	<b>Rango</b>		<b># de empresas resultantes</b>
22343	Activos	> 501 smlv	< 30000 smlv	17135
17135	Ciudad	Bogotá D.C.		8781
8781	Sector	Comercio		2770
<b>2770</b>				
<b>Filtros de selección para las empresas en 2009</b>				
<b># de empresas a analizar</b>	<b>Filtro aplicado</b>	<b>Rango</b>		<b># de empresas resultantes</b>
24674	Activos	> 501 smlv	< 30000 smlv	20147
20147	Ciudad	Bogotá D.C.		10545
10545	Sector	Comercio		3493
<b>3493</b>				
<b>Filtros de selección para las empresas en 2010</b>				
<b># de empresas a analizar</b>	<b>Filtro aplicado</b>	<b>Rango</b>		<b># de empresas resultantes</b>
23199	Activos	> 501 smlv	< 30000 mlv	19028
19028	Ciudad	Bogotá D.C.		9883
9883	Sector	Comercio		3237
<b>3237</b>				
<b>Filtros de selección para las empresas en 2011</b>				
<b># de empresas a analizar</b>	<b>Filtro aplicado</b>	<b>Rango</b>		<b># de empresas resultantes</b>
27769	Activos	> 501 smlv	< 30000 smlv	21987
21987	Ciudad	Bogotá D.C.		12035
12035	Sector	Comercio		3575
<b>3575</b>				
<b>Filtros de selección para las empresas en 2012</b>				
<b># de empresas a analizar</b>	<b>Filtro aplicado</b>	<b>Rango</b>		<b># de empresas resultantes</b>
26842	Activos	> 501 smlv	< 30000 smlv	21393
21393	Ciudad	Bogotá D.C.		11447
11447	Sector	Comercio		3334
<b>3334</b>				
<b>Filtros de selección para las empresas en 2013</b>				
<b># de empresas a analizar</b>	<b>Filtro aplicado</b>	<b>Rango</b>		<b># de empresas resultantes</b>
26703	Activos	> 501 smlv	< 30000 smlv	21238
21238	Ciudad	Bogotá D.C.		11625
11625	Sector	Comercio		3328
<b>3328</b>				

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 4 Número de establecimientos por tamaño en Bogotá (2008-2013) de acuerdo a la información reportada por la Superintendencia de Sociedades (SIREM)**

TIPO DE EMPRESA	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
Microempresa	819	7,18%	374	2,93%	264	2,21%	865	5,71%	379	2,67%	241	1,67%
Pequeña	4835	42,39%	5658	44,27%	5305	44,37%	6572	43,38%	5928	41,73%	5903	40,81%
Mediana	3949	34,62%	4889	38,25%	4581	38,32%	5464	36,06%	5520	38,86%	5724	39,57%
Grande	1804	15,81%	1860	14,55%	1806	15,11%	2250	14,85%	2379	16,75%	2598	17,96%
TOTAL	11407	100%	12781	100%	11956	100%	15151	100%	14206	100%	14466	100%

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 5 Número de establecimientos Pymes por sector en Bogotá (2008-2013) de acuerdo a la información reportada por la Superintendencia de Sociedades (SIREM)**

SECTOR	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	2013	PROMEDIO %
AGROPECUARIO	466	5,31%	496	4,70%	437	4,42%	531	4,41%	524	4,58%	512	4,40%	4,64%
HIDROCARBUROS	151	1,72%	182	1,73%	145	1,47%	251	2,09%	252	2,20%	236	2,03%	1,87%
INDUSTRIA	1551	17,66%	1710	16,21%	1703	17,23%	1740	14,46%	1610	14,06%	1551	13,34%	15,49%
ELECTRICIDAD	20	0,23%	22	0,21%	23	0,23%	30	0,25%	27	0,24%	35	0,30%	0,24%
CONTRUCCION	778	8,86%	1059	10,04%	1014	10,26%	1410	11,71%	1313	11,47%	1301	11,19%	10,59%
COMERCIO	2771	31,55%	3494	33,13%	3239	32,76%	3575	29,70%	3334	29,13%	3329	28,64%	30,82%
HOTELES Y RESTAURANTE	151	1,72%	183	1,74%	175	1,77%	194	1,61%	187	1,63%	202	1,74%	1,70%
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES	338	3,85%	393	3,73%	360	3,64%	504	4,19%	473	4,13%	491	4,22%	3,96%
SERVICIOS FINANCIEROS	332	3,78%	354	3,36%	297	3,00%	406	3,37%	405	3,54%	512	4,40%	3,58%
INMOBILIARIO Y SERVICIOS	1978	22,52%	2346	22,24%	2211	22,36%	3056	25,39%	3002	26,23%	3156	27,15%	24,32%
ADMINISTRACION PUBLICA	1	0,01%	1	0,01%	1	0,01%	1	0,01%	1	0,01%	0	0,00%	0,01%
EDUCACION	45	0,51%	65	0,62%	60	0,61%	68	0,56%	63	0,55%	58	0,50%	0,56%
SALUD	32	0,36%	36	0,34%	28	0,28%	44	0,37%	49	0,43%	51	0,44%	0,37%
SOCIALES Y COMUNALES	170	1,94%	206	1,95%	193	1,95%	226	1,88%	207	1,81%	190	1,63%	1,86%
TOTAL	8784	100%	10547	100%	9886	100,00%	12036	100,00%	11447	100,00%	11624	100,00%	

\*Se excluyeron las organizaciones y entidades del tercer sector que presentan activos conforme a la Ley para la clasificación de PYMES.

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 6 Número de establecimientos por tamaño en el sector comercio de Colombia (2008-2013) de acuerdo a la información reportada por la Superintendencia de Sociedades (SIREM)**

TIPO DE EMPRESA	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
Microempresa	478	6,78%	244	3,07%	168	2,23%	390	4,73%	182	2,34%	134	0,0175
Pequeña	3286	46,58%	3897	49,06%	3677	48,88%	3748	45,47%	3430	44,15%	3306	0,4315
Mediana	2449	34,72%	2960	37,26%	2819	37,47%	3090	37,49%	3086	39,72%	3083	0,4024
Grande	841	11,92%	843	10,61%	859	11,42%	1014	12,30%	1071	13,79%	1138	0,1485
TOTAL	7054	100%	7944	100%	7523	100%	8242	100%	7769	100%	7661	100%

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 7 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución de empresas de acuerdo a su estructura financiera y de capital (2008-2013)**

% empresas de acuerdo a su financiamiento	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Financiamiento 100% con patrimonio	25%	23%	23%	23%	23%	24%
Financiamiento deuda y patrimonio	75%	77%	77%	77%	77%	76%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 8 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Porcentaje Financiamiento Deuda y Patrimonio (2008-2013)**

% Deuda y Patrimonio	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Financiamiento con deuda	13,07%	13,07%	13,07%	13,07%	13,08%	13,09%
Financiamiento con patrimonio	86,67%	86,7%	86,7%	86,66%	86,64%	86,64%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 9 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Estructura del Pasivo Corto y Largo Plazo (2008-2013)**

% Pasivo Corto Plazo y Largo Plazo	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pasivo Corto	87,59%	86,93%	86,70%	86,61%	85,90%	85,07%
Pasivo Largo Plazo	12,41%	13,07%	13,30%	13,39%	14,10%	14,93%
TOTAL PASIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 10 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución del pasivo a corto y largo plazo (2008-2013)**

<b>PASIVO</b>	
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>%</b>
Obligaciones Financieras CP	19,88%
Proveedores CP	38,80%
Cuentas por pagar	20,73%
Impuestos gravámenes y tasas	9,23%
Obligaciones Laborales	3,84%
Pasivos Estimados y provisiones	2,21%
Otros pasivos	5,31%
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>100%</b>
Obligaciones Financieras LP	46,51%
Cuentas por pagar LP	37,22%
Proveedores LP	7,81%
Obligaciones Laborales LP	0,69%
Pasivos Estimados y provisiones LP	1,33%
Diferidos	1,13%
Otros pasivos LP	4,86%
Bonos y Papeles Comerciales	0,00%
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 11 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Evolución de las principales fuentes del pasivo 2008-2013**

<b>PASIVO</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Obligaciones Financieras CP	16,74%	16,72%	16,51%	17,40%	18,18%	17,35%
Proveedores CP	35,37%	34,21%	34,21%	33,31%	32,13%	31,59%
Proveedores LP	0,97%	0,91%	1,06%	1,19%	1,07%	1,15%
Cuentas por pagar CP	18,40%	18,23%	18,46%	17,90%	17,67%	16,58%
Obligaciones Financieras LP	5,79%	6,25%	6,29%	5,98%	6,54%	6,91%
Cuentas por pagar LP	4,67%	4,84%	4,75%	4,91%	5,29%	5,76%
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>12,41%</b>	<b>13,07%</b>	<b>13,30%</b>	<b>13,39%</b>	<b>14,10%</b>	<b>14,93%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 12 Pymes del sector comercio reportadas en la base de datos SIREM. Distribución del Patrimonio (2008-2013)**

<b>Distribución del patrimonio de 2008 - 2013</b>	
Capital social	25%
Superávit	21,30%
Reservas	8,97%
Revalorización del patrimonio	24%
Resultados de ejercicios anteriores	10,67%
Otros	10,00%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 13 Coeficientes de Correlación de Spearman de los indicadores financieros de las Pymes del Sector Comercio de Bogotá (2008-2013)**

El coeficiente de correlación de Spearman es una medida de asociación no paramétrica, alternativa al coeficiente de correlación de Pearson, el cual es utilizado cuando no se cumplen los siguientes supuestos (Restrepo & González; 2007):

1. Debe existir una relación de tipo lineal entre las variables (X, Y).
2. Para cada valor de X, hay una subpoblación de valores de Y normalmente distribuidas.
3. Para cada valor de Y hay una subpoblación de valores X que están normalmente distribuidas.

Este tipo de coeficiente es favorable al ser una técnica no paramétrica libre de distribución probabilística que se caracteriza por tener supuestos menos rígidos. Es un coeficiente robusto ante la presencia de elementos distanciados del patrón normal. La utilización de dicho coeficiente resalta que la presencia de una relación causa-efecto es posible sólo a través de la comprensión de la relación natural que existe entre las variable y no debe manifestarse sólo por la existencia de una fuerte correlación.

Se define el coeficiente de correlación de rangos de Spearman como el coeficiente de correlación lineal entre los rangos  $R_i(x)$  y  $R_i(y)$ , en la fórmula de Pearson se reemplaza  $X_i$  por  $R_i(x)$  y  $Y_i$  por  $R_i(y)$ . El coeficiente de correlación de Spearman se define como:

$$\gamma_s = \frac{V}{W}$$

$$V = \sum_i \sum_j \eta_{ij} R_{(i)} C_{(j)}$$

$$W = \frac{1}{12} \sqrt{FG}$$

$$F = \eta^3 - \sum_{i=1}^3 \eta_i^3$$

$$G = \eta^3 - \sum_j \eta_j^3$$

$$R_{(i)} = Rl_i - \frac{\eta}{2}$$

$$C_{(i)} = Cl_i - \frac{\eta}{2}$$

$$\gamma_s \text{ tiene } \frac{1}{\eta^2 W^4} \sum \sum \eta_{ij} (Z_{ij} - \bar{Z})^2$$

$$\bar{Z} = WV_{ij} - VW_{ij}$$

$$V_{ij} = \eta \left( R_{ij} C_{(j)} + \frac{1}{2} \sum \eta_{ii} C_{(L)} + \frac{1}{2} \sum \eta_{kj} R_{(k)} + \sum \sum \eta_{kl} R_{(k)} + \sum \sum nk l R_{(K)} \right)$$

$$W_{ij} = \frac{-\eta}{96W} (F\eta_j^2 + G\eta_i^2)$$

Fuente: Tomado de Restrepo & González; 2007

Para realizar el análisis de los datos y determinar cuál método de correlación utilizar, se comprueba en primer lugar la no conformidad de normalidad entre las variables y en segundo lugar la no linealidad en la relación de las variables a través de la prueba Shapiro-Wilk. A continuación se muestra un pantallazo de los resultados obtenidos.

shapiro-wilk w test for normal data

Variable	Obs	w	V	z	Prob>z
x87	8790	0.73012	1201.723	18.918	0.00000
x88	8790	0.73012	1201.723	18.918	0.00000
x89	8790	0.89952	447.420	16.282	0.00000
x90	8790	0.00455	4432.476	22.400	0.00000
x92	8790	0.47504	2337.491	20.693	0.00000
x93	8790	0.01503	4385.809	22.371	0.00000
x94	8790	0.00247	4441.754	22.405	0.00000
x95	8790	0.08358	4080.588	22.179	0.00000
x96	8790	0.05049	4227.925	22.274	0.00000
x97	8790	0.03527	4295.681	22.316	0.00000
x98	8790	0.07467	4120.270	22.205	0.00000
x99	8790	0.73012	1201.723	18.918	0.00000
x74	8790	0.00698	4421.659	22.393	0.00000
x75	8790	0.00246	4441.777	22.405	0.00000
x76	8790	0.00578	4426.996	22.396	0.00000
x77	8790	0.00455	4432.475	22.400	0.00000
x78	8790	0.01048	4406.070	22.384	0.00000
x79	8790	0.00230	4442.498	22.406	0.00000
x80	8790	0.83854	718.940	17.547	0.00000
x81	8790	0.05010	4229.669	22.275	0.00000
x82	8790	0.60439	1761.557	19.938	0.00000
x83	8790	0.09699	4020.865	22.140	0.00000
x84	8790	0.12314	3904.451	22.061	0.00000
x85	8790	0.60439	1761.557	19.938	0.00000
x86	8790	0.76428	1049.587	18.557	0.00000
x100	8790	0.00495	4430.712	22.399	0.00000
x101	8790	0.68156	1417.950	19.359	0.00000
x102	8790	0.01124	4402.687	22.382	0.00000
x103	8681	0.36127	2813.412	21.180	0.00000
x91	8789	0.89866	451.176	16.304	0.00000

Fuente: Elaboración propia. Resultados tomado con base en el paquete Stata

De acuerdo a estas salidas se consideró el siguiente sistema de hipótesis:

*H<sub>0</sub>: Datos se distribuyen normal*

*H<sub>a</sub>: Los datos NO se distribuy en normal*

Si P valor  $> \alpha$  No se rechaza Ho. Se tiene que P Valor = 0.00000 y  $\alpha = 0.01$ . Dado que el P Valor es menor a  $\alpha$ , existe evidencia estadística significativa para rechazar Ho, luego los datos no presentan una distribución normal, por lo que no se debe realizar el estudio de correlación por medio del método de Pearson, ya que el P value  $< 0,05$  rechaza la hipótesis nula de normalidad (Ver Anexo 14). De igual manera como se puede apreciar en las *Matrices Gráficas de Correlación* (Ver Anexo 15) los datos presentan baja correlación lineal. El incumplimiento de estos supuestos dadas las condiciones de los datos hace necesario realizar el análisis de las variables siguiendo la metodología de Spearman.

### **NIVEL DE SIGNIFICANCIA**

Al realizar la correlación utilizando el método de spearman se consideró un nivel de significancia del 1%, es decir que existe la probabilidad de que un 1% de la muestra se comporte erradamente (*Probabilidad de error*). Dicho de otro modo se habla de que los resultados arrojados tienen un nivel de confianza del 99%.

A continuación se presenta la Matriz de Correlación y la matriz del nivel de significancia para cada una de las variables objeto de estudio.

**Matriz de Correlación**

	x87	x88	x89	x91	x92	x93	x95	x96	x97	x98	x106	x73	x74	x75	x76	x77	x79	x80	x81	x82	x83	x84	x101	x102	x103	x104	x107
<b>x87</b>	1																										
<b>x88</b>	-1.0000*	1																									
<b>x89</b>	-0.1701*	0.1701*	1																								
<b>x91</b>	0.1707*	-0.1707*	-0.9996*	1																							
<b>x92</b>	0.3911*	-0.3911*	-0.2359*	0.2364*	1																						
<b>x93</b>	0.2900*	-0.2900*	-0.2620*	0.2624*	0.9192*	1																					
<b>x95</b>	0.2554*	-0.2554*	-0.9553*	0.9557*	0.2755*	0.2870*	1																				
<b>x96</b>	0.9405*	-0.9405*	-0.1701*	0.1706*	0.3914*	0.2970*	0.2988*	1																			
<b>x97</b>	0.8649*	-0.8649*	0.1099*	-0.1094*	0.3437*	0.2393*	0.0326*	0.9244*	1																		
<b>x98</b>	0.4914*	-0.4914*	-0.2292*	0.2297*	0.9501*	0.8668*	0.3131*	0.5462*	0.4952*	1																	
<b>x106</b>	-0.2071*	0.2071*	0.0916*	-0.0913*	-0.2217*	-0.2226*	-0.0894*	-0.1584*	-0.1064*	-0.2091*	1																
<b>x73</b>	-0.2568*	0.2568*	-0.1616*	0.1615*	-0.0635*	-0.0241*	0.1517*	-0.2087*	-0.2498*	-0.0860*	0.2441*	1															
<b>x74</b>	-0.6528*	0.6528*	-0.2168*	0.2174*	-0.2941*	-0.2191*	0.1463*	-0.6064*	-0.7184*	-0.3537*	0.1496*	0.5483*	1														
<b>x75</b>	-0.4609*	0.4609*	0.0152	-0.0147	-0.3819*	-0.3825*	-0.0608*	-0.4274*	-0.4446*	-0.4042*	0.2174*	0.2136*	0.4794*	1													
<b>x76</b>	-0.5634*	0.5634*	-0.0868*	0.0873*	-0.2907*	-0.2707*	0.0292*	-0.5270*	-0.5890*	-0.3329*	0.1894*	0.4303*	0.7505*	0.5520*	1												
<b>x77</b>	-0.9993*	0.9993*	0.1709*	-0.1704*	-0.3906*	-0.2894*	-0.2551*	-0.9399*	-0.8642*	-0.4908*	0.2075*	0.2567*	0.6535*	0.4616*	0.5641*	1											
<b>x79</b>	-0.0106	0.0106	-0.0219*	0.0224*	0.0174	0.0176	0.0278*	0.0034	0.0021	0.0253*	0.0742*	0.1042*	0.0282*	0.0174	0.0804*	0.0111	1										
<b>x80</b>	0.1147*	-0.1147*	-0.0216*	0.0221*	0.0789*	0.0706*	0.0420*	0.1144*	0.1312*	0.0966*	0.0278*	0.0720*	-0.0811*	-0.0708*	-0.0830*	-0.1142*	0.4202*	1									
<b>x81</b>	0.0037	-0.0037	0.0370*	-0.0366*	0.013	-0.0708*	-0.0273*	0.0178	0.0523*	0.0255*	0.1216*	0.0189	-0.0983*	0.1321*	0.1505*	-0.0032	0.4636*	0.4949*	1								
<b>x82</b>	0.1860*	-0.1860*	0.1097*	-0.1092*	0.0747*	-0.1699*	-0.0728*	0.1949*	0.2693*	0.1138*	0.1757*	-0.0369*	-0.1700*	0.0888*	-0.0104	-0.1854*	0.0062	0.1031*	0.4007*	1							
<b>x83</b>	0.4852*	-0.4852*	0.2307*	-0.2302*	0.1744*	-0.0437*	-0.1538*	0.5295*	0.6441*	0.2765*	0.0925*	-0.1671*	-0.4781*	-0.1270*	-0.2805*	-0.4845*	0.0031	0.1346*	0.3229*	0.8490*	1						
<b>x84</b>	0.6169*	-0.6169*	-0.009	0.0095	0.2478*	0.0316*	0.1168*	0.6763*	0.6955*	0.3759*	0.0414*	-0.1399*	-0.4307*	-0.1491*	-0.2693*	-0.6162*	0.0048	0.1313*	0.2970*	0.7959*	0.9232*	1					
<b>x101</b>	-0.2194*	0.2194*	0.0874*	-0.0870*	-0.1085*	-0.1582*	-0.0827*	-0.1702*	-0.1141*	-0.1138*	0.5544*	0.2279*	0.1908*	0.2871*	0.2687*	0.2200*	0.0871*	-0.0299*	0.1522*	0.3325*	0.1956*	0.1324*	1				
<b>x102</b>	0.1501*	-0.1501*	0.0332*	-0.0328*	0.0107	-0.0709*	-0.0238*	0.1160*	0.1468*	0.0174	0.4537*	0.0941*	-0.0599*	0.1133*	0.0552*	-0.1496*	0.0718*	0.0006	0.1403*	0.3740*	0.3318*	0.3131*	0.8659*	1			
<b>x103</b>	-0.1531*	0.1531*	-0.0365*	0.0370*	-0.0206	0.1114*	0.0293*	-0.1373*	-0.1494*	-0.0466*	0.0706*	0.0352*	0.1608*	0.0681*	0.0800*	0.1538*	0.0166	-0.1533*	-0.2646*	-0.3567*	-0.3361*	-0.3305*	0.1310*	0.0598*	1		
<b>x104</b>	-0.1422*	0.1422*	-0.0445*	0.0448*	0.0942*	0.1359*	0.0503*	-0.0971*	-0.0923*	0.0729*	0.3025*	0.2108*	0.1825*	0.1125*	0.1689*	0.1426*	0.0521*	-0.0740*	-0.0784*	-0.0688*	-0.1002*	-0.1114*	0.5894*	0.4848*	0.4696*	1	
<b>x107</b>	-0.2991*	0.2991*	0.0326*	-0.0322*	-0.1350*	-0.0613*	-0.0425*	-0.2506*	-0.2289*	-0.1540*	0.5065*	0.2500*	0.2605*	0.2525*	0.2736*	0.2997*	0.0892*	-0.0754*	-0.0213*	-0.1057*	-0.1832*	-0.2263*	0.8427*	0.6874*	0.3328*	0.6836*	1

Fuente: Elaboración propia.

\* datos con un nivel de significancia del 0,01.

Fuente: Elaboración propia. Resultados tomados con base en el paquete Stata

**Matriz del Nivel de Significancia**

	x87	x88	x89	x91	x92	x93	x95	x96	x97	x98	x106	x73	x74	x75	x76	x77	x79	x80	x81	x82	x83	x84	x101	x102	x103	x104	x107
<b>x87</b>																											
<b>x88</b>	0.000																										
<b>x89</b>	0.000	0.000																									
<b>x91</b>	0.000	0.000	0.000																								
<b>x92</b>	0.000	0.000	0.000	0.000																							
<b>x93</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000																						
<b>x95</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000																					
<b>x96</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000																				
<b>x97</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.000																			
<b>x98</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000																		
<b>x106</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000																	
<b>x73</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.024	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000																
<b>x74</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000															
<b>x75</b>	0.000	0.000	0.154	0.169	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000														
<b>x76</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.006	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000													
<b>x77</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000												
<b>x79</b>	0.322	0.322	0.040	0.036	0.102	0.099	0.009	0.753	0.848	0.018	0.000	0.000	0.008	0.103	0.000	0.296											
<b>x80</b>	0.000	0.000	0.043	0.039	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.009	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000										
<b>x81</b>	0.729	0.729	0.001	0.001	0.224	0.000	0.010	0.095	0.000	0.017	0.000	0.077	0.000	0.000	0.000	0.767	0.000	0.000									
<b>x82</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000	0.000	0.332	0.000	0.560	0.000	0.000								
<b>x83</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.769	0.000	0.000	0.000							
<b>x84</b>	0.000	0.000	0.398	0.371	0.000	0.003	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.653	0.000	0.000	0.000	0.000						
<b>x101</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005	0.000	0.000	0.000	0.000					
<b>x102</b>	0.000	0.000	0.002	0.002	0.316	0.000	0.026	0.000	0.000	0.103	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.955	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000			
<b>x103</b>	0.000	0.000	0.001	0.001	0.053	0.000	0.006	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.121	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
<b>x104</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>x107</b>	0.000	0.000	0.002	0.003	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.046	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Fuente: Elaboración propia.

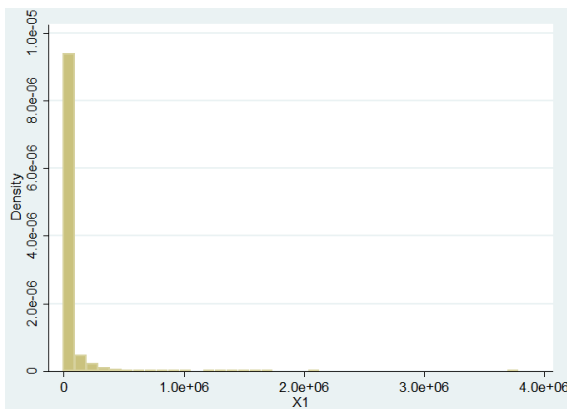
Fuente: Elaboración propia. Resultados tomado con base en el paquete Stata

**Anexo 14 Histogramas de las Variables de estudio**

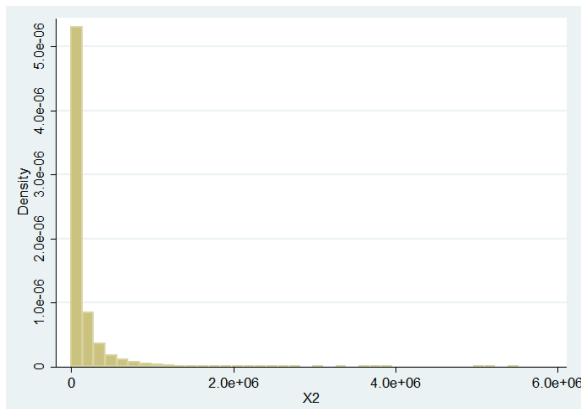
X1	1105 Caja	X53	36 Resultados De Ejercicios Anteriores
X2	1110 Bancos	X54	38 Superávit Por Valorizaciones
X3	1120 Cuentas de Ahorro	X55	Total Patrimonio
X4	11 Subtotal Disponible	X56	Total Pasivo Y Patrimonio
X5	12 Inversiones Cuenta	X57	41 Ingresos Operacionales
X6	13 Subtotal Deudores Cp	X58	61 Menos Costos Ventas
X7	14 Subtotal Inventarios	X59	Utilidad Bruta
X8	17 Subtotal Diferido Cp	X60	Utilidad Operacional
X9	Total Activo Corriente	X61	Utilidad Antes De Impuestos
X10	13 Subtotal Deudores Lp	X62	54 Menos Impuestos De Renta Y Complementarios
X11	15 Propiedad Planta Y Equipo	X63	59 Ganancias Y Perdidas
X12	16 Subtotal Intangibles	X64	Depreciaciones Fc
X13	1705 Gastos Pagados X Anticipado Lp	X65	Amortizaciones Fc
X14	17 Subtotal Diferidos Lp	X66	Provisiones Fc
X15	18 Subtotal Otros Activos	X67	Efectivo Año Anterior
X16	19 Subtotal Valorizaciones	X68	Efectivo Presente Año
X17	Total Activo No Corriente	X69	Gastos De Intereses
X18	Total Activo	X70	1705 Gastos Pagados X Anticipado Cp
X19	21 Obligaciones Financieras Cp	X71	51 Menos Gastos Op Admon
X20	22 Proveedores Cp	X72	51 Menos Gastos Op De Ventas
X21	22 Proveedores Lp	X73	Capital de Trabajo
X22	2305 Cuentas Corrientes Comerciales Cp	X74	Razón Corriente
X23	2335 Costos Y Gastos X Pagar Cp	X75	Índice de disponibilidad inmediata o de liquidez = Activo Disponible / Pasivo exigible a corto plazo.
X24	2380 Acreedores Varios Cp	X76	Prueba Ácida
X25	23 Subtotal C X P Cp	X77	Solidez
X26	24 Impuestos Gravámenes Y Tasas Cp	X78	Margen de Seguridad
X27	25 Obligaciones Laborales Cp	X79	Rotación de Cartera
X28	26 Subtotal Pasivos Estimados Y Provisiones Cp	X80	Rotación de Proveedores
X29	27 Diferidos Cp	X81	Rotación de Inventarios
X30	28 Subtotal Otros Pasivos Cp	X82	Rotación de activos
X31	29 Subtotal Bonos Y Papeles Comerciales Cp	X83	Rotación de Capital
X32	Total Pasivo Corriente	X84	Rotación de Patrimonio
X33	21 Obligaciones Financieras Lp	X85	Rotación de la Inversión
X34	2305 Cuentas Corrientes Comerciales Lp	X86	Eficiencia Administrativa
X35	2335 Costos Y Gastos X Pagar Lp	X87	Endeudamiento total
X36	2380 Acreedores Varios Lp	X88	Razón de Patrimonio a Activo Total
X37	23 Subtotal C X P Lp	X89	Endeudamiento a corto plazo
X38	25 Obligaciones Laborales Lp	X90	Razón de protección al pasivo total
X39	26 Subtotal Pasivos Estimados Y Provisiones Lp	X91	Endeudamiento a Largo plazo

X40	27 Subtotal Diferidos Lp	X92	Apalancamiento Financiero
X41	28 Subtotal Otros Pasivos Lp	X93	Endeudamiento Financiero
X42	29 Subtotal Bonos Y Papeles Comerciales Lp	X94	Carga Financiera
X43	Total Pasivo No Corriente	X95	Pasivo Largo Plazo / Capital
X44	Total Pasivo	X96	Razón Pasivo capital
X45	3105 Capital Suscrito Y Pagado	X97	Apalancamiento a corto plazo
X46	3115 Aportes Sociales	X98	Apalancamiento Financiero
X47	31 Subtotal Capital Social	X99	Índice de Propiedad o Razón de independencia financiera
X48	32 Subtotal Superávit De Capital	X100	Rentabilidad Sobre Ingresos Operacionales
X49	33 Reservas	X101	Rentabilidad Sobre el Activo Total
X50	34 Revalorización Del Patrimonio	X102	Rentabilidad sobre el Patrimonio
X51	35 Dividendo	X103	Margen Bruto de Utilidad
X52	36 Resultados Del Ejercicio	X104	Margen Operacional

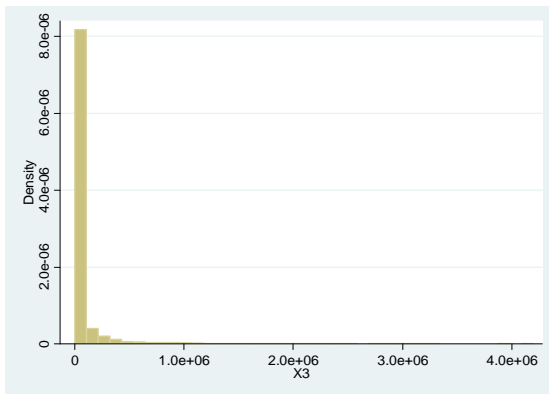
X1



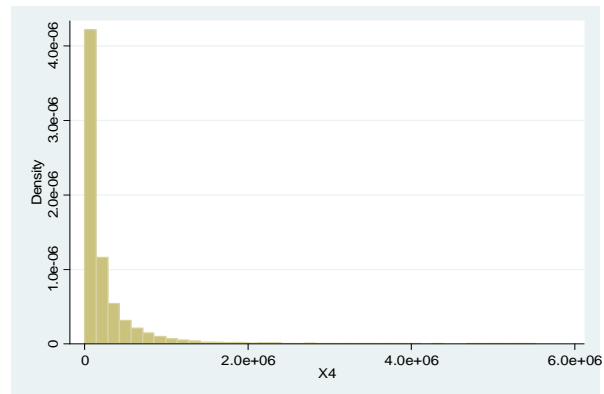
X2



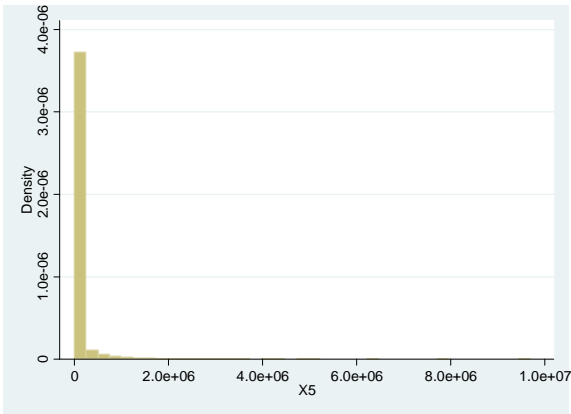
X3



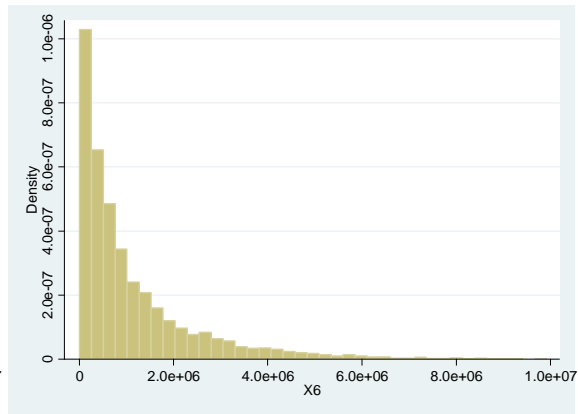
X4



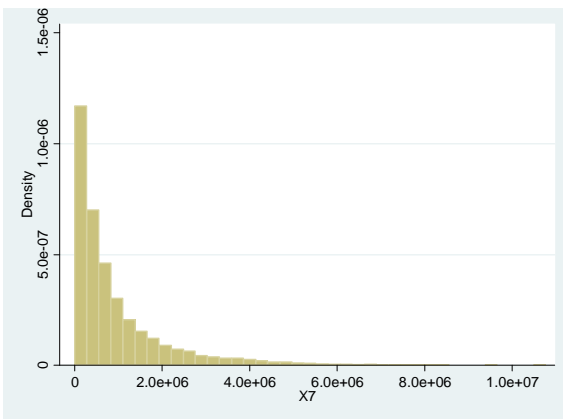
X5



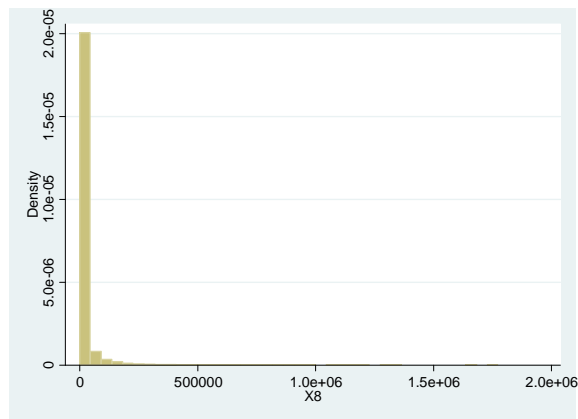
X6



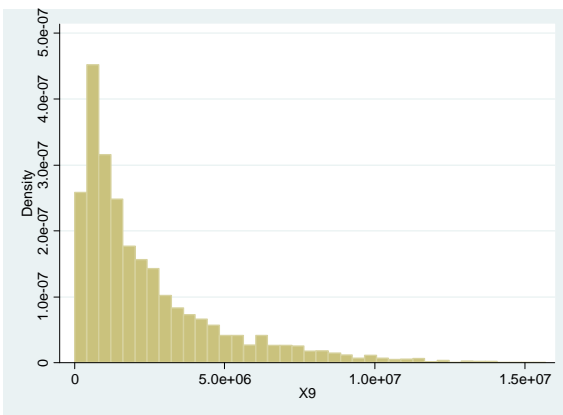
X7



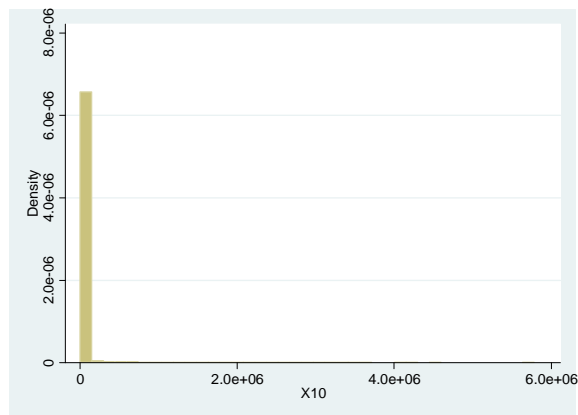
X8



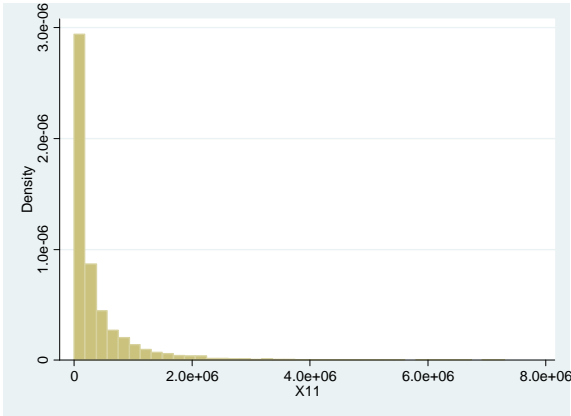
X9



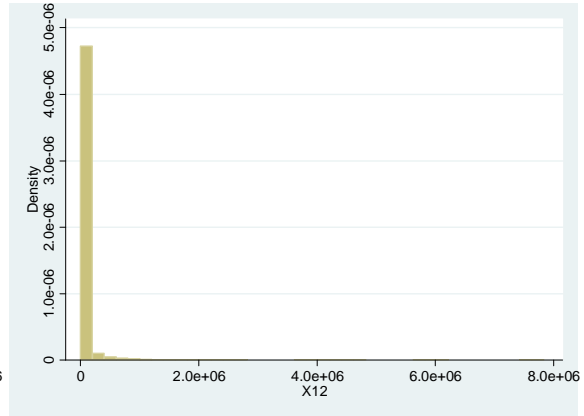
X10



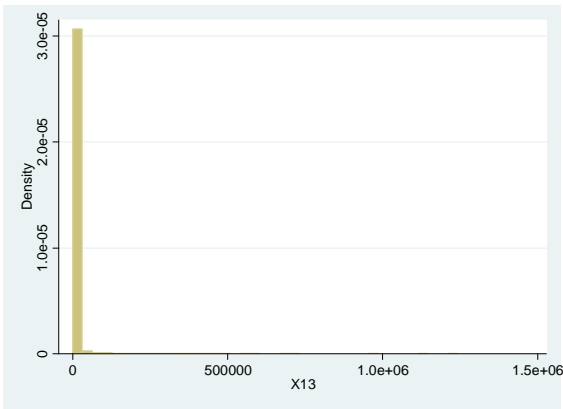
X11



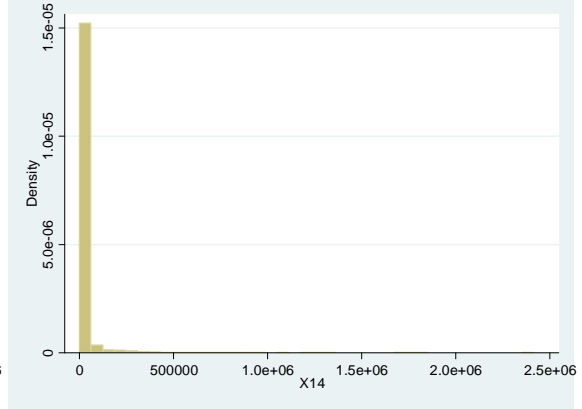
X12



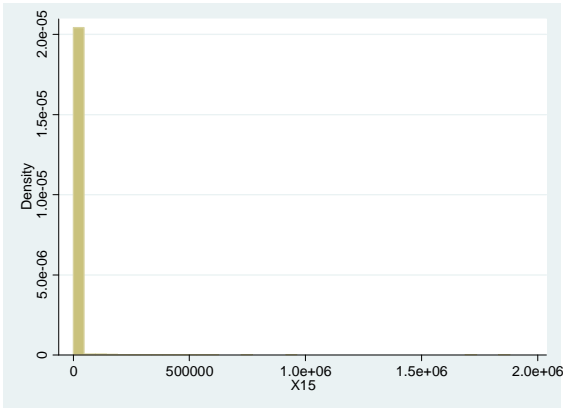
X13



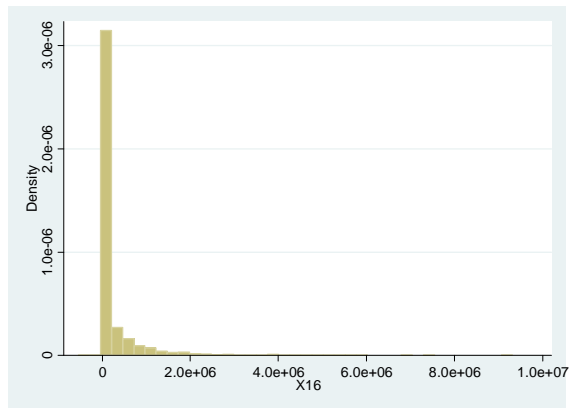
X14



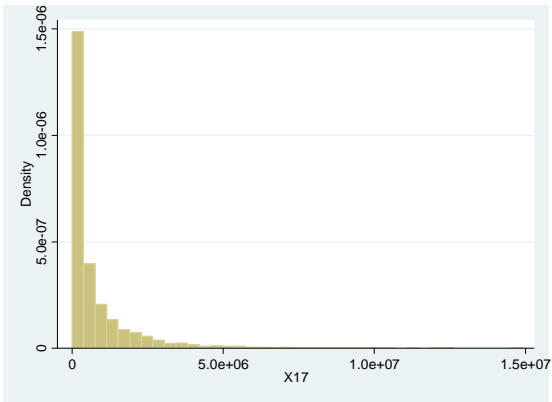
X15



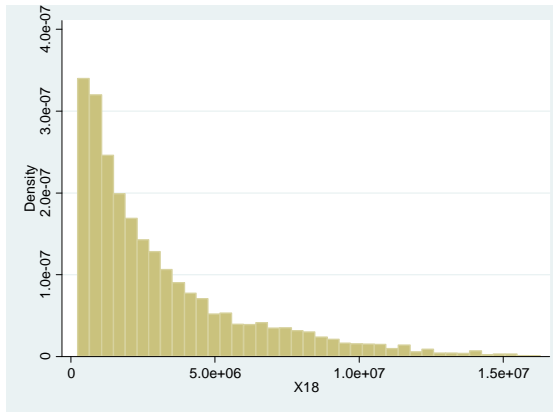
X16



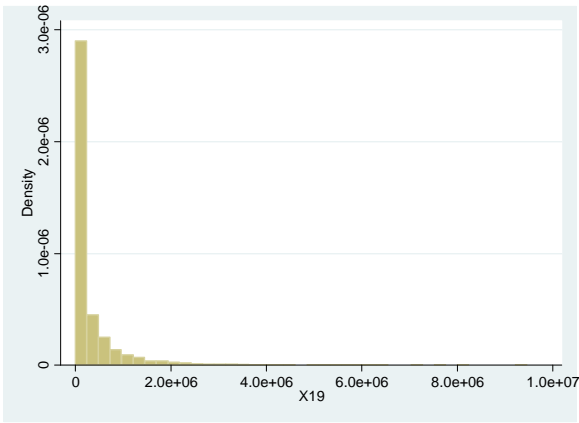
X17



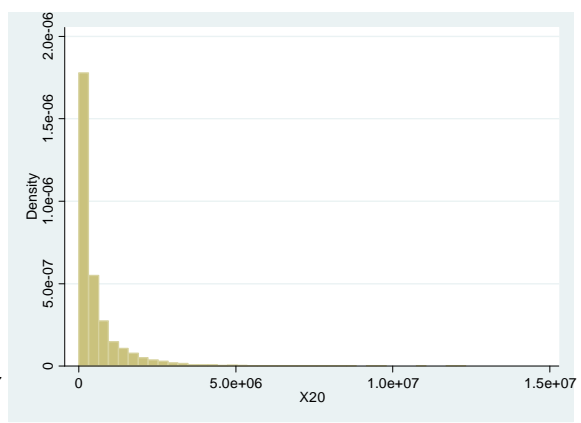
X18



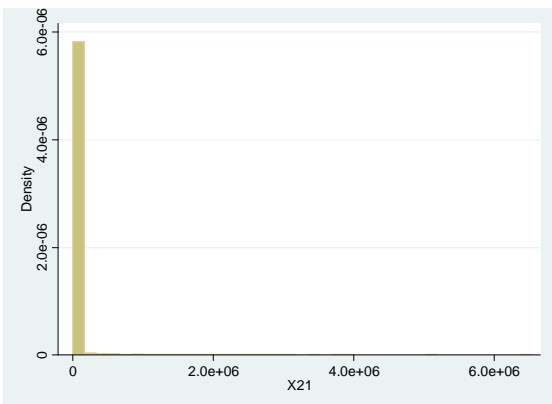
X19



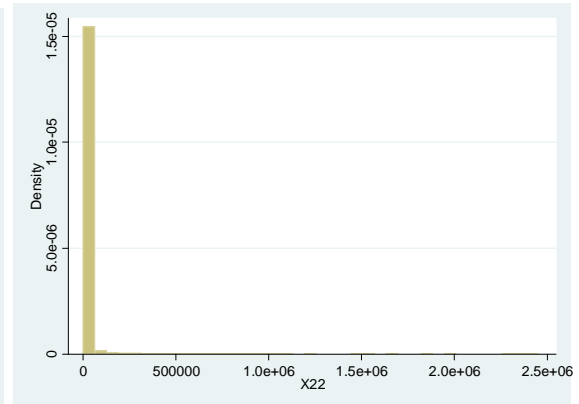
X20



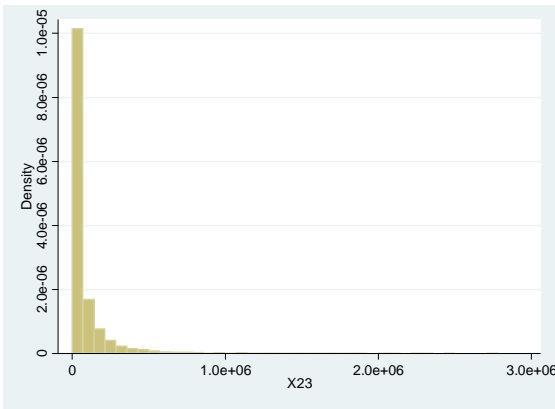
X21



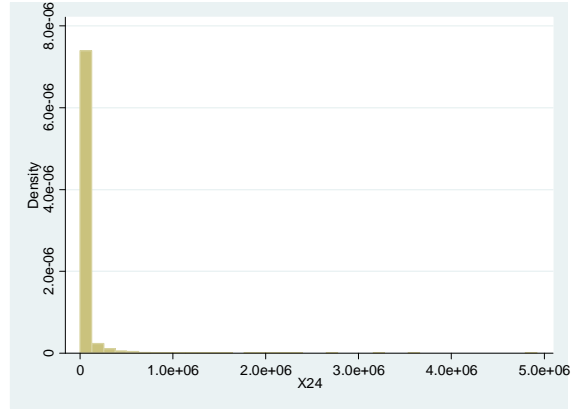
X22



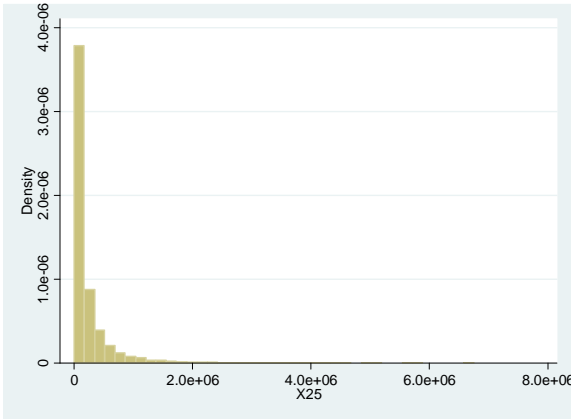
X23



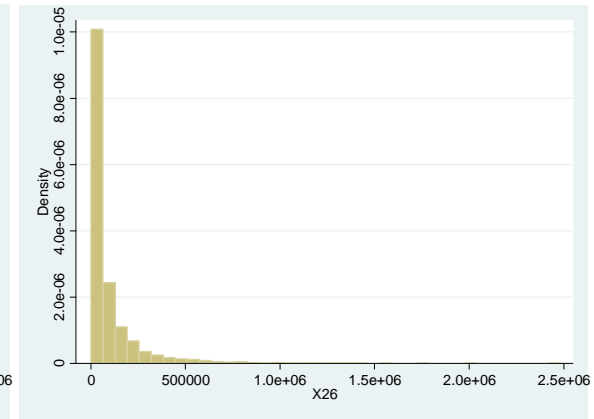
X24



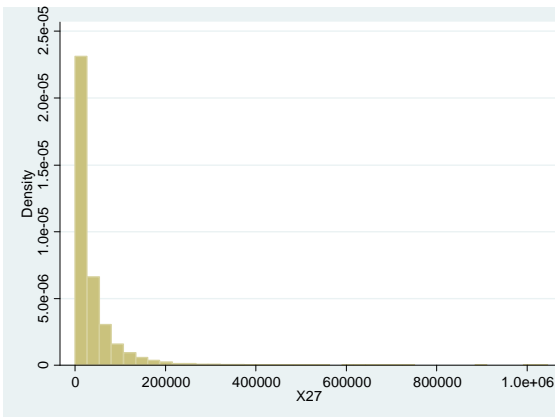
X25



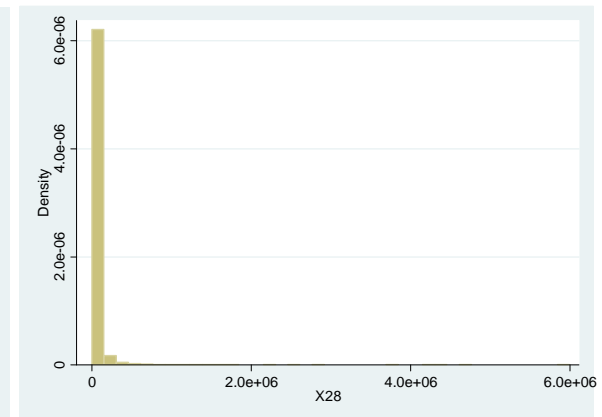
X26



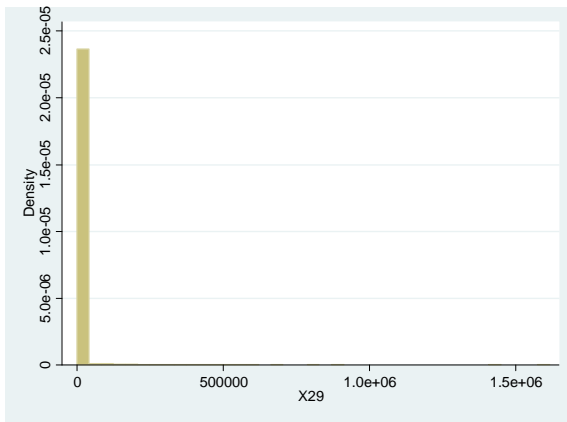
X27



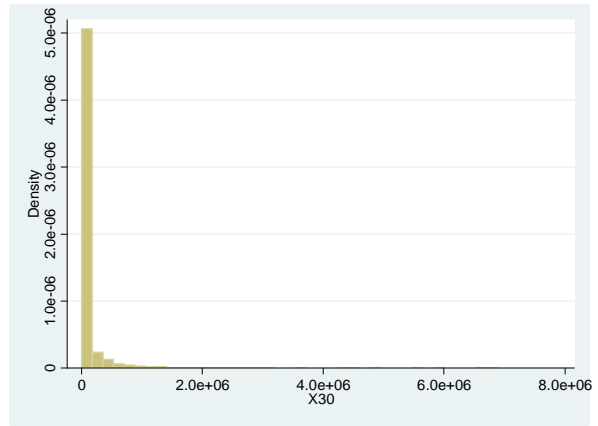
X28



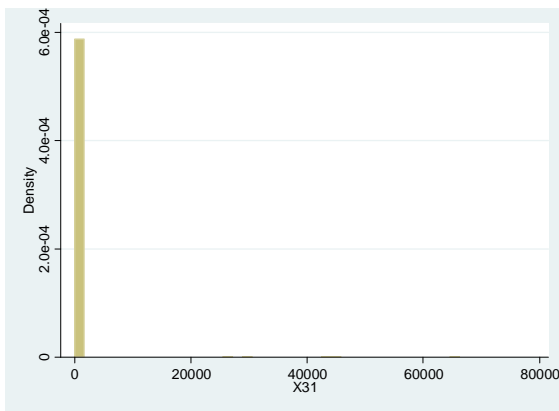
X29



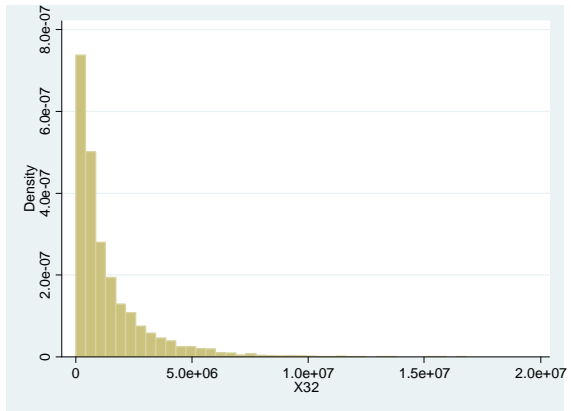
X30



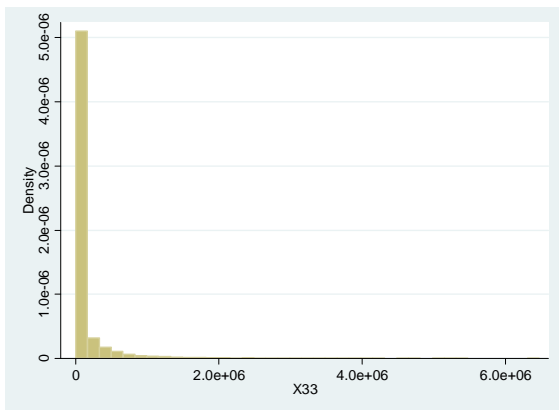
X31



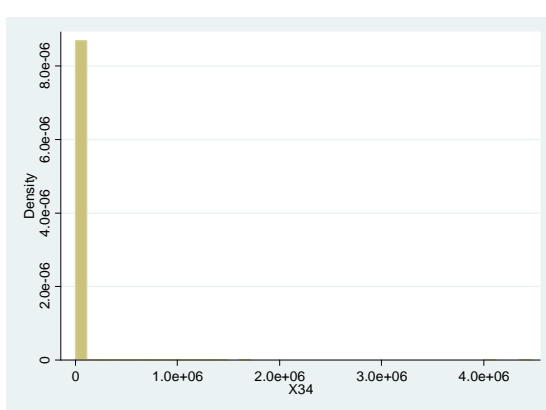
X32



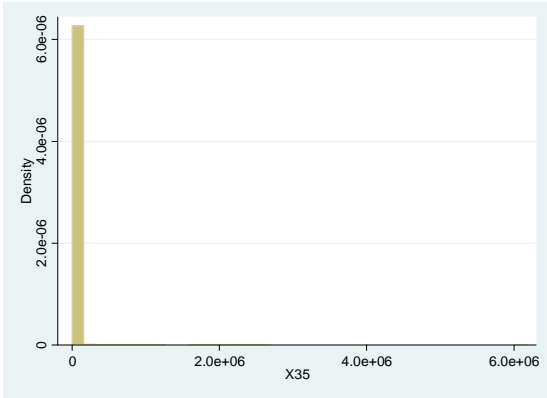
X33



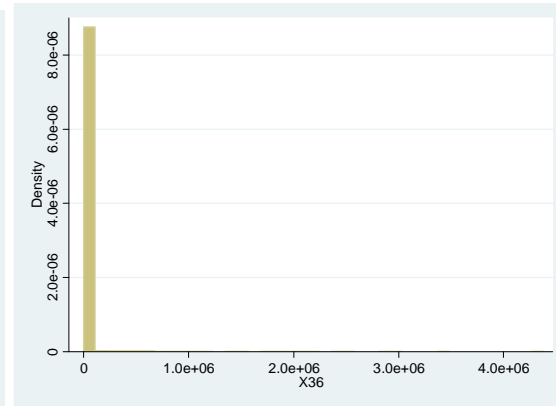
X34



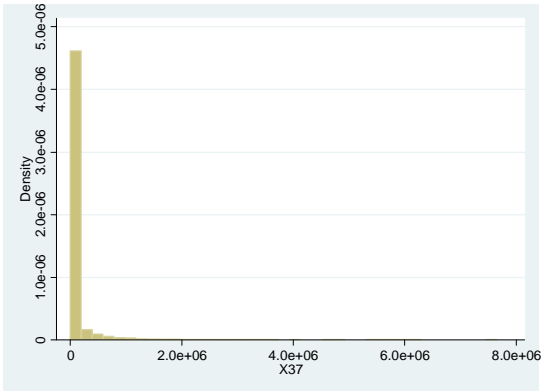
X35



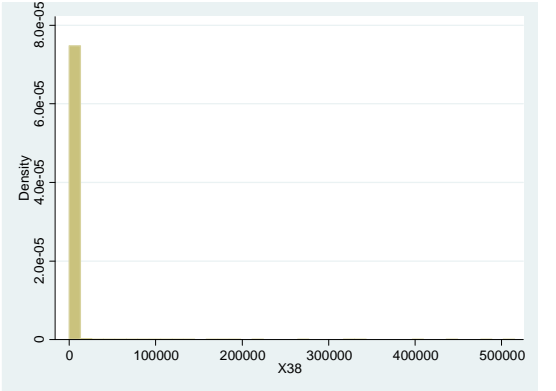
X36



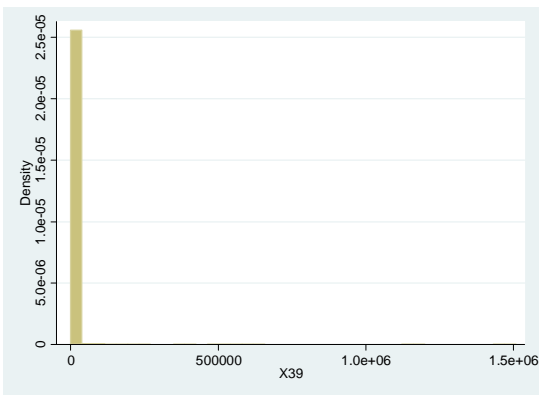
X37



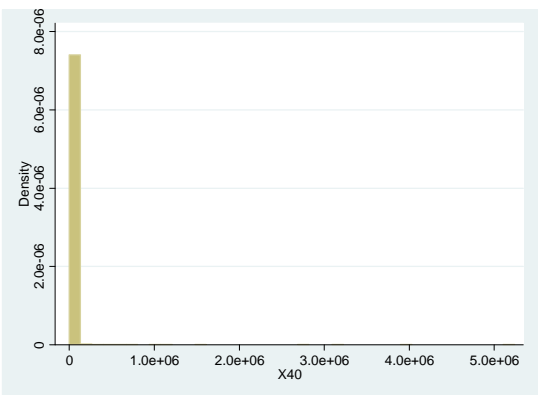
X38



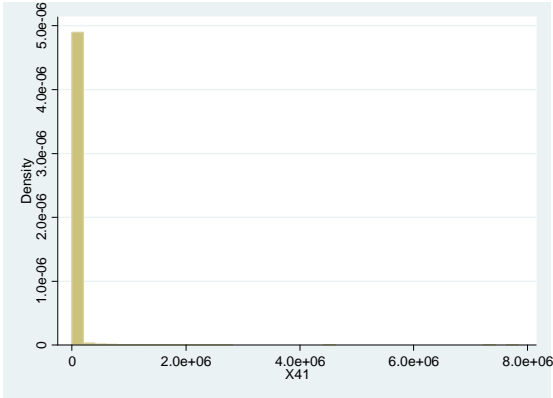
X39



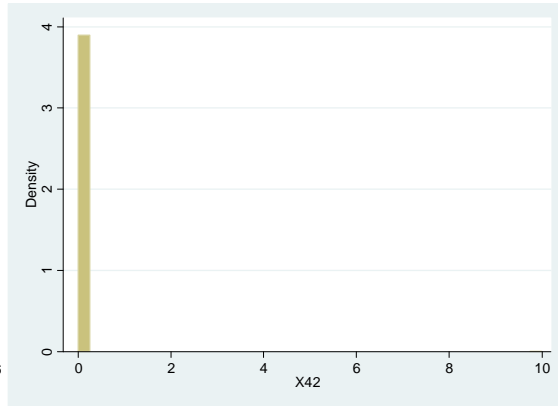
X40



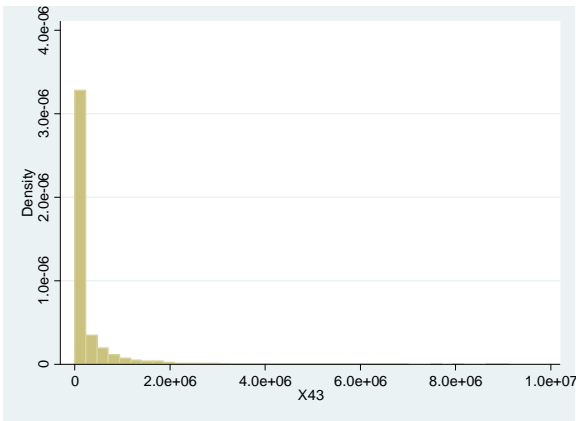
X41



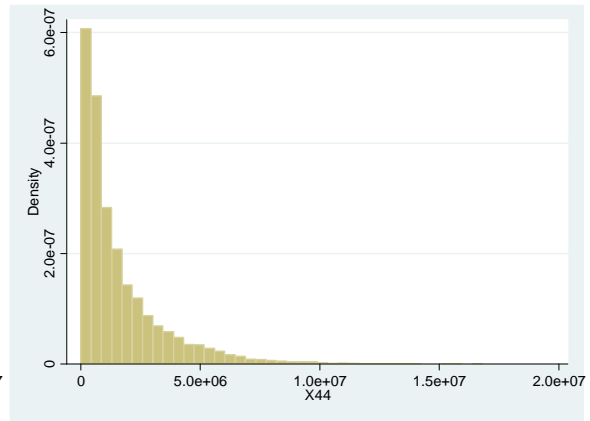
X42



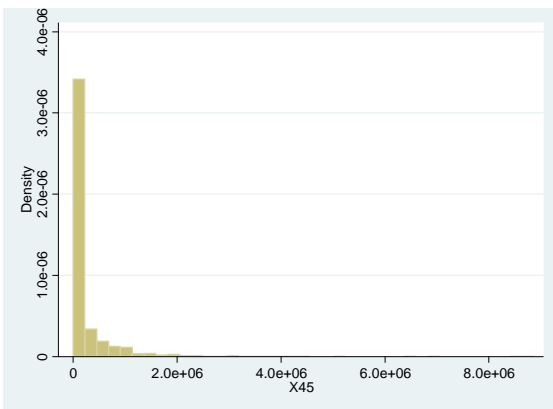
X43



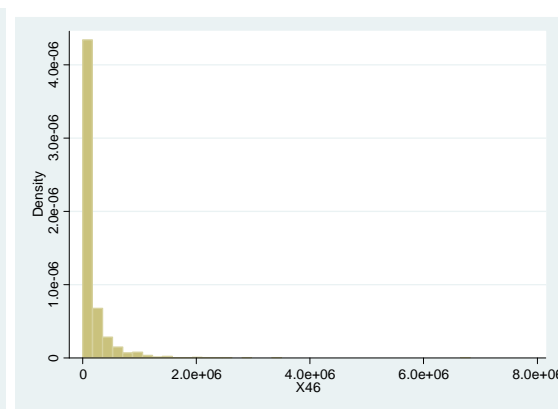
X44



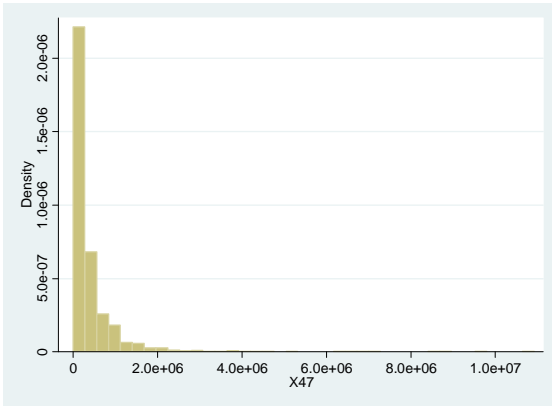
X45



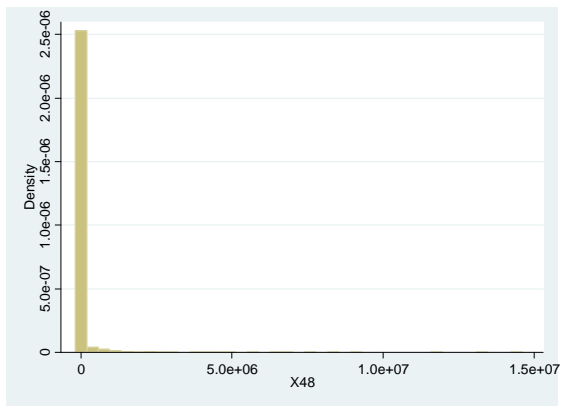
X46



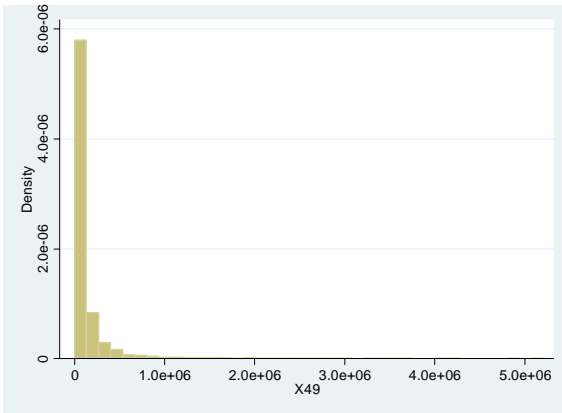
X47



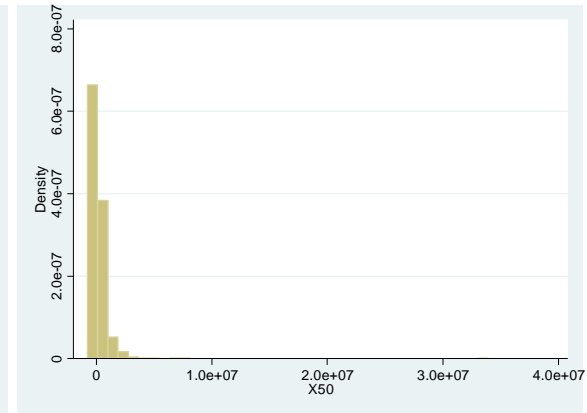
X48



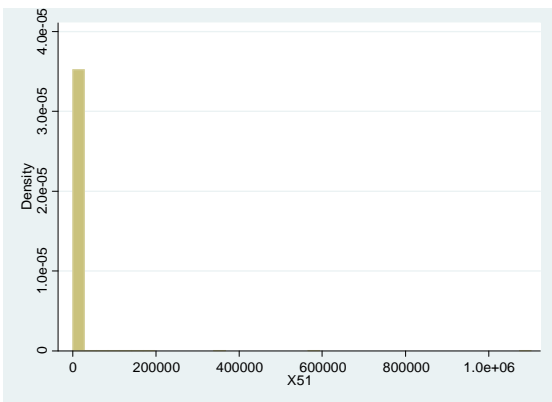
X49



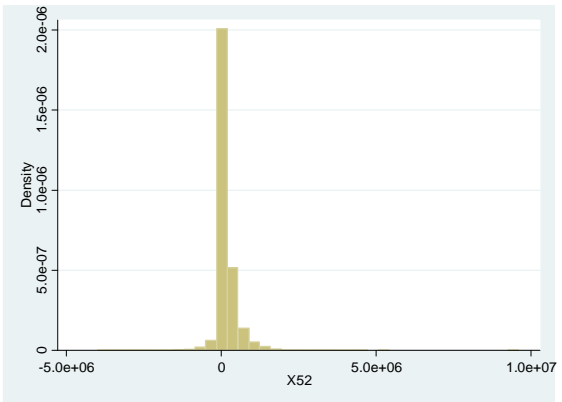
X50



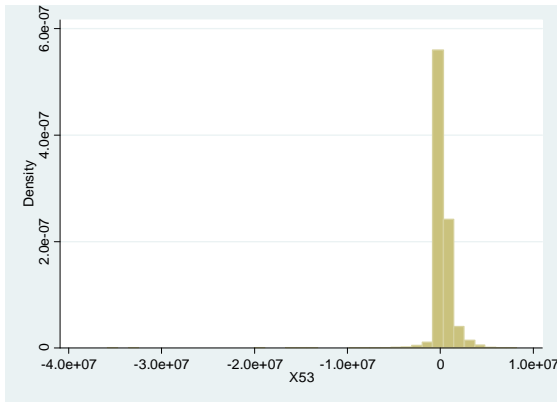
X51



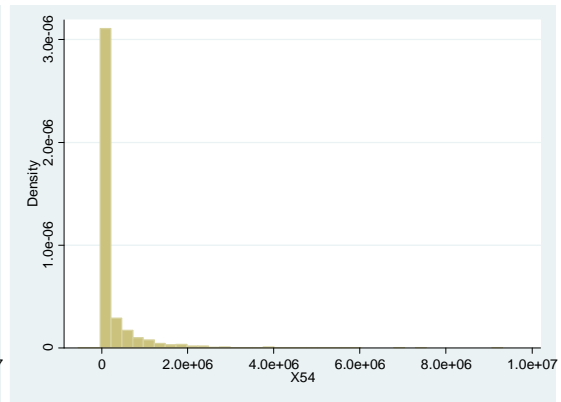
X52



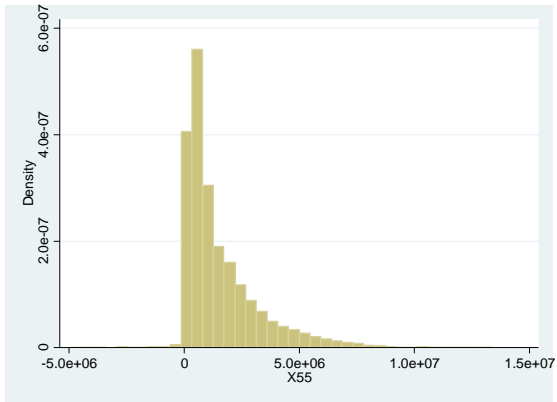
X53



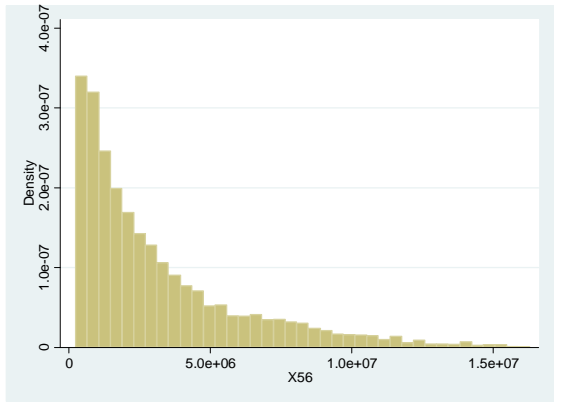
X54



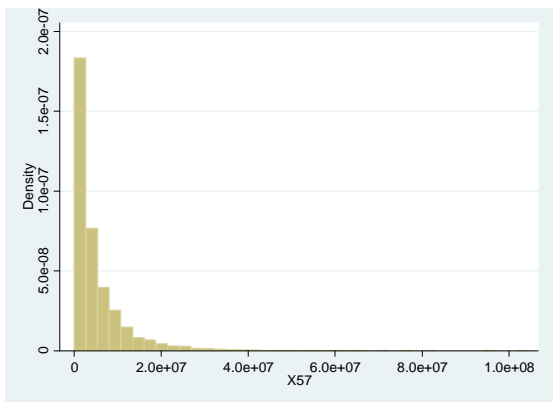
X55



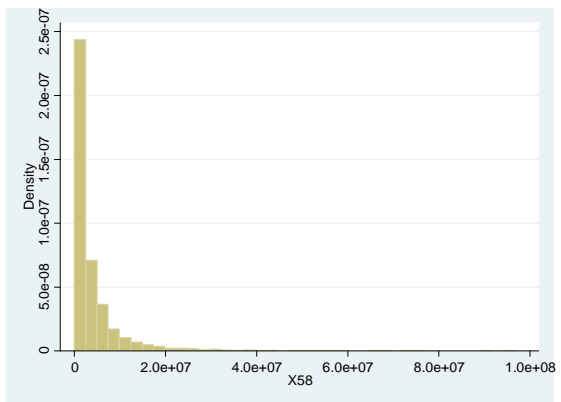
X56



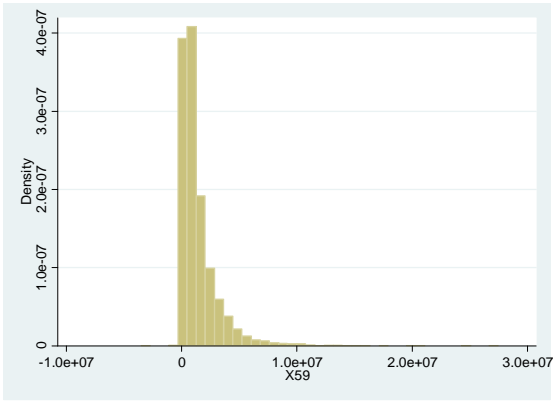
X57



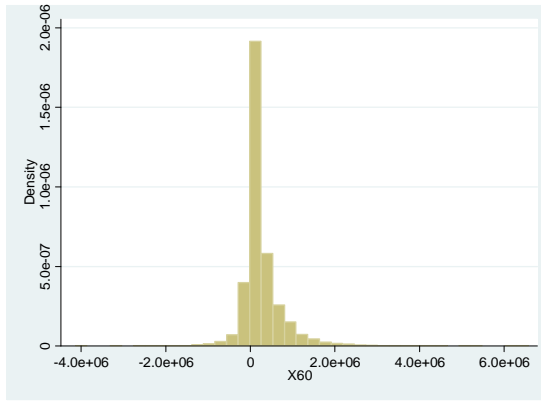
X58



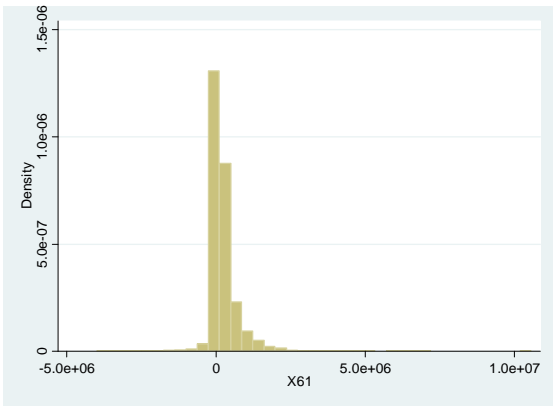
X59



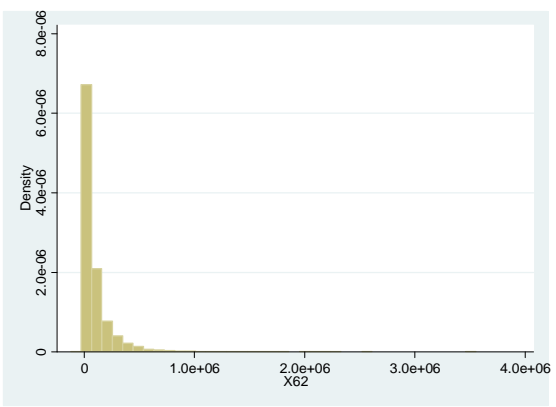
X60



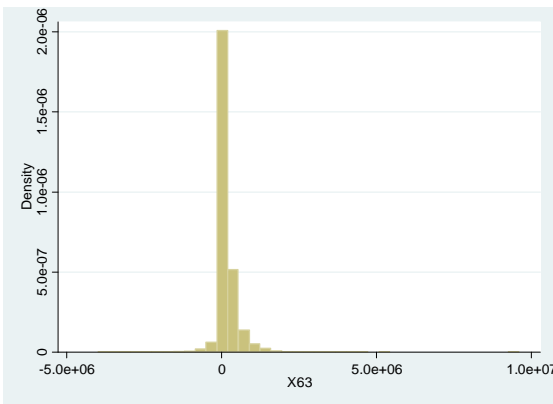
X61



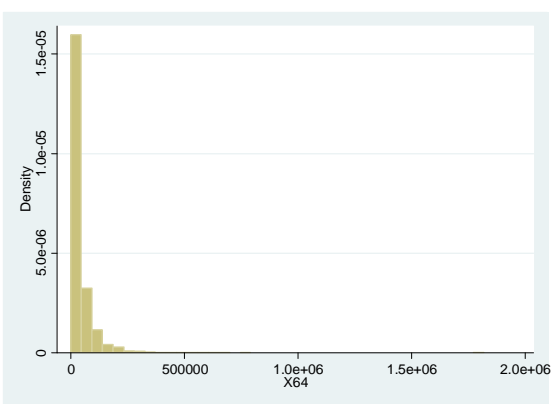
X62



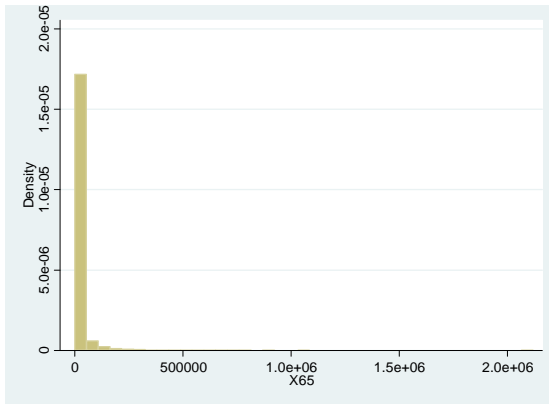
X63



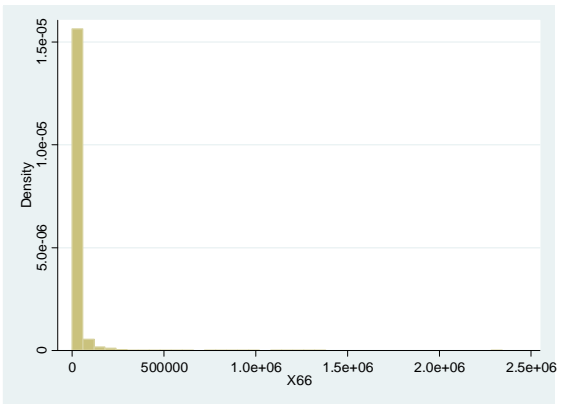
X64



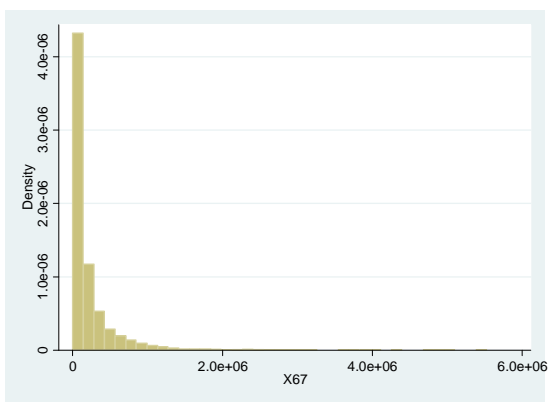
X65



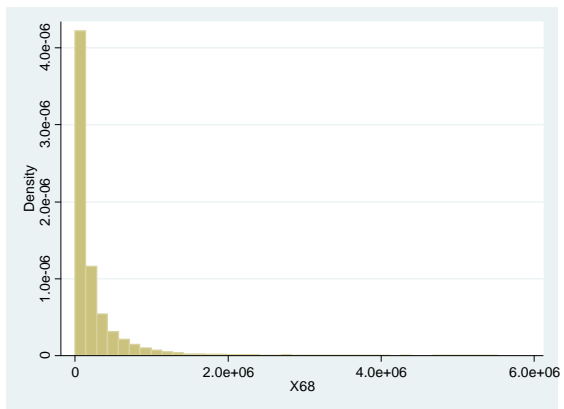
X66



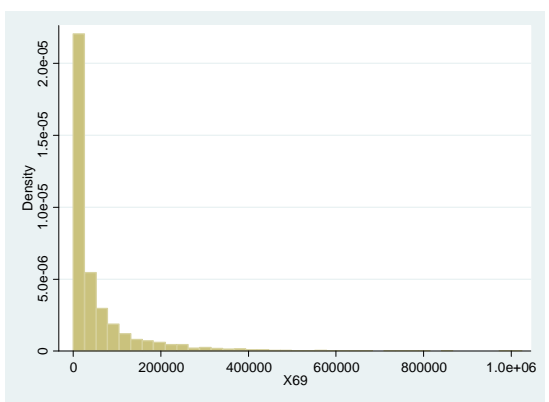
X67



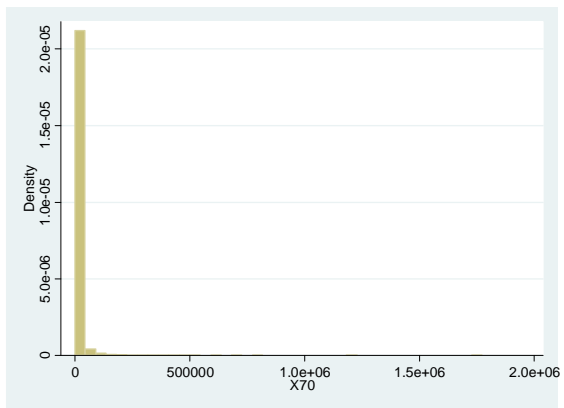
X68



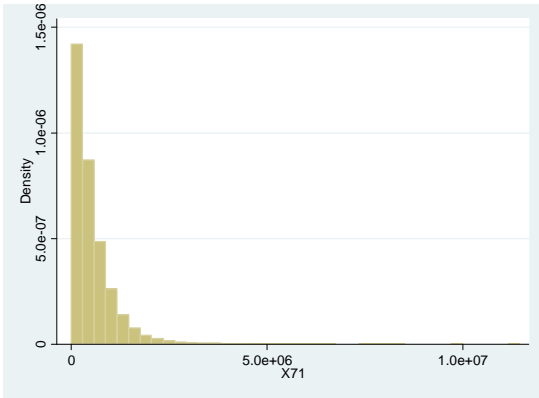
X69



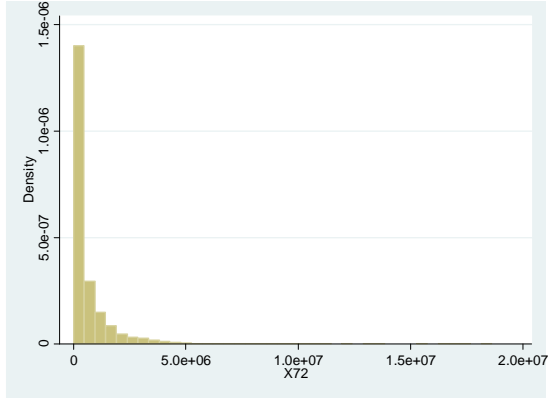
X70



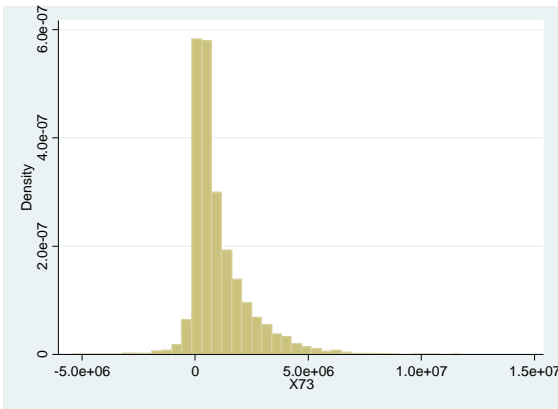
X71



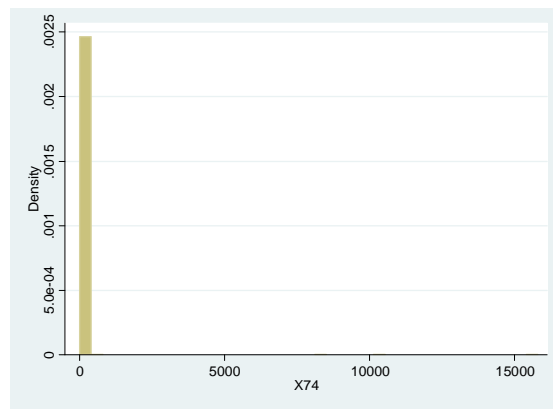
X72



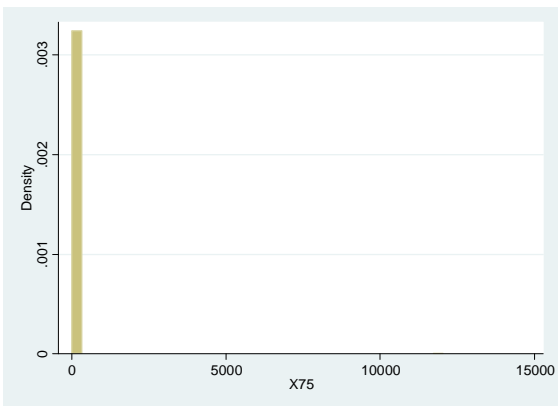
X73



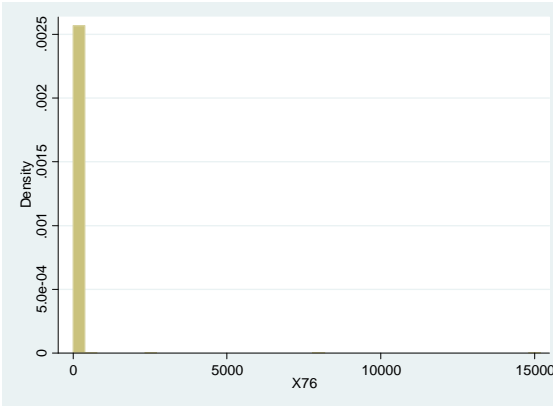
X74



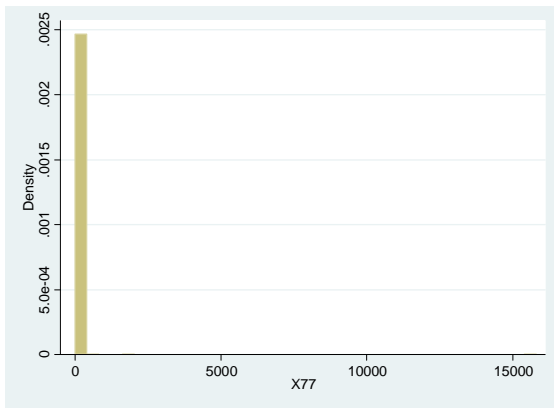
X75



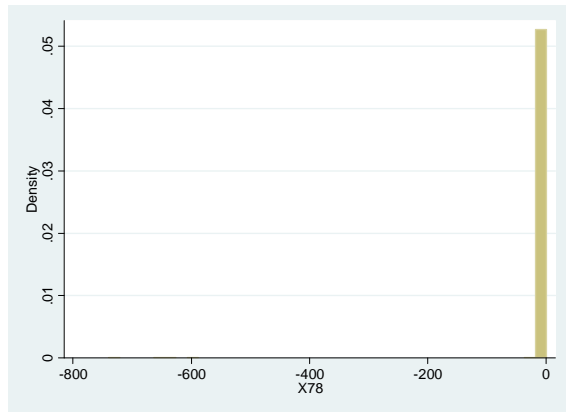
X76



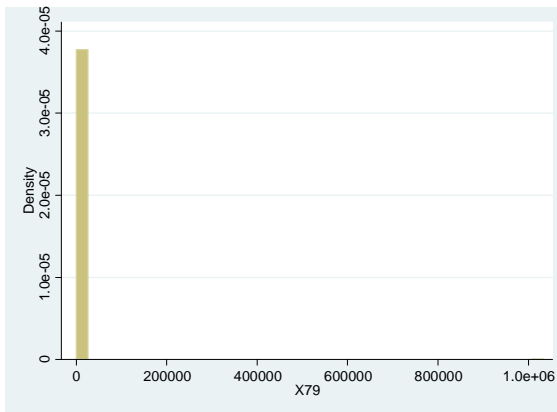
X77



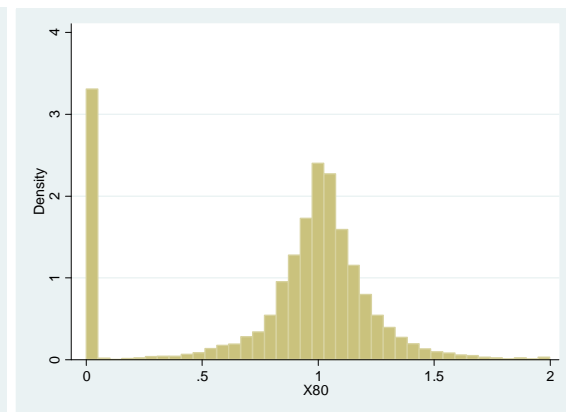
X78



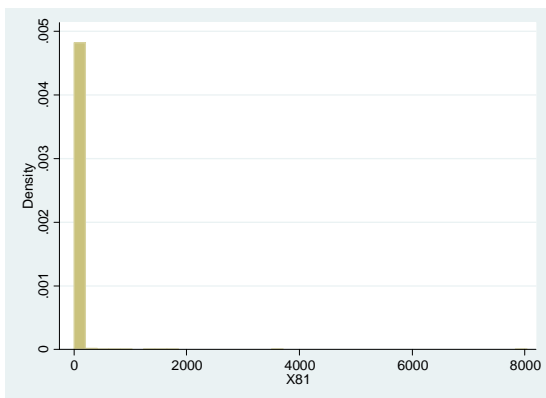
X79



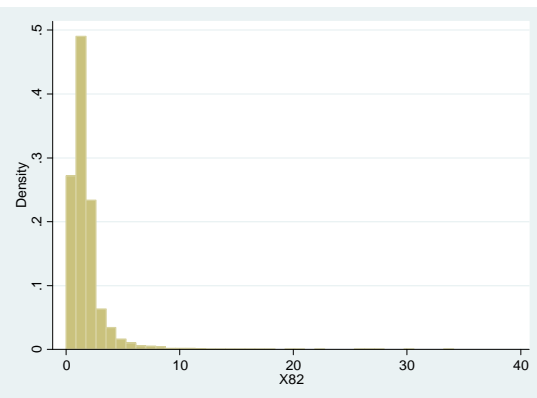
X80



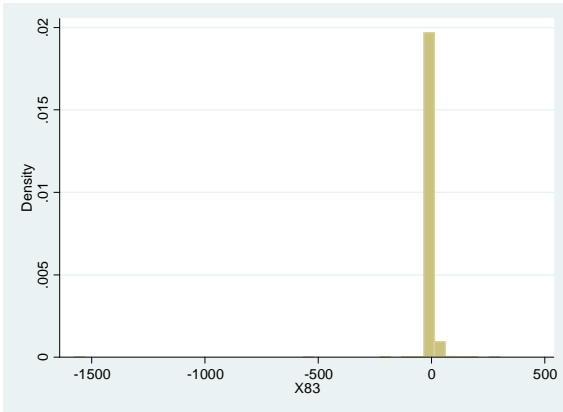
X81



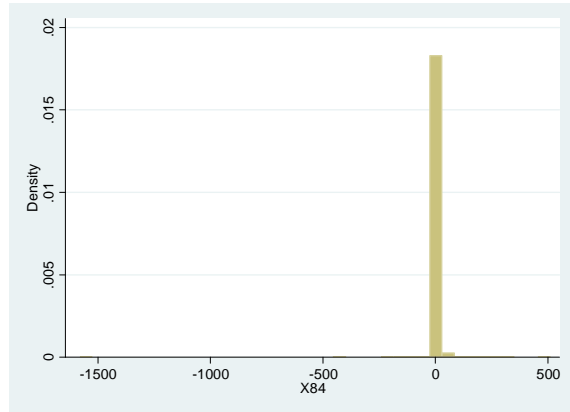
X82



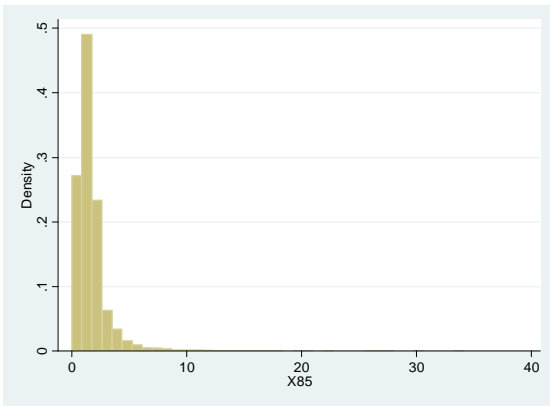
X83



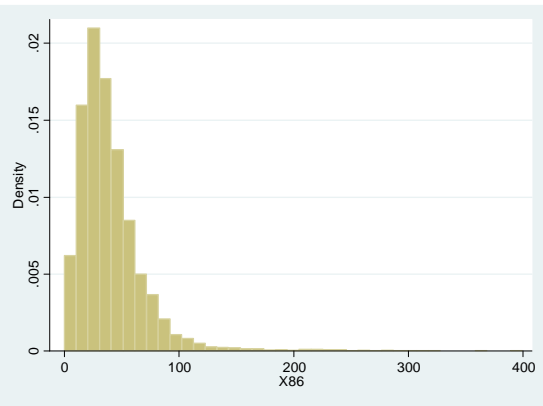
X84



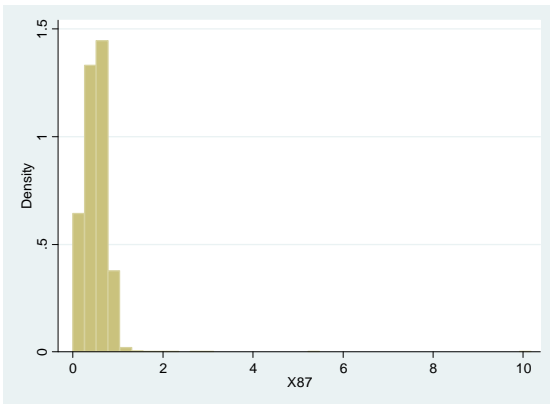
X85



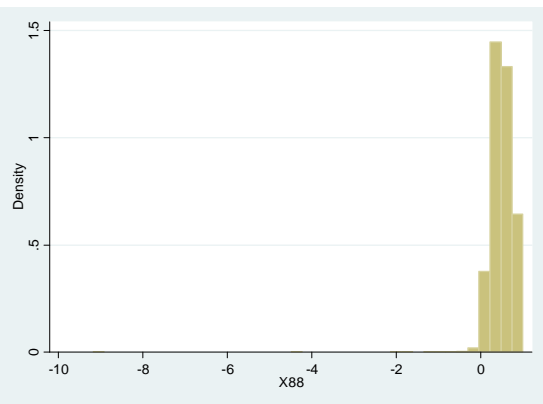
X86



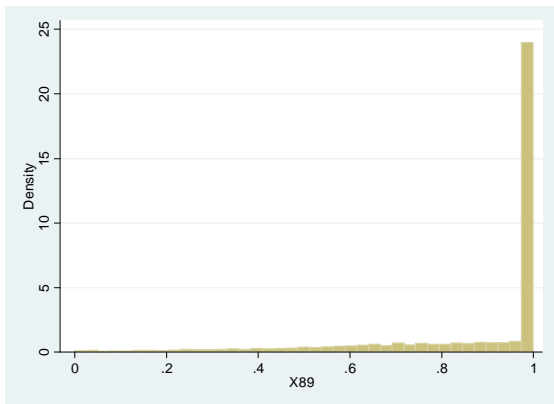
X87



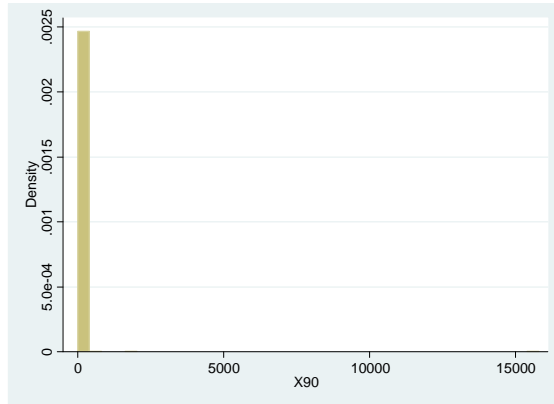
X88



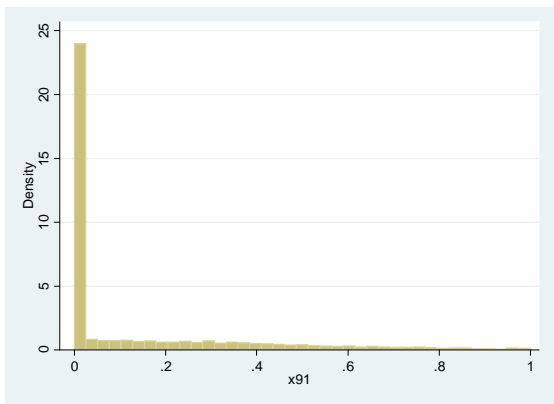
X89



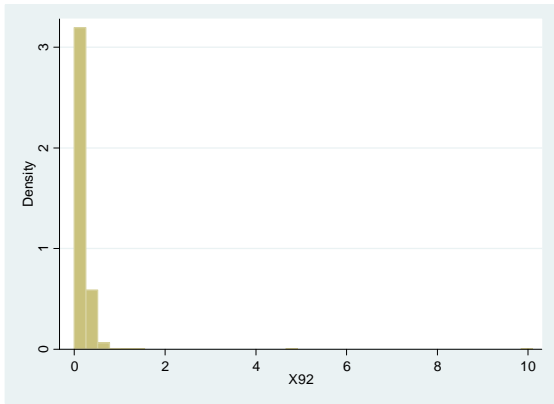
X90



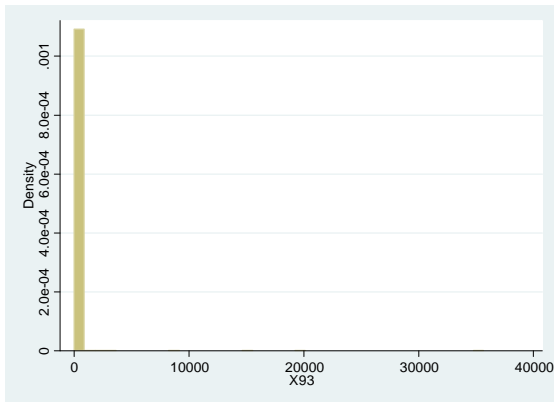
X91



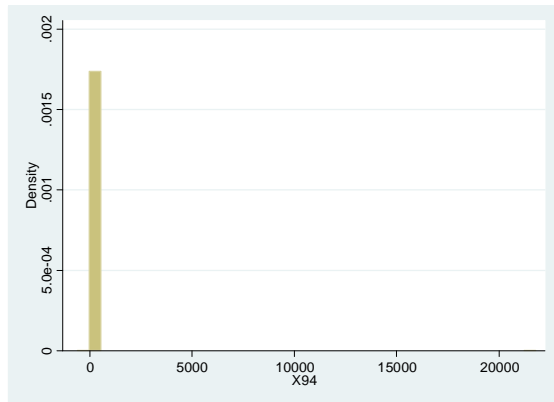
X92



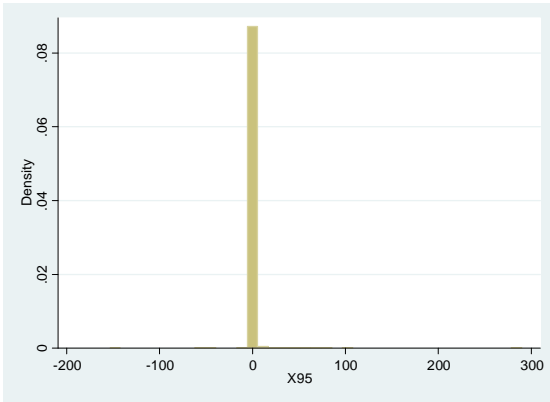
X93



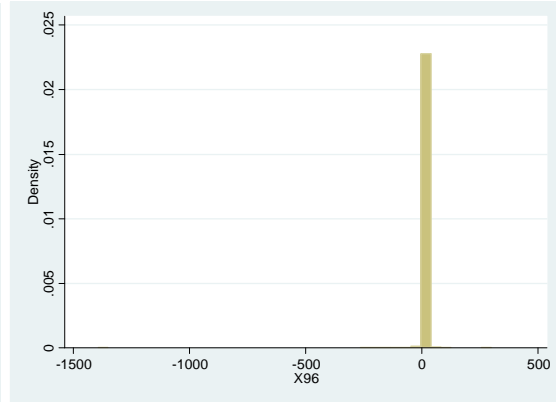
X94



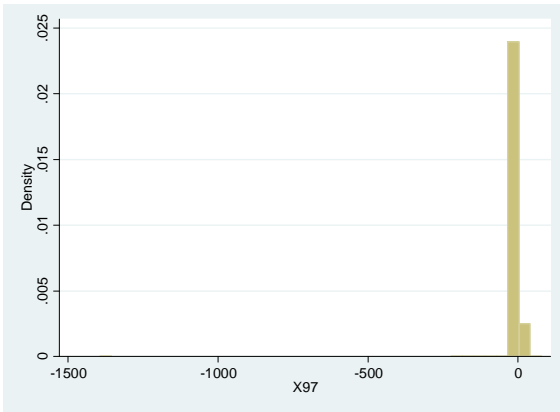
X95



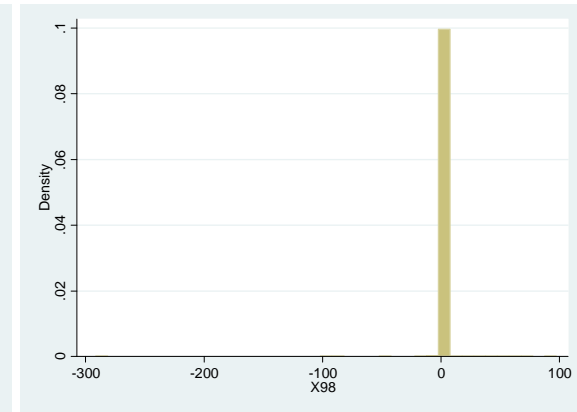
X96



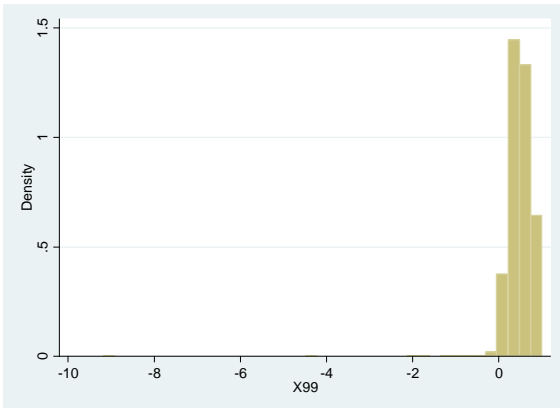
X97



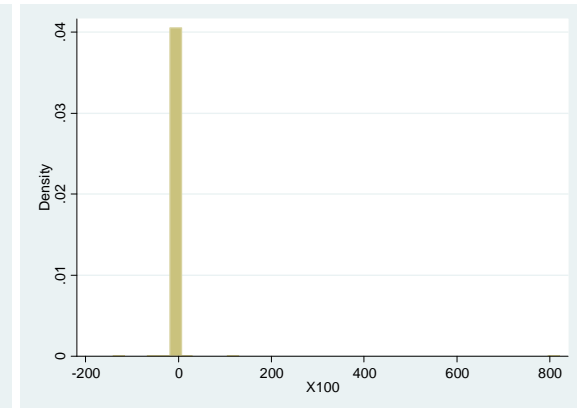
X98



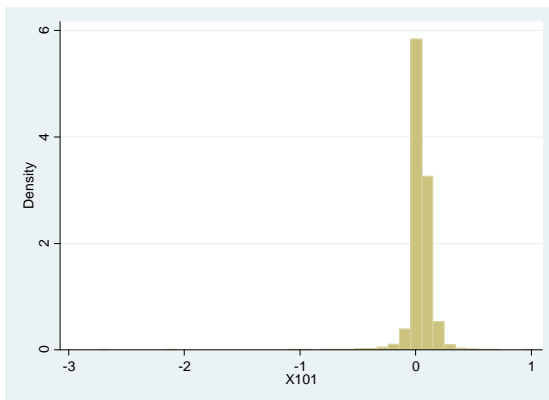
X99



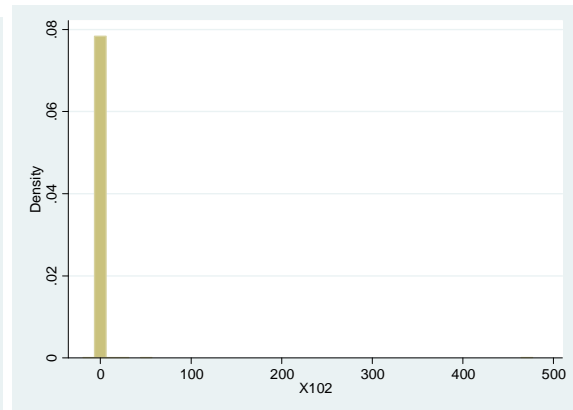
X100



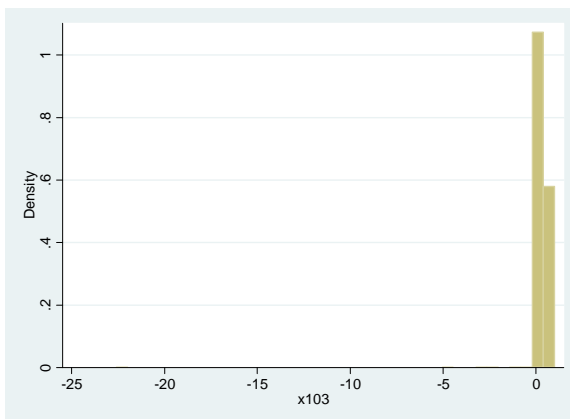
X101



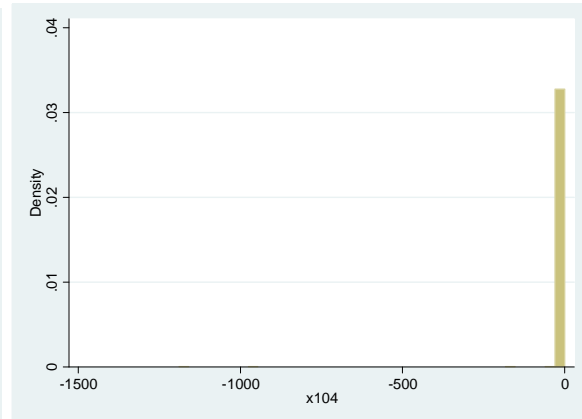
X102



X103

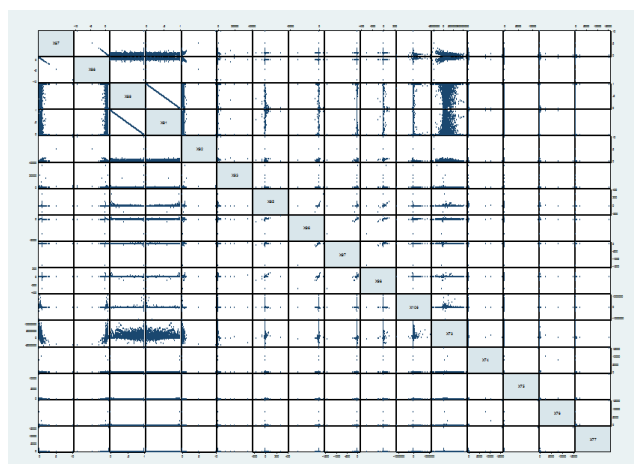


X104



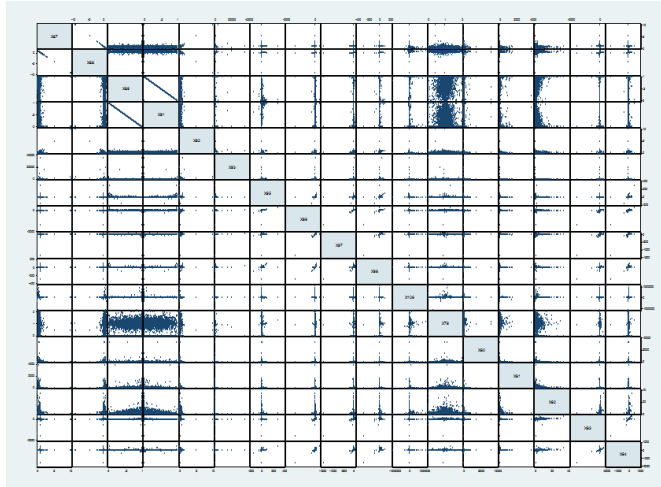
**Anexo 15 Matriz de Correlaciones Gráficas**

Matriz de correlaciones de x87 x88 x89 x91 x92 x93 x95 x96 x97 x98 x106 x73 x74 x75 x76 x77



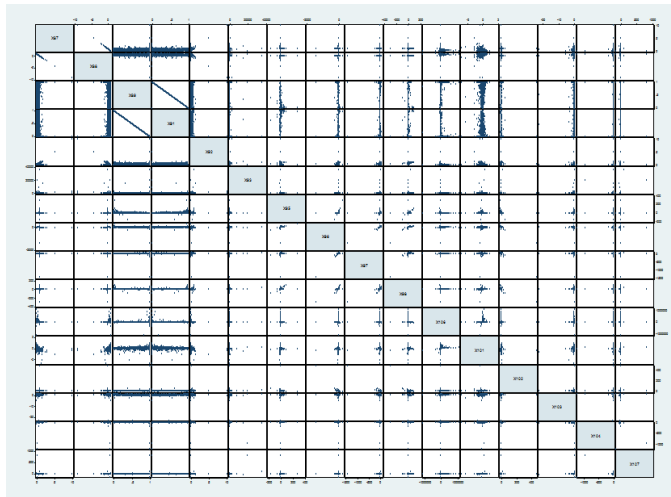
Fuente: Elaboración propia. Salida paquete econométrico Stata

**Matriz de correlaciones de x87 x88 x89 x91 x92 x93 x95 x96 x97 x98 x106 x79 x80 x81 x82 x83 x84**



Fuente: Elaboración propia. Salida paquete econométrico Stata

**Matriz de correlaciones de x87 x88 x89 x91 x92 x93 x95 x96 x97 x98 x106 x101 x102 x103 x104 x107**



Fuente: Elaboración propia. Salida paquete econométrico Stata