



**CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO DE RENTA VARIABLE EN COLOMBIA
DURANTE EL PERIODO 2007- 2010.**

LUIS ANGEL MENESES CERON

Trabajo De Grado Para Optar Por El Titulo De Magister En Administración Con
Énfasis En Finanzas.

Director del Trabajo de Grado:
LUIS BERGGRUN PRECIADO.
Ph.D. in Finance

UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONOMICAS
MAESTRIA EN ADMINISTRACION
Cali
Junio de 2012.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN	V
ABSTRACT	VII
1. INTRODUCCION	1
2. MARCO CONCEPTUAL	3
3. METODOLOGÍA	6
4. RESULTADOS	9
4.1. CONTEXTO ECONOMICO COLOMBIANO 2007 AL 2010.....	9
4.1.1. <i>CRECIMIENTO DEL PIB</i>	9
4.1.2. <i>TASA DE DESEMPLEO</i>	10
4.1.3. <i>INFLACION</i>	11
4.1.4. <i>TASA DE INTERES</i>	12
4.1.5. <i>TASAS DE CAMBIO</i>	13
4.2. EL MERCADO DE RENTA VARIABLE EN COLOMBIA.....	15
4.2.1. <i>CRECIMIENTO DEL IGBC</i>	15
4.2.2. <i>LIQUIDEZ</i>	16
4.2.3. <i>CONCENTRACIÓN</i>	19
4.2.4. <i>RIESGO</i>	21
4.2.5. <i>RELACIONAMIENTO CON OTROS MERCADOS</i>	24
4.2.6. <i>MODELO ECONOMÉTRICO</i>	24
4.2.7. <i>MECANISMO DE CORRECCIÓN DE ERRORES (MCE)</i>	26
4.3. EVOLUCIÓN DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS QUE COTIZAN EN BOLSA	27
4.3.1. <i>NUEVAS EMISIONES DE ACCIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA</i>	28
5. CONCLUSIONES	34
BIBLIOGRAFIA	35

ÍNDICE DE GRAFICAS

Grafica. 1. VARIACIÓN ANUAL DEL PIB.	9
Grafica. 2. TASA DE DESEMPLEO EN COLOMBIA.	10
Grafica. 3. VARIACION ANUAL IPC EN COLOMBIA.....	11
Grafica. 4. DTF EFECTIVA ANUAL EN COLOMBIA.....	12
Grafica. 5. TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO COLOMBIA.....	13
Grafica. 6. EVOLUCIÓN DIARIA DE LOS ÍNDICES DOW JONES E IGBC. ENERO 2007-DICIEMBRE 2010.	15
Grafica. 7. VELOCIDAD DE ROTACION ACCIONES BVC	16
Grafica. 8. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL SOBRE EL PIB COLOMBIA.....	17
Grafica. 9. DIAGRAMA DE PARETO CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL 2007.....	19
Grafica. 10. DIAGRAMA DE PARETO CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL 2010.....	20
Grafica. 11. IHH CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL 2007-2010.....	21
Grafica. 12 . RETORNOS DIARIOS CONTINUOS IGBC 2007-2010.	21
Grafica. 13. HISTOGRAMA RETORNOS DIARIOS CONTINUOS IGBC 2007-2010.	22
Grafica. 14. GRAFICA DE QUANTILES RENDIMIENTOS IGBC 2007-2010.....	23
Grafica. 15. MVAEMPRESAS COLOMBIANAS 2007-2010	31
Grafica. 16. ROE PROMEDIO EMPRESAS COLOMBIANAS 2007-2010.....	32
Grafica. 17. LIQUIDEZ PROMEDIO EMPRESAS COLOMBIANAS 2007-2010	33
Grafica. 18. ENDEUDAMIENTO PROMEDIOEMPRESAS COLOMBIANAS 2007-2010..	33

INDICE DE TABLAS

Tabla 1.EMPRESAS COLOMBIANAS QUE COTIZAN EN BOLSA INVOLUCRADAS EN EL ESTUDIO.....	7
Tabla 2. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL PRINCIPALES EMPRESAS COLOMBIA.....	18
Tabla 3. RESULTADO DEL MODELO COINTEGRANTE.....	25
Tabla 4. MECANISMO DE CORRECCIÓN DE ERRORES	26
Tabla 5. LISTADO DE EMPRESAS QUE COTIZAN EN BOLSA	27

RESUMEN

El mercado público de valores constituye una institución clave para la dinamización de una economía, en la medida que facilita la financiación de múltiples actividades productivas de los diversos sectores económicos, integrados por compañías industriales, comerciales y de servicios, las cuales, de manera asidua, requieren recursos para adelantar sus actividades operativas, bajo condiciones óptimas de costos, riesgos e información.

En ese orden de ideas, el presente trabajo de investigación, caracteriza el mercado de renta variable en Colombia, durante el periodo comprendido entre los años 2007 a 2010; centrándose en el análisis de variables consideradas fundamentales para el funcionamiento eficiente del mercado de valores, tales como: el crecimiento, el riesgo, la liquidez, la concentración y el desempeño de las empresas. Lo anterior, en aras de realizar una aproximación a la dinámica del mercado que antecedió la creación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Para cumplir con este objetivo, se hará uso de información histórica de carácter público, comprendida entre enero 01 de 2007 y diciembre 31 de 2010, proveniente de fuentes objetivas y reconocidas en el mercado, que con ayuda de herramientas estadísticas y financieras permitirá facilitar el cálculo y predecir el comportamiento de las variables objeto de estudio, contribuyendo a generar un mayor acervo informativo e interpretativo sobre la evolución de la plaza bursátil nacional durante los últimos años; donde, paralelamente han ocurrido fenómenos económicos y sociales interesantes tanto a nivel nacional como internacional.

De esta manera, se pudo establecer que el mercado de renta variable, ha crecido sustancialmente en tamaño y valorización durante el periodo de análisis; no obstante, es muy susceptible a los cambios que se presentan en la economía nacional e internacional, específicamente en momentos de crisis financiera. Adicionalmente, se evidencia la concentración tanto en el mercado, como en la propiedad de las empresas, y su incidencia directa sobre las cotizaciones. A su vez, fue posible identificar dos características notables dentro de estas empresas. De un lado, empresas grandes, sólidas financieramente y con resultados favorables y crecientes; del otro, empresas con resultados adversos frente a la generación de valor. Finalmente, es posible afirmar que la crisis mundial afectó de manera coyuntural el desempeño de las firmas, en tanto que, se recuperaron con relativa celeridad durante el periodo.

Palabras Claves: Mercado publico de valores, análisis financiero, costo de capital, Valor Económico Agregado, Desempeño financiero.

ABSTRACT

The public market is a key institution for the revitalization of the economy, to the extent that facilitates the financing of productive activities of many different economic sectors, comprising industrial companies, trade and services, which, assiduously, resources required to advance its operational activities, under optimal conditions of cost, risk and information.

In that vein, this research characterizes the equity market in Colombia during the period between the years 2007 to 2010, focusing on the analysis of variables considered essential for the efficient functioning of securities market, such as growth, risk, liquidity, concentration and firm performance. This, in order to make an approach to market dynamics that preceded the creation of the Integrated Latin American Market (MILA).

To meet this goal, we will make use of historical information of public character, between 1 January 2007 and December 31, 2010, from objective sources and recognized in the market, using statistical and financial tools will facilitate the calculation and predict the behavior of the variables under study, contributing to a larger pool and interpretive information on the evolution of the national stock market in recent years where there have been parallel economic and social phenomena of interest both nationally and internationally.

Thus, it was found that the equity market has grown substantially in size and recovery during the analysis period, however, is very susceptible to changes that occur in the national and international economy, particularly in times of financial crisis. Additionally, the concentration is evident both in the market, as property companies, and its direct impact on stock prices. In turn, we could identify two notable features in these companies. On the one hand, large firms, and financially strong and growing with favorable results; of other companies with adverse outcomes compared to the generation of value. Finally, we can state that the global crisis cyclical manner affect the performance of firms, while, recovered relatively quickly during the period.

Key Words: Publicmarket securities, financial analysis, cost of capital, Economic Value Added, financial performance.

1. INTRODUCCION

El mercado público de valores constituye una institución clave para el desarrollo de una economía, en la medida que facilita la transferencia del ahorro a la inversión bajo condiciones optimas de costos, riesgos e información. Al respecto, Jaramillo y Mosquera, (2007) afirman que la experiencia de los países desarrollados ha evidenciado la importancia de contar con un mercado de capitales en continua evolución, que fortalezca el sistema productivo del país, sirviendo como mecanismo de financiamiento y de inversión, ya que irriga recursos a la economía generando mayor liquidez y profundidad.

En la última década, el estudio del mercado publico de valores colombiano y de las compañías que lo componen, ha sido una preocupación recurrente para los académicos e investigadores en el campo de las finanzas. Recientemente, el enfoque de investigación adoptado por los académicos del área, propone explicar de manera particular elementos o variables individuales con influencia determinante en el mercado. Algunos estudios (Vélez, 2007; Grajales, 2008; Fuenzalida, Montalván, Nash y Benavides, 2008) se centran en aspectos puntuales sobre el mercado, entre ellos, el modelo CAPM, el costo de capital, el retorno accionario, la concentración de la propiedad y modelos de optimización de portafolios para Colombia, con la finalidad de explicar los comportamientos de inversionistas, activos financieros y empresas en la bolsa.

El presente trabajo de investigación, describe la evolución reciente del mercado de valores en Colombia, desde la perspectiva de la renta variable y realiza un acercamiento al sector real de la economía colombiana, integrado por diversas compañías industriales, comerciales y de servicios, enfocando la caracterización en componentes específicos como el crecimiento, el riesgo, la liquidez, la concentración y el desempeño de las empresas, durante el periodo comprendido entre los años 2007 al 2010. Lo anterior, en aras de realizar una aproximación a la dinámica del mercado que antecedió la creación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), cuya fecha oficial de inicio de operaciones fue en mayo de 2011. De la misma manera, se esboza desde una perspectiva holística sobre el performance financiero y económico de las firmas más representativas de la economía colombiana. Finalmente, la investigación pretende de manera empírica validar la asertividad de herramientas propias de las finanzas corporativas en economías emergentes o mercados imperfectos, específicamente el caso colombiano.

Como objetivos específicos del presente estudio se encuentran:

- Describir la dinámica del mercado de renta variable en Colombia durante el periodo de 2007-2010.
- Analizar la creación de valor de las empresas Colombianas que cotizan en Bolsa durante el periodo 2007-2010.
- Interpretar los resultados formular conclusiones y determinar las limitaciones de la investigación desde el punto de vista financiero.

La investigación se iniciará con el análisis y depuración de la información del mercado de renta variable en Colombia y de las firmas que lo componen, con el fin de organizarla y ajustarla a los requerimientos y variables utilizadas en la metodología propuesta. En el primer apartado, se incluirá un análisis del panorama económico del período de estudio, con el fin de relacionarlo con los resultados del análisis del mercado y las empresas; en el segundo apartado, se hará una caracterización del mercado de renta variable en Colombia, el cual considera variables como el crecimiento del IGBC, tamaño del mercado, la liquidez, y la concentración.

Seguidamente, en el tercer apartado, se empleará el concepto de MVA como herramienta de creación de valor para cada firma durante el período analizado (2007-2010). Por último, en el apartado cuarto, Se analizan los resultados obtenidos, para determinar las causales de los mismos y su relacionamiento intrínseco o extrínseco; en relación a ello, se formularán las conclusiones y se señalarán las limitaciones de la investigación desde el punto de vista financiero.

2. MARCO CONCEPTUAL

MERCADO PUBLICO DE VALORES

Constituye un elemento fundamental del mercado de capitales, y comprende el conjunto de operaciones realizadas por inversionistas con el fin de negociar títulos valores, permitiendo entre otras cosas, canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo de la economía. El mercado de valores, está conformado por el mercado bursátil y el mercado mostrador. En Colombia, ambos mercados son regulados por la Superintendencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores.

En el mercado de valores, intervienen activamente diferentes agentes, entre ellos: los emisores de valores, inversionistas, bolsas de valores, depósitos centralizados de valores, las cámaras de riesgo central de contraparte, las calificadoras de riesgo y los entes de control.

La importancia del mercado de valores radica en que permite financiar eficientemente las actividades productivas de las empresas, proporciona liquidez para el desarrollo de las actividades empresariales y posibilita la diversificación del riesgo, ya que brinda acceso a diferentes tipos de títulos valores, los cuales en el futuro, generan expectativas de producir mayores rentabilidades que las suministradas por otros mercados. Según Court y Tarradellas (2010) el mercado de valores orienta los recursos de capital hacia oportunidades más productivas, con lo cual se logra un mejoramiento del bienestar público.

INSTRUMENTOS DE RENTA VARIABLE

Conocidos también como títulos de participación, otorgan un conjunto de derechos económicos en una sociedad de capital, tales como el de percibir una parte proporcional de los dividendos y el de recibir una proporción del capital al momento de la liquidación de la sociedad, entre otros; y un conjunto de derechos políticos, inherentes a la calidad de socio. Se denominan de renta variable, en razón a que la rentabilidad de los títulos depende del desempeño de la empresa y sus utilidades generadas y a las variaciones en la cotización del título en la Bolsa

de Valores. En la renta variable, como señalaron Guerra, Cortes y Moreno (2008), se invierte una suma de dinero determinada, esperando recibir a cambio un flujo de caja con magnitudes no predecibles con certeza en el momento de hacer la inversión.

Desde el punto de vista del inversionista, las acciones constituyen el principal producto de renta variable, donde el cliente obtiene una rentabilidad dependiendo de la posible valorización de las acciones y del dividendo. Las acciones pueden ser ordinarias, privilegiadas, o con dividendo preferencial y sin derecho a voto. Son emitidas por las Sociedades Anónimas y en comandita por acciones, que buscan incrementar su capital pagado y financiar los proyectos de ampliación de plantas, cancelar sus pasivos o satisfacer los requerimientos de capital de trabajo, entre otros. La Superintendencia Financiera, en Colombia, es la entidad encargada de autorizar la emisión y regular su mercado secundario.

INDICES BURSÁTILES

Es un indicador de la evolución de un mercado en función del comportamiento de las cotizaciones de los títulos valores más representativos. Está compuesto por un conjunto de instrumentos financieros (acciones o deuda) y procura representar las características y los movimientos de valor de los activos que lo componen. De manera análoga, representa una medida del rendimiento que este conjunto de activos ha presentado durante un período de tiempo determinado. Los índices bursátiles son importantes para un mercado de valores ya que permiten identificar la percepción de los diferentes agentes del mercado frente al comportamiento de las empresas y de la economía. Al respecto, Ruiz (2004) plantea que dadas las condiciones complejas de nuestro entorno económico, la moderna gestión de carteras necesita disponer necesariamente de índices de mercados.

A nivel general, existen tres tipos de índices bursátiles según su ponderación: capitalización bursátil, liquidez y precios. En Colombia, particularmente existen tres índices bursátiles: IGBC (liquidez), COLCAP (capitalización bursátil), y el COLCAP20 (liquidez).

ANALISIS FINANCIERO

El análisis financiero es una herramienta de tipo cuantitativo que facilita el estudio objetivo de los estados financieros de una compañía con el fin de comparar y establecer las relaciones existentes entre los diferentes tipos de cuentas contables y observar los principales cambios en la situación financiera suscitados por los resultados de las distintas operaciones de la empresa. La interpretación de la información contable, mediante el análisis financiero, permite a la gerencia medir el progreso actual comparando los resultados alcanzados con las operaciones planeadas y los respectivos controles aplicados, además, suministra información sobre la capacidad de pago, el nivel de endeudamiento, y la rentabilidad brindando retroalimentación sobre las fortalezas o debilidades organizacionales desde la perspectiva financiera. Lo anterior, facilita la comprensión de la situación económica de la empresa y optimiza el proceso de toma de decisiones. En un estudio reciente, (Bodie, Kane y Marcus, 2004) aseveran que si bien existen ciertas limitaciones al análisis de los estados financieros, los inversores pueden utilizar dicha información como input en el análisis de valoración de las acciones, por tal razón, los datos contables siguen siendo útiles para valorar las perspectivas económicas de la empresa.

MVA

El MVA (Market Value Added) o Valor de Mercado Agregado, es una medida de valor que se calcula como la diferencia entre el valor de mercado de las acciones de la empresa y el capital social aportado por los accionistas. Entre más alto sea el MVA, mayor valor de mercado ha sido creado por la empresa. En caso de ser negativo el MVA, significa que los directivos no ha sido capaz de crear valor para los accionistas de la firma. (García, 2003) plantea que el MVA refleja los efectos de largo plazo que generan las decisiones de los directivos en función de los cambios que se producirán en los flujos de caja futuros.

ECUACION DEL MVA:

$$MVA = V - K$$

Donde;

MVA: Valor de mercado agregado.

V: Valor de mercado de la firma (*Acciones en Circulacion * Precio de la Accion*).

K: Valor en libros del capital invertido.

3. METODOLOGÍA

Esquemáticamente, el procedimiento que siguió la investigación fue de tipo cuantitativo, deductivo y correlacional. Se inicio con el análisis y la depuración de la información, con el fin de organizarla y ajustarla a los requerimientos y variables propias del estudio. Toda la información financiera del mercado y las empresas, fue obtenida de la página de la Superintendencia Financiera de Colombia y de la página web de cada firma.

En el primer apartado, se incluirá un análisis del panorama económico del período de estudio, a partir de la observación de variables claves como el crecimiento del PIB, la inflación, tasas de interés y tasas de cambio, entre otras, con el fin de relacionarlo con los resultados que se obtengan del análisis de las empresas y el mercado.

En el segundo apartado, se hará una caracterización del mercado de renta variable en Colombia, a partir de aspectos como: el crecimiento, la liquidez, concentración y conexión con otros mercados o variables.

Un mayor tamaño del mercado de renta variable esta positivamente correlacionado con la habilidad de éste para movilizar y diversificar el riesgo. En el presente estudio, se han incluido dos medidas del tamaño del mercado: la capitalización relativa del mercado (capitalización bursátil/PIB nominal del periodo); y el número de empresas listadas en Bolsa. Las anteriores medidas de tamaño son útiles para hacer comparaciones internacionales y hacer seguimiento a la evolución del mercado a través del tiempo.

Un mercado más líquido permite a los agentes que se desenvuelven en él realizar transacciones con menores costos (en tiempo y en dinero) y por ende permite realizar operaciones de manera más eficiente. Al respecto, se Calculará la tasa de rotación (volumen transado/capitalización bursátil).

Un mercado menos concentrado es mejor por cuanto se hacen menos probables los conflictos de intereses entre grandes y pequeños poseedores de acciones, y se imponen fuerzas competitivas que permiten alcanzar puntos óptimos en su interior. Una medida estándar de concentración del mercado se construye

calculando el porcentaje de la capitalización de mercado que representan las compañías más grandes al interior de la Bolsa. El indicador se sitúa entre cero y uno, entre más se acerque a uno indica mayor concentración. De otra parte, se calculó el índice de Herfindahl e Hirschman, una medida de uso general en economía. Se calcula se calcula elevando al cuadrado el porcentaje de participación de la capitalización bursátil de la empresa sobre el total del mercado y sumando esas cantidades; si es inferior a 1.000 el mercado esta atomizado, si esta entre 1.000 y 1.800, el mercado esta moderadamente concentrado, y si es superior a 1.800, esta muy concentrado.

El riesgo del mercado, hace referencia a la probabilidad de que los precios de los activos que se tengan en un portafolio se muevan adversamente ante cambios en las variables macroeconómicas que los determinan. En el presente estudio, la aproximación al riesgo se efectuará modelando la volatilidad a través de las graficas de: retornos diarios capitalizables continuamente, histograma de rendimientos y la Q-Q plot o grafica de cuantiles.

Posteriormente, se destacarán las principales emisiones de títulos de renta variable en el mercado durante el periodo de estudio y se efectuará un análisis básico de la evolución financiera de las principales empresas inscritas en la Bolsa de valores de Colombia frente al contexto macroeconómico respectivo. Se realizara un análisis financiero preliminar, calculando los indicadores por cada año de estudio y para cada compañía.

Tabla 1. EMPRESAS COLOMBIANAS QUE COTIZAN EN BOLSA INVOLUCRADAS EN EL ESTUDIO.

Nº	Nombre del Sector	Nº de empresas que lo conforman
1	Industrial	7
2	Servicios	7
3	Financiero	10
4	Comercio	1

Fuente: Diseño del Autor.

Se analizarán las cifras del balance general y del estado de resultados, con el cálculo de las siguientes razones o indicadores:

- De liquidez: Razón Corriente y Capital Neto de Trabajo.
- De rentabilidad: Rentabilidad Neta del Activo ROA, Rentabilidad Neta del Patrimonio ROE.
- De endeudamiento: Nivel de Endeudamiento o Endeudamiento Total.

Posteriormente, en el tercer apartado se calculará la creación de valor de las firmas. El método de valoración de empresas a precios de mercado que se utilizará es el Valor Agregado del Mercado o MVA por sus siglas en inglés. Para el cálculo del MVA se tomará como referencia la canasta básica del IGBC para cada año, esta información se obtendrá de la Bolsa de Valores de Colombia (cabe resaltar que esta canasta varía para cada año); teniendo en cuenta la cotización de cada acción incluida en la canasta del IGBC, al igual que el número de acciones circulantes de cada empresa. Una vez obtenidos estos datos, se procederá a multiplicar el precio de la acción por el número de acciones circulantes menos el total patrimonio de cada empresa, obteniendo como resultado el MVA por empresa y para cada año. Lo anterior se describe en la siguiente fórmula.

$$\text{MVA} = (\text{precio de la acción} * \text{número de acciones circulantes}) - \text{patrimonio}.$$

El trabajo finaliza en el apartado cuarto, en el cual una vez obtenidos los resultados, se procederá a su análisis, de manera tal que puedan determinar las causales de los mismos y su relacionamiento intrínseco o extrínseco. Se formularán las conclusiones y se señalarán las limitaciones de la investigación desde el punto de vista financiero.

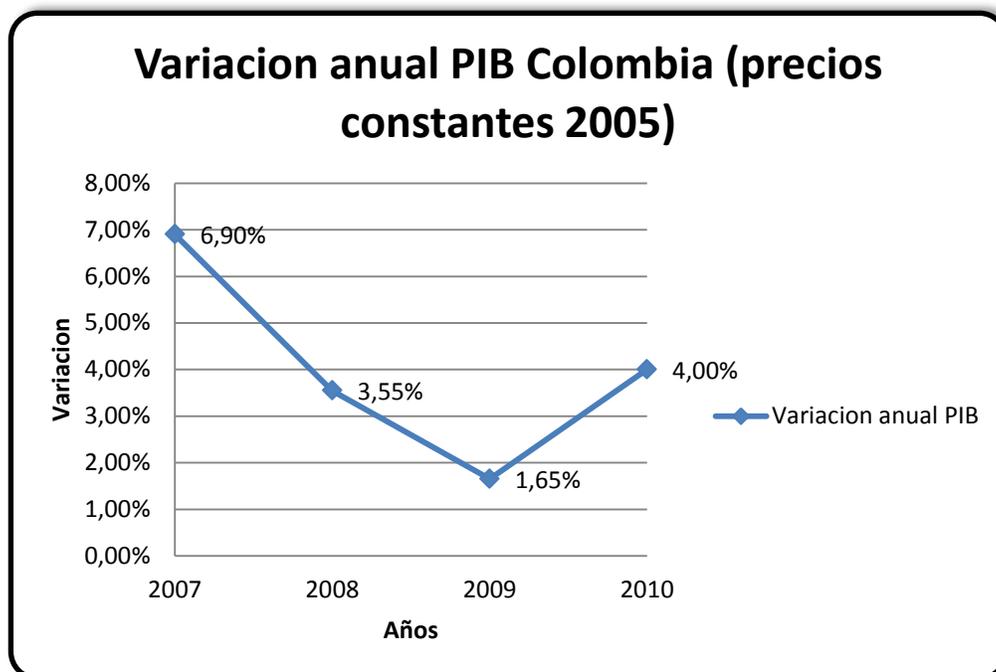
4. RESULTADOS

4.1. CONTEXTO ECONOMICO COLOMBIANO 2007 AL 2010

Para el presente análisis del mercado de renta variable en Colombia y la evolución financiera de las empresas que cotizan en bolsa, es conveniente considerar los principales indicadores económicos durante el periodo de estudio, con el fin de vislumbrar su influencia sobre el desempeño de los mercados y las empresas, en aras de comprender de mejor manera los resultados obtenidos. Por lo anterior, se presenta a continuación un breve resumen de los indicadores más importantes de la economía nacional: Crecimiento del PIB, desempleo, inflación, tasas de interés y tasa de cambio.

4.1.1. CRECIMIENTO DEL PIB

Grafica. 1. VARIACIÓN ANUAL DEL PIB.

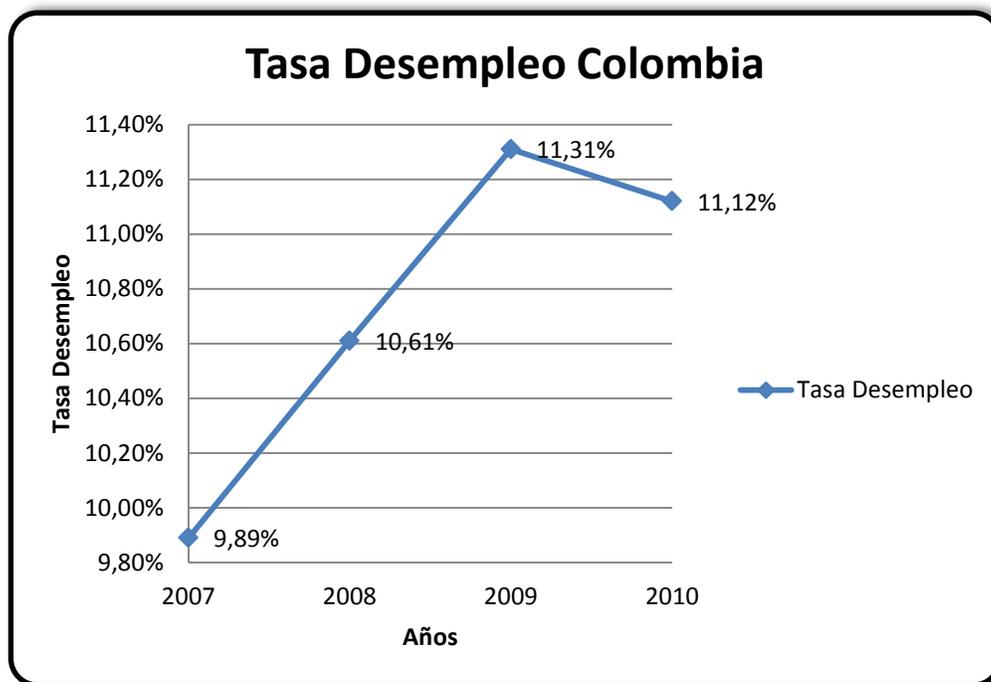


Fuente: Elaboración Propia.

En el año 2007, el Producto Interno Bruto de Colombia (PIB) a precios constantes de 2005 (en miles de millones) ascendió a \$387.983 lo que comparado con el año inmediatamente anterior, represento un crecimiento del 6.90%. Para los años 2008 y 2009, la variación del producto interno bruto como se observa en la grafica 5, presenta una tendencia decreciente hasta ubicarse en un 1.65%. Esta tendencia se le puede atribuir a la disminución del crecimiento de la economía ocasionado por los efectos de la crisis financiera mundial. Para el año 2010, la economía colombiana mostró un comportamiento superior a lo observado en 2009, logrando un PIB de \$424.719, lo que signifioco un crecimiento anual del 4%. Esta recuperación en la producción nacional, estuvo liderada por los sectores de industria manufacturera, comercio, transporte y servicios financieros, entre otros.

4.1.2. TASA DE DESEMPLEO

Grafica. 2. TASA DE DESEMPLEO EN COLOMBIA.



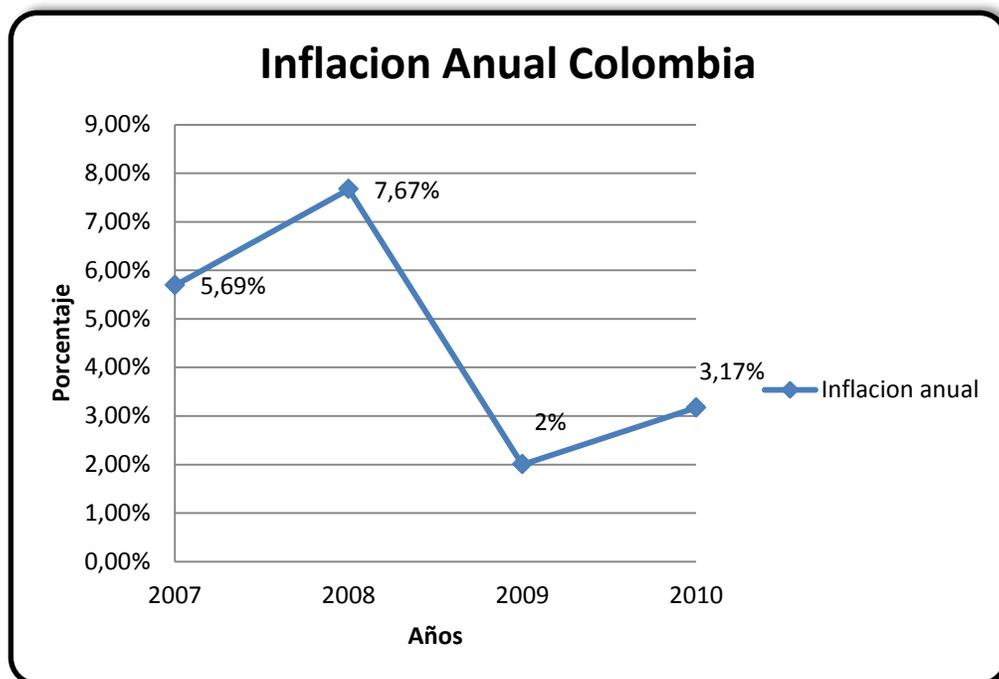
Fuente: Elaboración Propia.

El crecimiento de la tasa de desempleo está asociado al crecimiento del PIB, a la evolución de la tasa de participación y costo salarial, entre otras variables. Como se

muestra en el gráfico 6, Colombia mantuvo niveles crecientes de desempleo durante el periodo de estudio, claramente superiores a los evidenciados por otros países de la región. En el año 2007, la tasa nacional de desempleo se ubico en el 9.89% y al finalizar 2010 fue de 11.12%. A pesar de que el país ha mejorado sus niveles de empleo, pues al principio del presente siglo contaba con tasas de desocupación superiores al 17%, la generación de empleo sigue siendo un tema crítico en el contexto de la política económica colombiana.

4.1.3. INFLACION

Grafica. 3. VARIACION ANUAL IPC EN COLOMBIA.



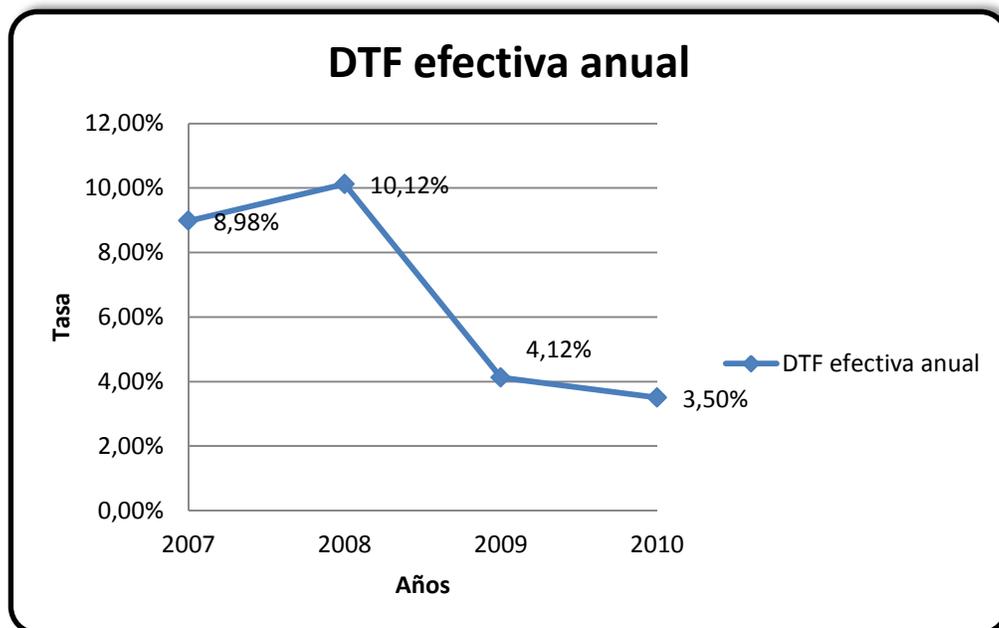
Fuente: Elaboración Propia.

Otra variable preeminente en el contexto macroeconómico y político es la inflación, ésta afecta directamente el poder adquisitivo de los salarios disminuyendo la inversión y el consumo; En el largo plazo, deteriora la calidad de vida llegando a generar choques sociales pues influye en los aumentos de los costos de producción y los costos salariales, repercutiendo en la tasa de desempleo.

A partir de 1991, la Constitución Nacional trasladó la responsabilidad de la política monetaria, cambiaria y crediticia al Banco de la República y lo precisó como una entidad independiente del gobierno, con el fin de preservar el valor adquisitivo de la moneda. Desde entonces, el Banco de la República adoptó el esquema de Inflación Objetivo, estrategia que logro reducir la inflación hasta niveles de un dígito. Como se observa en el gráfico 7, durante los años 2007 y 2008 la inflación repuntó, lo que se puede explicar por el aumento en el precio de los alimentos, esto hizo que la inflación observada para el año 2008 se ubicara por encima de la inflación proyectada por el Banco de la República; mientras que en el año 2009, se obtuvo la inflación más baja de la historia en Colombia, 2%, a pesar de esto, este nivel de inflación se originó por la disminución del crecimiento económico a nivel nacional. La inflación en el año 2010, se ubicó dentro del rango proyectado por el Banco de la República 3,17%, este nivel fue superior al año inmediatamente anterior y se explica principalmente por choques de oferta relacionados con el precio de los alimentos y los bienes regulados afectados principalmente por fenómenos climáticos y daños en las carreteras, como también, por los cambios en los precios internacionales de ciertos commodities (el petróleo y la energía, entre otros).

4.1.4. TASA DE INTERES

Grafica. 4. DTF EFECTIVA ANUAL EN COLOMBIA.

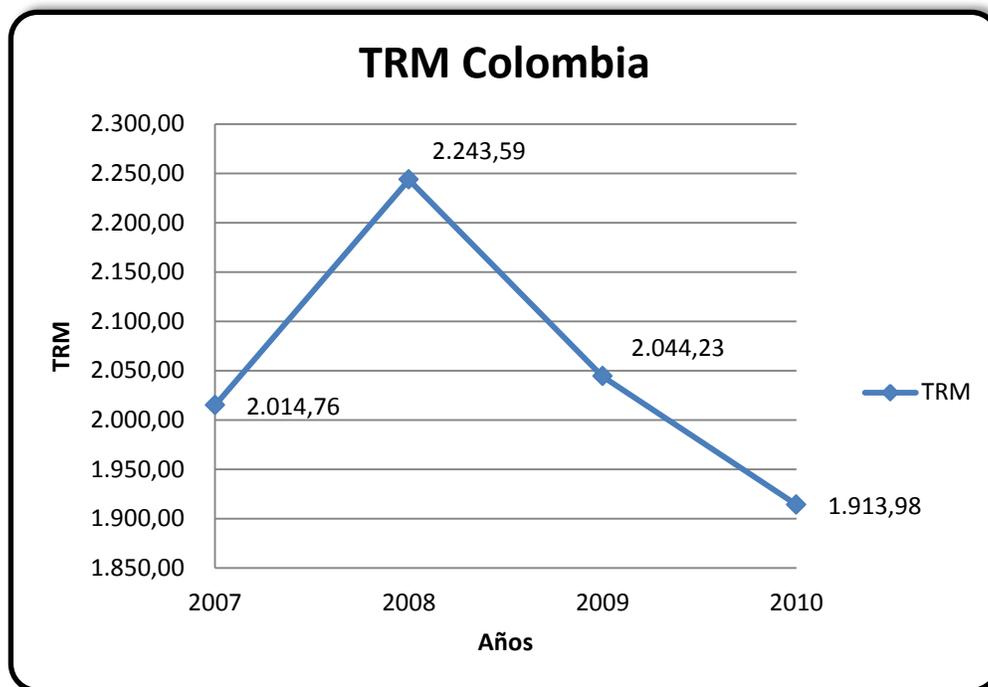


Fuente: Elaboración Propia.

Al analizar la tasa efectiva promedio de captación para los CDT'S a 90 días (DTF) se observa que las tasas de interés en Colombia, en años recientes, han venido disminuyendo hasta situarse en niveles muy cercanos a la inflación. Como se muestra en la grafica 8, A cierre del año 2007, la DTF se ubico en el 8.98% efectivo anual y descendió a niveles del 3.50% efectivo anual al finalizar el 2010. Lo anterior, se debió a que la Junta Directiva del Banco de la República estableció una política monetaria expansionista, con fines de reactivación económica al impulsar el consumo interno y favorecer la inversión. Desde el punto de vista financiero, este hecho fue benéfico para las empresas por cuanto estimuló la inversión y disminuyó el costo de capital de las mismas.

4.1.5. TASAS DE CAMBIO

Grafica. 5. TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO COLOMBIA.



Fuente: Elaboración Propia.

En el presente estudio, se evalúa el comportamiento de la tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar americano. Para el año 2007, la TRM cerró en 2.014,76 pesos por dólar y ascendió a 2.243,59 76 pesos por dólar a finales del

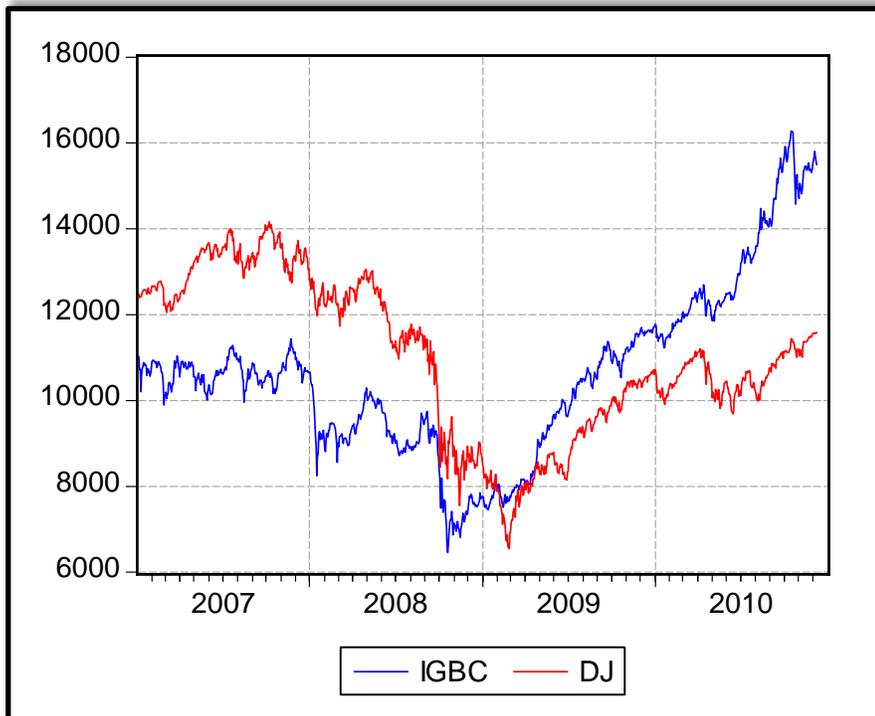
2008. Para los años 2009 y 2010, se observa claramente una fuerte revaluación del peso colombiano frente al dólar americano, al cerrar el cuatrienio en 1.938,98 pesos por dólar. Esta tendencia bajista en la cotización del dólar en años recientes, se explica en parte, por el mayor involucramiento de Colombia en la economía global, producto del aumento de transacciones internacionales generadas tanto por la política económica de liberalización de mercados liderada por el Estado, por la expansión del accionar de las empresas nacionales del sector privado y por la llegada de inversiones internacionales al territorio nacional.

Aspectos relacionados con el ciclo económico, tanto local como externo tienen una influencia directa en los resultados de las compañías, lo cual termina reflejándose claramente en la cotización de las diversas acciones. Recientes estudios (Uribe, 2010; Roncallo, 2009) han demostrado que variables macroeconómicas internas como la tasa de inflación, la TRM y el PIB, especialmente, presentan una causalidad fuerte sobre el desarrollo y evolución del mercado de capitales colombiano.

El periodo comprendido entre los años 2007 a 2010, estuvo caracterizado por un ambiente de crisis económica mundial, donde hechos económicos tales como: la quiebra de importantes grupos económicos: Lehman Brothers y AIG, el alto desempleo y la caída del PIB de Estados Unidos, así como las medidas de recorte adoptadas por diferentes multinacionales, entre otros, configuraron un escenario complejo e imprimieron una alta volatilidad a las diferentes plazas bursátiles del mundo, incidiendo sin excepción en la tendencia bajista generalizada del IGBC y de los diferentes títulos que lo componen a lo largo de los años 2007 y 2008; situación que logró recuperar su ritmo creciente, solo a inicios del año 2009. En ese sentido, es importante recalcar, que si bien variables internas como la inflación y las tasas de interés estuvieron controladas en el periodo considerado, el panorama externo determinó el rumbo del mercado accionario colombiano.

4.2. EL MERCADO DE RENTA VARIABLE EN COLOMBIA

Grafica. 6. EVOLUCIÓN DIARIA DE LOS ÍNDICES DOW JONES E IGBC. ENERO 2007-DICIEMBRE 2010.



Fuente: Elaboración Propia.

4.2.1. CRECIMIENTO DEL IGBC

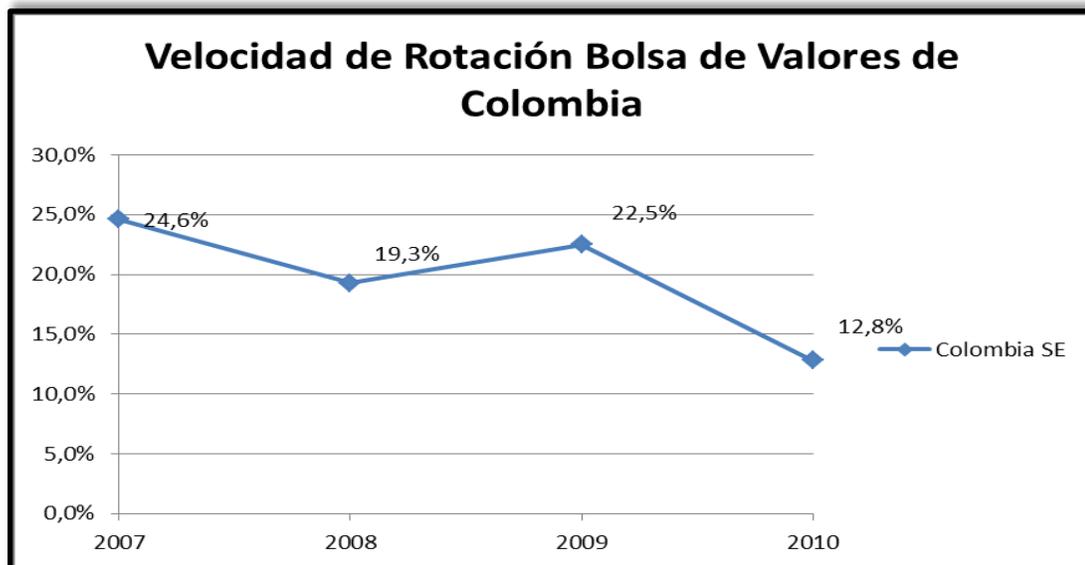
Durante el periodo de estudio, el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) tuvo un crecimiento del 40.35% al pasar de 11.041,81 puntos en enero de 2007 a 15.496,77 puntos en diciembre de 2010. Lo anterior representa un rendimiento diario del 0.033%, equivalente a una tasa efectiva anual del 8.84%. Como se observa en la grafica 9, en todo lo corrido del año 2007 y buena parte del año 2008, El IGBC evidencio una tendencia bajista, hasta tocar el punto más bajo a finales de octubre de 2008, ubicándose en 6.460,85 puntos; dicho comportamiento bursátil coincide perfectamente con el estallido de la crisis económica mundial. En este caso particular, las boyantes economías de Norteamérica, Europa y Asia observaron como su PIB se desplomaba gracias a la caída en los precios de materias primas, los altos precios de los alimentos, la crisis

financiera (crediticia e hipotecaria), y descensos en las cotizaciones bursátiles, entre muchas otras. Finalmente, se evidencia como el IGBC muestra una gradual recuperación a lo largo del 2009, la cual se afianza durante el 2010.

El cuatrienio objeto de estudio, acredita algunos resultados positivos, en primer lugar, las emisiones de empresas estatales mostraron el potencial del mercado de valores de Colombia. En segundo lugar, por el lado de la demanda, se comprobó que hay un apetito por invertir en activos colombianos a través de la BVC. Una investigación reciente del Banco de la República (2007) sostiene que, a pesar de que la brecha con otras bolsas de América Latina como la chilena, la brasilera y la mexicana persiste, la Bolsa de Valores de Colombia ha presentado el mayor dinamismo en la región. Igualmente, concluye que el principal problema para el desarrollo de este mercado es “su concentración y el limitado número de oferentes de títulos”. En ese orden de ideas, no solamente son pocas las empresas inscritas en la bolsa, sino que el nivel de Bursátilidad de estas es mínimo, restándole liquidez y profundidad al mercado.

4.2.2. LIQUIDEZ

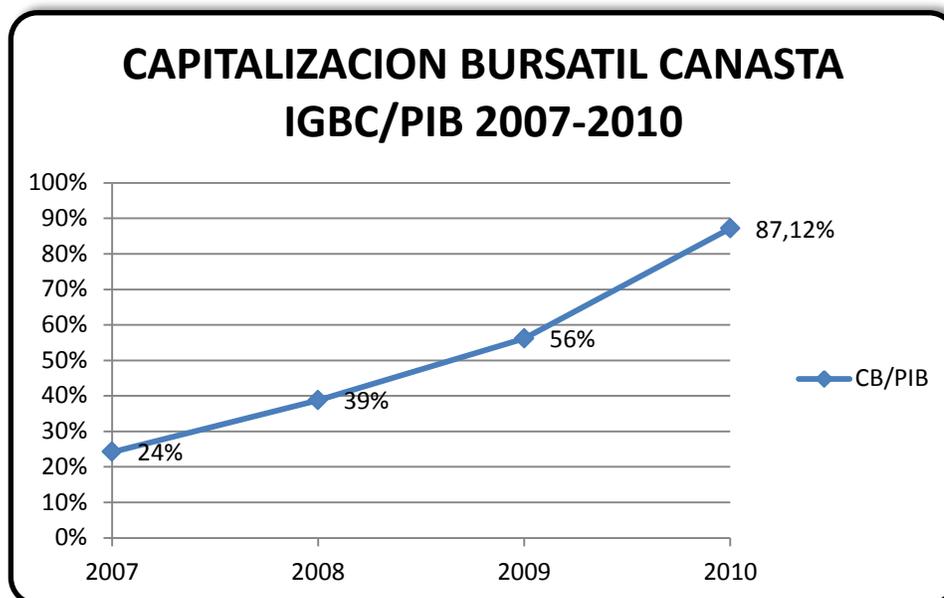
Grafica. 7. VELOCIDAD DE ROTACION ACCIONES BVC



Fuente: Elaboración Propia.

La situación de Colombia en indicadores de liquidez es similar a la del indicador de crecimiento, es el cuarto país con el mercado más líquido de la región, sólo por debajo de Brasil y México. Como se muestra en la grafica 7, en términos de liquidez, la evolución temporal ha sido mas bien discreta, en velocidad de rotación de los títulos se pasó de 24,6% en 2007 a 12,8% en 2010, si bien el indicador se ha deteriorado para el periodo de estudio, según la World Federations of exchanges, El mercado bursátil nacional supera a Bolsas como la de Lima, Buenos Aires y Santiago en materia de liquidez. A propósito, en años recientes, Colombia se ha convertido en un país con gran dinamismo en materia de inversiones. Este comportamiento parece responder también a la reducción de los costos de transacción gracias a la implementación de nuevas plataformas electrónicas de negociación (MEC-PLUS en 2006, SET-FX para divisas, y SIAM para actores de mercados, entre otros).

Grafica. 8. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL SOBRE EL PIB COLOMBIA.



Fuente: Elaboración Propia.

De manera similar, al calcular la capitalización bursátil de la canasta básica del IGBC para el periodo de estudio y expresarla como porcentaje del PIB, se observa un crecimiento gradual y sostenido del mercado de renta variable (Ver grafica 8); lo anterior, si bien no obedece a un aumento en el número de empresas inscritas en bolsa, si refleja el dinamismo en precios y volumen de las acciones más bursátiles.

Tabla 2. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL PRINCIPALES EMPRESAS DE COLOMBIA.

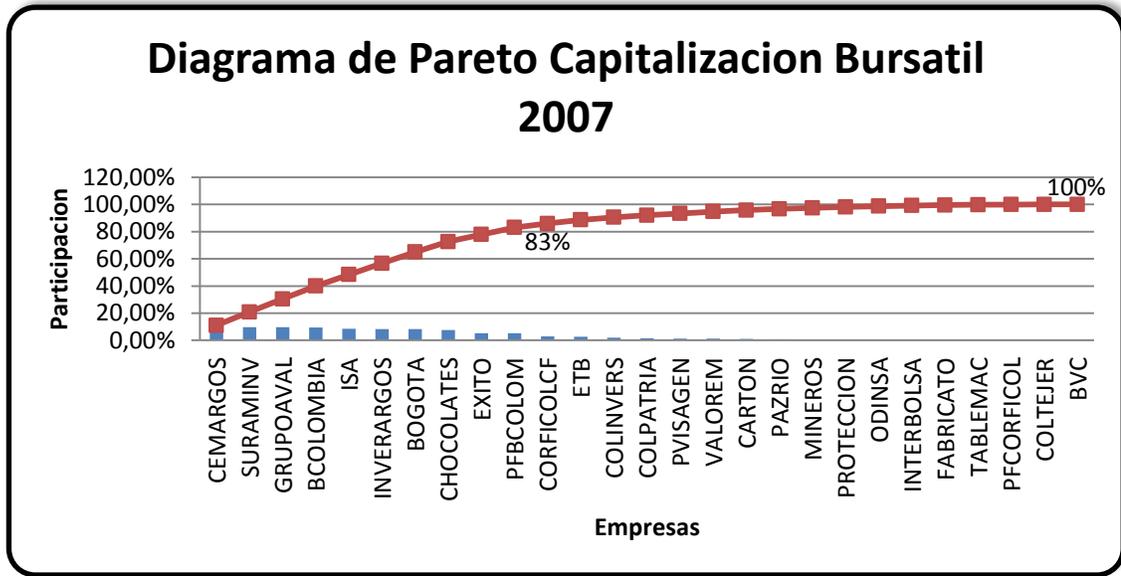
PRINCIPALES EMPRESAS	2007/2008	2010	VARIACION
ECOPETROL	\$ 82.438.980.404.280	\$ 168.578.463.669.600	104,5%
GRUPOAVAL	\$ 8.965.980.530.809	\$ 23.704.769.949.100	164,4%
BCOLOMBIA	\$ 8.614.007.469.600	\$ 15.036.285.228.000	74,6%
ISA	\$ 7.864.513.047.400	\$ 15.618.258.305.400	98,6%
BOGOTA	\$ 7.742.467.265.000	\$ 13.793.503.219.800	78,2%
CHOCOLATES	\$ 7.179.537.057.000	\$ 11.791.845.711.800	64,2%
EXITO	\$ 4.850.024.572.800	\$ 7.786.673.643.520	60,5%
PFBCOLOM	\$ 4.839.330.090.600	\$ 8.326.985.224.860	72,1%

Fuente: Elaboración Propia.

La explicación para el anterior fenómeno de crecimiento en la capitalización bursátil (ver Tabla 4) entre los años de 2007-2010, se puede encontrar en la convergencia de varios factores como: la demanda creciente de títulos, incentivada por la entrada de capitales extranjeros; una mayor participación de las AFP en la compra accionaria, el proceso de modernización que ha experimentado la BVC en años recientes, con la aparición y aplicación de leyes-marco fundamentales como la 964 de 2005 y, finalmente, una oferta inelástica de acciones incapaz de responder ante la demanda creciente del mercado.

4.2.3. CONCENTRACIÓN

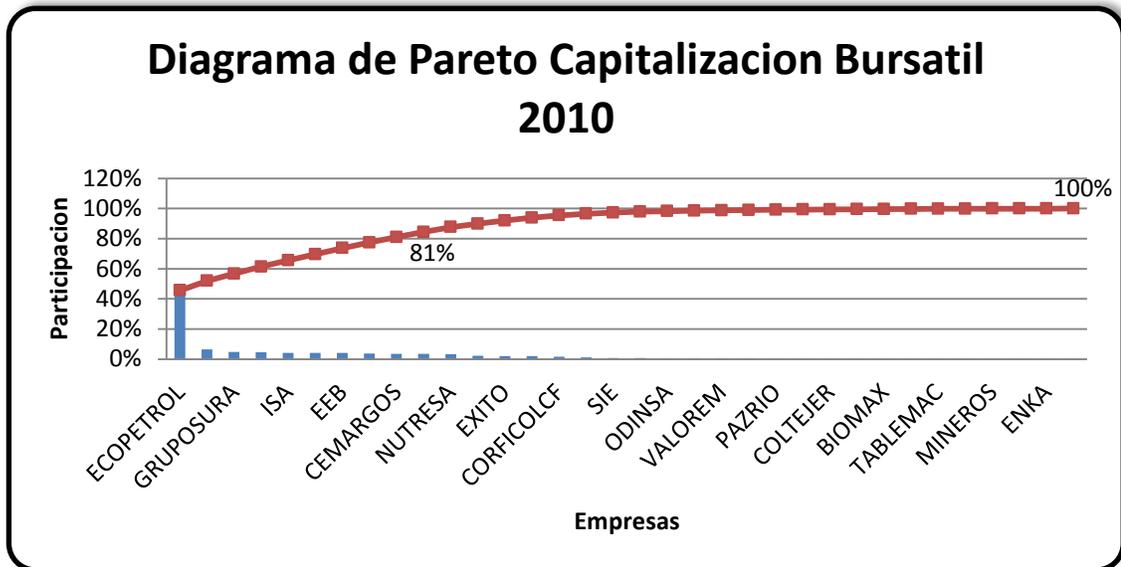
Grafica. 9. DIAGRAMA DE PARETO CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL 2007.



Fuente: Elaboración Propia.

Una medida estándar de concentración de mercado se construye calculando el porcentaje de la capitalización de mercado que representan las diez compañías más grandes (de mayor capitalización) al interior de la bolsa. El indicador se sitúa necesariamente entre cero y uno, entre más se acerque a uno indica mayor concentración. Para el presente estudio, dicho indicador se evaluó a través del diagrama de Pareto (ver graficas 9 y 10).

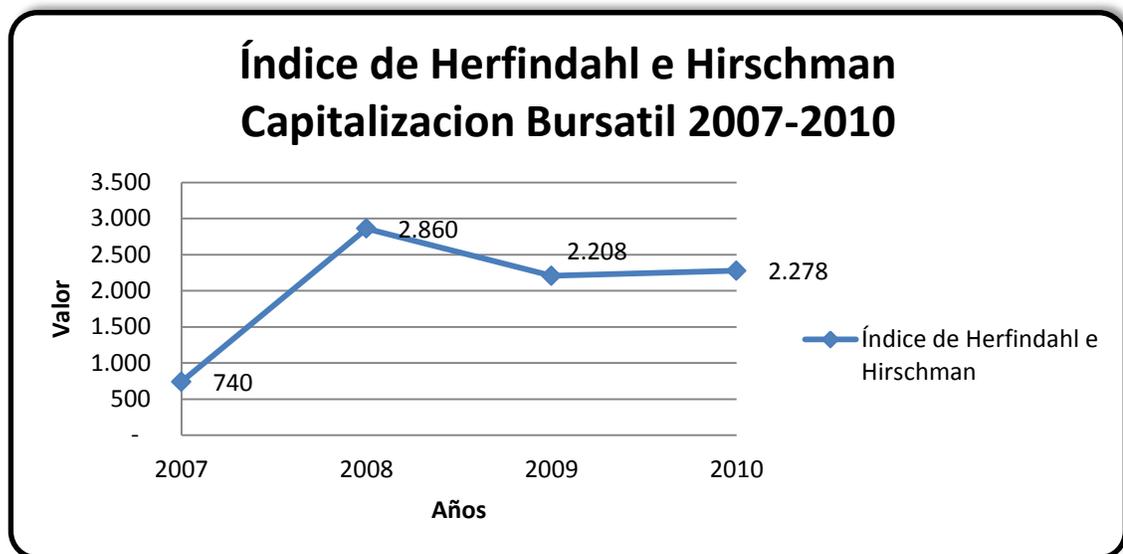
Grafica. 10. DIAGRAMA DE PARETO CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL 2010.



Fuente: Elaboración Propia.

En cuanto a la concentración de la propiedad accionaria, el panorama no es tan positivo como en los otros indicadores. La capitalización bursátil (CB) de las diez empresas más grandes en Colombia en términos de la totalidad de la composición de la canasta del IGBC, supera el 80% tanto para el año 2007 como para el 2010, lo que lo ubica como uno de los mercados más concentrados de la región por encima de Lima (64,3%), México (66,1%), Santiago (46,7%) y Buenos Aires (69,9%), según datos de la World Federations of Exchanges. De manera Análoga, Los resultados obtenidos a través del índice de Herfindahl e Hirschman (IHH) en términos de capitalización bursátil (ver grafica 11) indican una fuerte concentración del mercado a partir del año 2008, lo que paradójicamente coincide con la entrada en escena del título de Ecopetrol, uno de los más representativos de nuestra plaza bursátil. El problema con la concentración de mercado como lo plantea Fuenzalida et al. (2008) Radica básicamente, en que se pueden presentar diferencias de intereses entre los grandes y pequeños propietarios de acciones, debido al manejo indebido de los recursos de la firma por parte de los primeros; también suele ocurrir según las nuevas teorías del gobierno corporativo, que el poder de grandes poseedores de acciones termina derivando en poder político, el cual puede afectar negativamente las condiciones de competencia del mercado nacional.

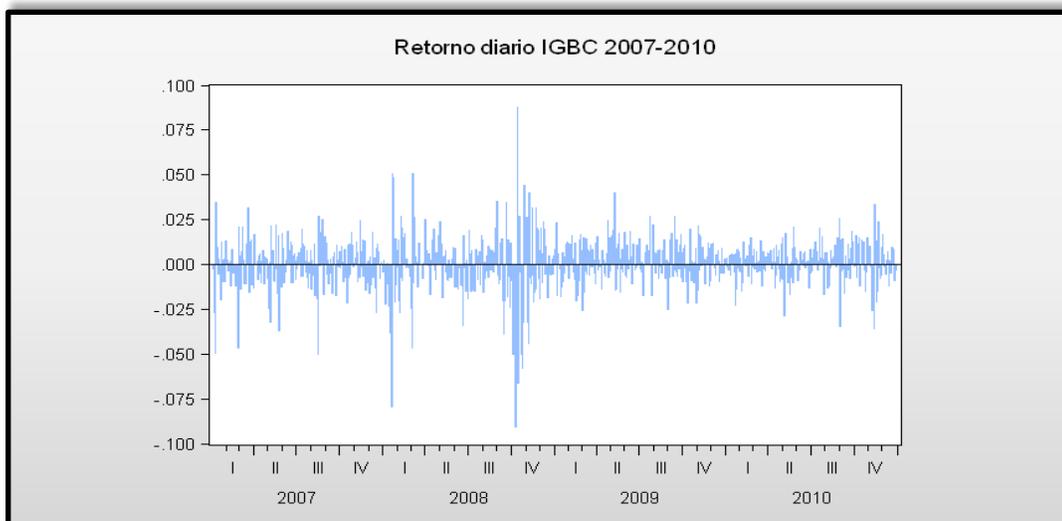
Grafica. 11. IHH CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL 2007-2010



Fuente: Elaboración Propia.

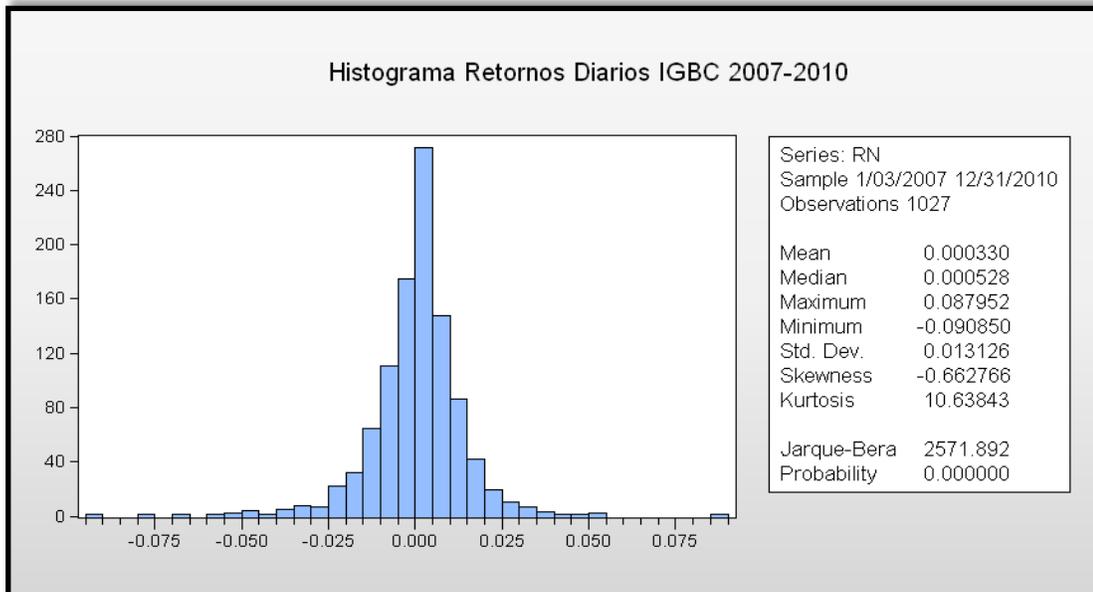
4.2.4. RIESGO

Grafica. 12 . RETORNOS DIARIOS CONTINUOS IGBC 2007-2010.



Fuente: Elaboración Propia, datos IGBC.

Grafica. 13. HISTOGRAMA RETORNOS DIARIOS CONTINUOS IGBC 2007-2010.

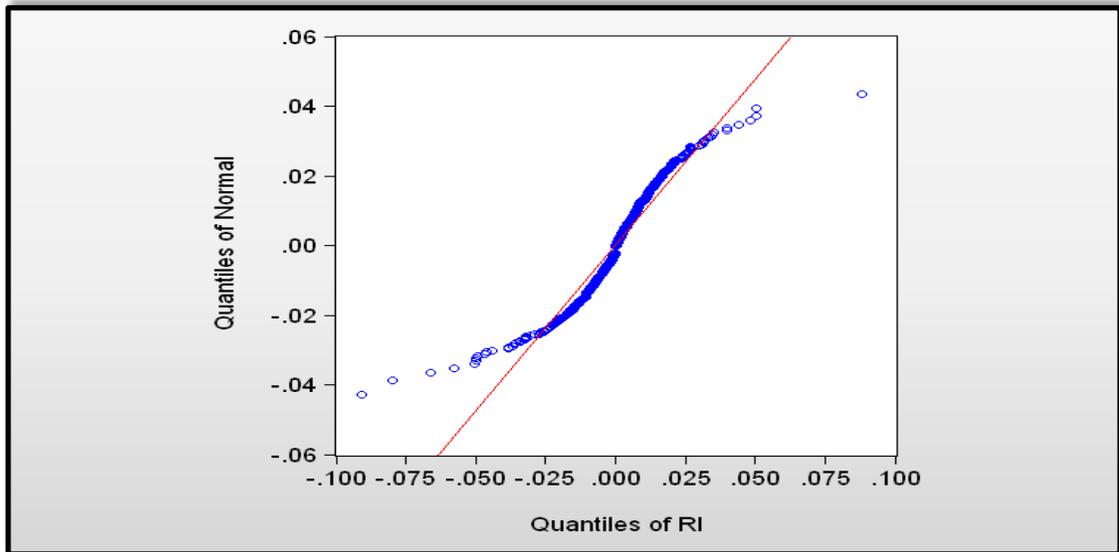


Fuente: Elaboración Propia, datos IGBC.

En este acápite se presentan los retornos capitalizables continuamente (diferencia de logaritmos) del IGBC, seguida del histograma de los retornos de la serie y una grafica de cuantiles que sirve para detectar normalidad.

En la grafica 12, se observa la presencia de conglomerados de volatilidad, nótese que las varianzas pequeñas y las varianzas grandes parecen ir en pequeños grupos que se suceden entre si. De otra parte, si bien, a primera vista el histograma de los retornos diarios del IGBC (ver grafica 13) se asemeja a una distribución normal, existe una gran diferencia entre las distribuciones empíricas de los rendimientos (representada por los histogramas) y la distribución normal; la distribución de los rendimientos tiende a ser una serie leptocúrtica (más apuntada que la distribución normal), lo cual se corrobora con las estadísticas descriptivas, dada la curtosis de 10.63.

Grafica. 14. GRAFICA DE QUANTILES RENDIMIENTOS IGBC 2007-2010.



Fuente: Elaboración Propia.

Adicionalmente, la no-normalidad de la distribución de los rendimientos también se puede apreciar adecuadamente mediante el diagrama de probabilidad normal (Grafica Q-Q); si la distribución fuese una normal, las burbujas estarían sobre una línea recta de 45 grados, especialmente cerca de su centro; empero, en este caso (ver grafica 14) se dan desviaciones sustanciales de la [linealidad](#), detallando claramente colas más pesadas (fat tails), con lo cual, los estadísticos llevan al rechazo de la [hipótesis nula](#) de similitud. Lo anterior, ha sido corroborado por los hallazgos de investigaciones anteriores; Alonso y arcos (2005); Uribe (2007) y Nieva (2011), quienes analizando los rendimientos del IGBC para periodos de tiempo diferentes concluyeron que: la serie de precios siguen un camino aleatorio, la distribución de los rendimientos es leptocúrtica, exhibe colas pesadas y hay conglomerados de volatilidad o volatilidad agrupada.

La evidencia estadística antepuesta, contribuye a expresar empíricamente que en el mercado bursátil colombiano, los precios de las acciones siguen un camino aleatorio o trayectoria incierta (el mejor pronóstico que existe para el precio de mañana es el precio de hoy), donde el único factor que afecta los precios, es la llegada a los mercados de noticias desconocidas no siendo posible la predictibilidad en el desempeño de las cotizaciones; aproximándose a la forma débil de la hipótesis de la eficiencia del mercado.

4.2.5. RELACIONAMIENTO CON OTROS MERCADOS

En este aspecto, el presente estudio indagó sobre el impacto del índice Dow Jones (DJ) sobre el índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC); se implementó un modelo econométrico doble logarítmico que muestra el grado de sensibilidad que tiene el IGBC sobre el DJ. Es decir el impacto será entendido como una elasticidad. Para tal propósito se requiere un previo análisis de series de tiempo toda vez que como se conoce, los datos bursátiles son demasiado volátiles, lo que obliga a indagar por fenómenos como estacionalidad, cointegración, modelo de corrección de errores, entre otros, para obtener resultados robustos estadísticamente hablando del modelo a implementar.

La información tanto del DJ como del IGBC corresponde a datos diarios, de lunes a viernes, que inician el 3 de enero de 2007, y finalizan el 31 de diciembre de 2010, para un total de 1.028 observaciones. Para los días festivos tanto en Colombia como en Estados Unidos se asume que los índices conservan su valor inercial. La fuente de la información es secundaria, de esta manera para el IGBC fue la Bolsa de Valores de Colombia y para el DJ fue la Bolsa de Valores de Nueva York.

4.2.6. MODELO ECONOMÉTRICO

El impacto del índice DJ sobre el IGBC se realiza a través de un modelo econométrico lineal estimado vía MCO. De acuerdo a lo dicho anteriormente el modelo cointegrante será:

$$LIGBC_t = \beta_1 + \beta_2 LDJ_t + \beta_3 D5_t + \omega_t \mathbf{(1)}$$

Donde LIGBC es el logaritmo natural del IGBC, LDJ es el logaritmo natural del DJ, D5 es la variable dicotómica que recoge la crisis. La variable aleatoria ω_t recoge las variables que impactan al IGBC pero que no son tenidas en cuenta de forma explícita en el modelo. Se asume que ésta sigue una distribución normal con media cero y varianza constante. La tabla siguiente muestra los resultados generales de la estimación.

Tabla 3. RESULTADO DEL MODELO COINTEGRANTE

Dependent Variable: LIGBC				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/12 Time: 17:05				
Sample: 1 1028				
Included observations: 1028				
Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=6)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.29425652	0.63616168	-3.606404762	0.00032543
LDJ	1.22005279	0.06731797	18.12373031	6.78E-64
D5	0.41044216	0.02310577	17.76362453	9.40E-62
R-squared	0.79320298	Mean dependent var		9.25196065
Adjusted R-s	0.79279948	S.D. dependent var		0.18639505
S.E. of regres	0.08484569	Akaike info criterion		-2.09305101
Sum squarec	7.3787614	Schwarz criterion		-2.07864818
Log likelihoc	1078.82822	F-statistic		1965.7756
Durbin-Wats	0.06767076	Prob(F-statistic)		0

Fuente: Elaboración Propia.

Los resultados de la estimación muestran un buen ajuste del modelo ya que la bondad de ajuste se acerca al 80%, la asociación global tiene un p-valor igual a cero y aunque existe autocorrelación de acuerdo al estadístico Durbin-Watson, el modelo estima los parámetros bajo la corrección Newey-West para la consistencia en varianza. Adicionalmente la significancia estadística individual es alta y los signos esperados son los correctos.

La salida evidencia que el índice IGBC guarda una relación elástica frente al DJ. Es decir, el índice nacional depende ampliamente y de forma directa del comportamiento del Dow Jones. En este orden de ideas, si el índice DJ se eleva en 1%, el IGBC se eleva en 1.22%. Lo anterior, es clara evidencia de la intensificación de la influencia internacional en el desempeño de la Bolsa de Valores de Colombia, lo cual, agrega más volatilidad al desempeño del mercado, es decir, las interacciones entre los mercados globales sugieren fuentes de "importación" de volatilidad al mercado nacional, además de la volatilidad que es consecuencia de eventos domésticos; lo que agrega nuevas consideraciones a tener en cuenta con respecto a la performance de los títulos y a la estructuración de los portafolios para los diferentes agentes del mercado.

4.2.7. MECANISMO DE CORRECCIÓN DE ERRORES (MCE)

En el anterior acápite se mostró que existe una relación estable de largo plazo entre los índices, pero es muy probable que en el corto plazo puedan surgir desequilibrios entre ellos. Por tal motivo se implementa un Mecanismo de Corrección de Errores (MCE). Apelando al *teorema de representación de Granger*, el cual dice que si dos o más variables están cointegradas entonces la relación se puede expresar como un MCE, se estima a continuación un modelo que trata de develar que tan rápido o que tan lento es el ajuste al equilibrio del modelo cointegrado de largo plazo. Para determinar la forma funcional del modelo se parte de introducir el mayor número de rezagos posibles, y a continuación se realiza las estimaciones reduciendo el número de rezagos hasta que los resultados sean significativos estadísticamente hablando. El modelo es el siguiente:

$$\Delta LIGBC_t = \beta_1 + \beta_2 LDJ_t + \beta_3 \omega_{t-1} + \theta_t(2)$$

Donde Δ significa primeras diferencias, y ω_{t-1} son los errores estimados rezagados en un periodo de la regresión cointegrante de la ecuación 1, y la variable θ_t son errores aleatorios. Los resultados de la estimación se relacionan en la tabla 5:

Tabla 4. MECANISMO DE CORRECCIÓN DE ERRORES

Dependent Variable: D(LIGBC)				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/12 Time: 18:18				
Sample (adjusted): 2 1028				
Included observations: 1027 after adjustments				
Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=6)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.00034865	0.00037704	0.924707991	0.35533568
D(LDJ)	0.2846934	0.03376683	8.431156156	1.15E-16
RES(-1)	-0.01821539	0.00676607	-2.692167441	7.21E-03
R-squared	0.12340618	Mean dependent var	0.00033003	
Adjusted R-squa	0.12169408	S.D. dependent var	0.01312567	
S.E. of regressio	0.01230112	Akaike info criterion	-5.95533668	
Sum squared res	0.15494907	Schwarz criterion	-5.94092267	
Log likelihood	3061.06539	F-statistic	72.0789511	
Durbin-Watson s	2.00662711	Prob(F-statistic)	5.16E-30	

Fuente: Elaboración Propia

Los resultados muestran que el parámetro del término de corrección del error (β_3) es negativo e inferior a uno (-0.01), indicando en primer lugar que el IGBC en el día anterior se encontraban por encima de su valor de equilibrio a largo plazo, y en segundo lugar, que casi el 0.01 de la discrepancia entre el valor del IGBC actual y el de largo plazo es corregido a diario.

4.3. EVOLUCION DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS QUE COTIZAN EN BOLSA

Tabla 5. LISTADO DE EMPRESAS QUE COTIZAN EN BOLSA

Americas Exchange	2007			2008			2009			2010		
	Total	Domestic Companies	Foreign Companies									
Buenos Aires SE	111	106	5	112	107	5	106	101	5	106	101	5
Colombia SE	90	90	0	89	89	0	87	87	0	86	84	2
Lima SE	226	188	38	244	201	43	241	195	46	248	199	49
Mexican Exchange	367	125	242	373	125	248	406	125	281	427	130	297
Nasdaq	3.069	2.762	307	2.952	2.616	336	2.852	2.569	283	2.778	2.480	298
NYSE Group	2.297	1.876	421	3.011	2.596	415	2.327	1.832	495	2.238	1.787	451
Santiago SE	241	238	3	238	235	3	236	232	4	231	227	4
BM&FBOVESPA	404	395	9	392	383	9	386	377	9	381	373	8
TSX Group	3.951	3.881	70	3.841	3.755	86	3.700	3.624	76	3.741	3.654	87
<i>Total region</i>	<i>10.756</i>			<i>11.252</i>			<i>10.341</i>			<i>10.236</i>		

Fuente: Elaboración Propia con base en los datos de World Federation of Exchanges.

Según estadísticas de la World Federations of Exchanges, (ver tabla 5), en cuanto al numero de empresas listadas en Bolsa, Colombia ocupa uno de los últimos lugares en el continente, con tan solo 90 empresas inscritas en bolsa para el año de 2007, claramente por debajo de otras plazas como Argentina (111), Perú (226), Chile (241) y Brasil (404), entre otras. A nivel general, la tendencia en el crecimiento de emisores es descendente para todos los mercados; en consonancia con lo anterior, para el año 2010, en Colombia, dicha cifra se redujo a un total de 86 empresas registradas.

Según Roncallo (2009), partiendo de un listado de 86 emisores en la Bolsa de Valores de Colombia, y comparando este número con el universo empresarial

colombiano compuesto por más de 27.541 compañías, que son sólo las que registran sus estados financieros ante las entidades de vigilancia y control (superintendencias), el escenario es aterrador. Estas cifras indican que sólo el 0,3% de las empresas se encuentran realizando algún tipo de actividad en el mercado de capitales colombiano.

Si bien, acceder al mercado de capitales implica ventajas como el menor costo de financiamiento frente al mercado bancario; existen razones de peso para explicar la no presencia masiva de firmas en la bolsa de valores de Colombia. Al respecto Ferrari (2010), identifica como principales causas de este fenómeno: la reglamentación restrictiva que favorece a las empresas grandes pero no a las medianas o pequeñas, los costos asociados a la estructuración de la emisión, el reacio comportamiento de los empresarios a perder el control y la propiedad de las empresas, asuntos relacionados con el gobierno corporativo y el carácter público de la información contable y financiera y finalmente, el desconocimiento del mercado público de valores.

Esta desaceleración en el número de empresas que cotizan en Bolsa, limita seriamente la oferta de títulos en el mercado bursátil, restándole liquidez y profundidad, pero, paradójicamente le imprime un mayor dinamismo a la formación de precios y al aumento en el volumen tranzado de las acciones más bursátiles del mercado nacional.

4.3.1. NUEVAS EMISIONES DE ACCIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

Si bien, el número de empresas listadas en Bolsa disminuyó durante el periodo 2007-2010, importantes empresas hicieron su aparición en la arena bursátil, a saber: Ecopetrol (2007), Biomax (2009) y la extranjera Pacific Rubiales (2009).

ECOPETROL SA.

Ecopetrol es la empresa colombiana de origen estatal más grande y de mayor valor en el país, creada en el año de 1951, y perteneciente al sector de hidrocarburos, con un tamaño de activos de \$53 billones y utilidades netas por \$5.2 billones en 2009. La compañía se encuentra catalogada entre las cinco

principales compañías petroleras de Latinoamérica y entre las cuarenta más grandes del mundo. Sus actividades incluyen la exploración, producción, refinamiento, transporte y comercialización de petróleo, gas natural y productos derivados.

Como una estrategia para liberar a la empresa de la dependencia del Estado y al mismo tiempo, conseguir los recursos necesarios para llevar a cabo un ambicioso plan de inversión, se estructuró un proceso de democratización accionaria. Este proceso implicó captar recursos en el mercado de valores colombiano, por medio de una oferta pública de acciones dirigida a inversionistas institucionales, privados y el público en general, mediante la cual la empresa colocó un porcentaje (10.1%) del capital social. Fue así como, en el año 2006, las directivas de la empresa decidieron emprender el reto de iniciar el proceso de democratización, el cual culminó exitosamente el 25 de septiembre de 2007 con la emisión de: 4.087.723.771 acciones ordinarias y nominativas.

La emisión y colocación de Acciones de Ecopetrol S.A. contó con la asesoría del consorcio conformado por JP Morgan, Credit Suisse y Bancolombia. Se estableció que el paquete mínimo para adquirir acciones de Ecopetrol fuera de 1000 acciones, con un costo unitario de \$1.400 por acción; donde, una de las características más atractivas que se ofrecieron al público general fue la posibilidad de pagar la inversión diferida en cuotas.

Rápidamente, el título de Ecopetrol conquistó el mercado de capitales nacional. La acción de Ecopetrol se convirtió en la más atractiva en el mercado local gracias a los buenos resultados operativos y financieros de la empresa encaminados a alcanzar los objetivos del plan estratégico, los nuevos descubrimientos de yacimientos petrolíferos y el precio favorable del petróleo WTI. El precio de la acción de Ecopetrol cerró el año 2010 en \$4.100.

BIOMAX SA.

Biomax Biocombustibles, es una empresa creada en el año 2004, que cubre todos los procesos de almacenamiento y distribución mayorista y minorista de combustibles terrestres y de aviación derivados del petróleo y biocombustibles. Cuenta con 112 estaciones en el país, y tiene presencia en 10 departamentos.

Los planes de entrar a la bolsa se venían fraguando desde el 2008 en el marco del programa Colombia Capital en conjunto con la Bolsa de Valores y bancos

multilaterales. Aunque si bien pudieron haber comenzado en 2008, el desplome de precios en el mercado de acciones en ese año (-29%), aplazó su aparición en Bolsa. Por tal razón, en noviembre de 2009, Biomax, hizo una emisión privada de acciones, por un valor unitario de \$602, con la cual recogió cerca de \$14.700 millones entre 72 nuevos accionistas. Los últimos datos financieros, con corte a junio de 2009, entusiasmaron a los inversionistas. Las utilidades netas de Biomax habían aumentado en casi \$3.000 millones de pesos, con un crecimiento del 2.922%, con respecto a las utilidades reportadas para el mismo periodo de 2008.

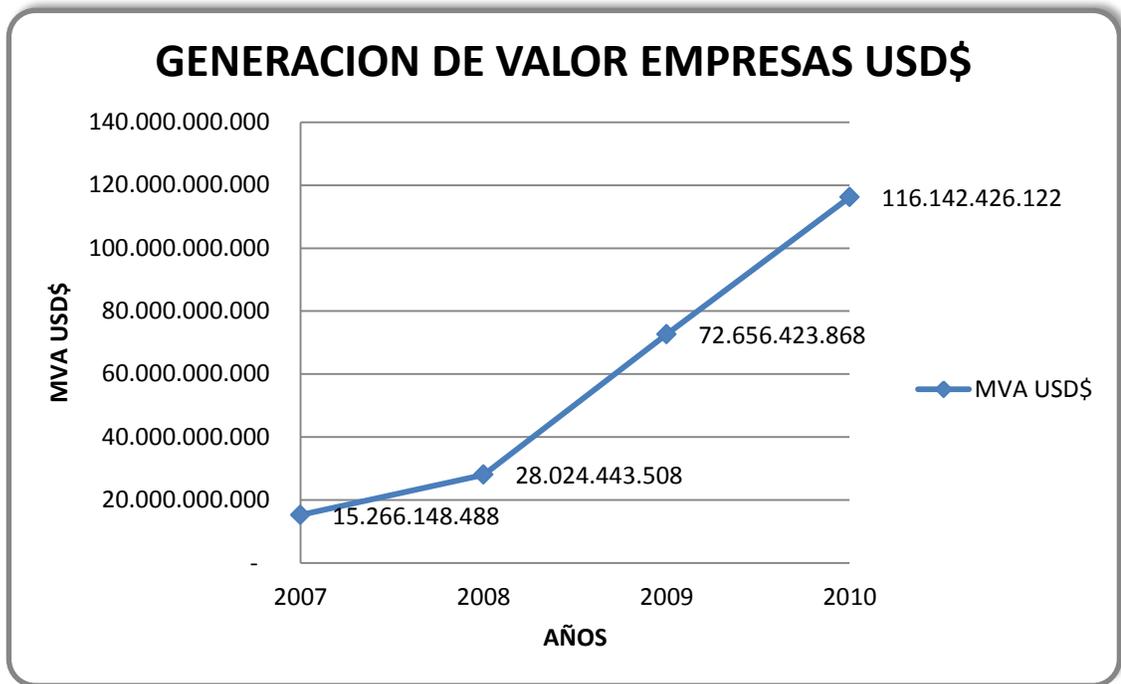
Posteriormente en el año 2010, aprovechando el Boom generado desde su ingreso a la Bolsa en el 2009, realizó otra emisión de: 82.000.000 de acciones a un precio de \$1.267,61. Esta financiación a través del mercado de capitales, permitió a la empresa su fortalecimiento operacional en el negocio de combustibles y la planeación de adquisiciones estratégicas en el sector. Finalmente, el desempeño bursátil de la acción fue favorable, cerrando diciembre de 2010 a un precio de \$1.850.

PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP.

La petrolera Pacific Rubiales, empresa de exploración y producción de petróleo y gas natural canadiense, hizo su arribo al mercado nacional en el año de 2010, constituyéndose como la primera empresa privada internacional que se lista en la Bolsa de Valores de Colombia; facilitando que grandes, medianos y pequeños inversionistas nacionales tuvieran acceso al sector petrolero y gasífero nacional e internacional, a través del mercado de valores. El ingreso a la Bolsa se produjo luego de nueve meses de intenso trabajo con entidades como el Banco de la República, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la Bolsa de Valores de Colombia, Deceval y la Superintendencia Financiera. La compañía contó con la consultoría de Citivalores y Brigard & Urrutia en la estructuración de la emisión y se colocaron en circulación: 214.575.975 acciones.

Las operaciones de Pacific Rubiales se concentran principalmente en Colombia y, en menor medida, en Perú. Actualmente produce más de 111 mil barriles de petróleo por día y 60 millones de pies cúbicos de gas diarios en el país. Desde su entrada a la Bolsa, ha sido una de las acciones más negociadas en el mercado. Por eso tiene el tercer puesto entre las acciones de mayor capitalización bursátil, con una participación del 11,497%. El precio del cierre a diciembre de 2010 fue \$63.200.

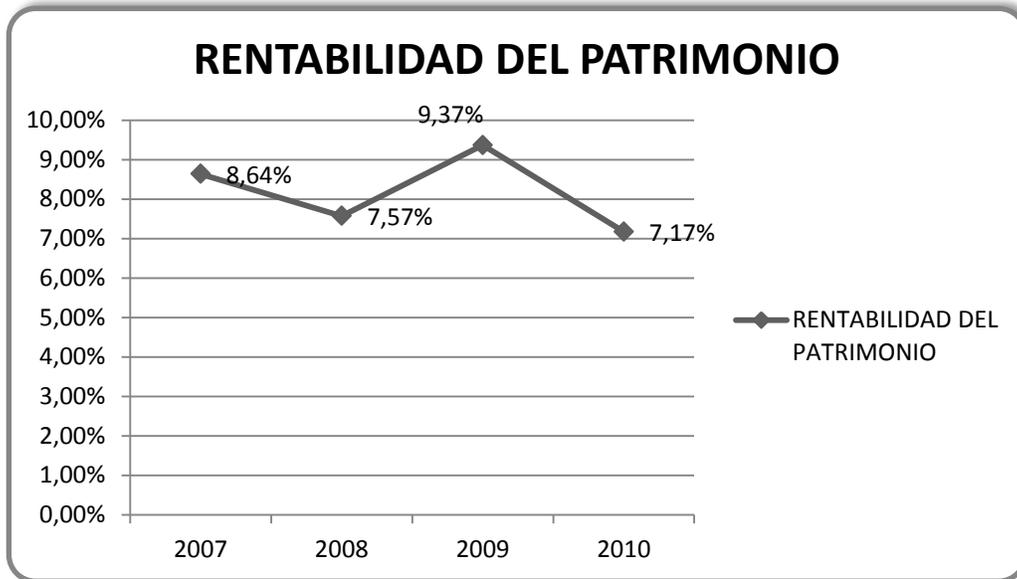
Grafica. 15. MVAEMPRESAS COLOMBIANAS 2007-2010



Fuente: Elaboración Propia

A pesar de la crisis financiera del 2008, el Valor de Mercado Agregado MVA (valor de mercado menos valor en libros) generado por las empresas colombianas que cotizan en bolsa fue creciente en el cuatrienio de estudio (ver grafica 15); en teoría, lo anterior significa que a nivel general los directivos de estas firmas a través de sus decisiones crearon más riqueza para los accionistas. Al respecto, entre las empresas que sobresalen por la generación de valor, encontramos: Grupo Aval, Ecopetrol, Bancolombia, Banco de Bogotá y Nacional de Chocolates (Nutresa), entre otras. En el caso contrario, entre las empresas que más destruyen valor, se encuentran: Fabricato, Acerías Paz del Rio y Valorem.

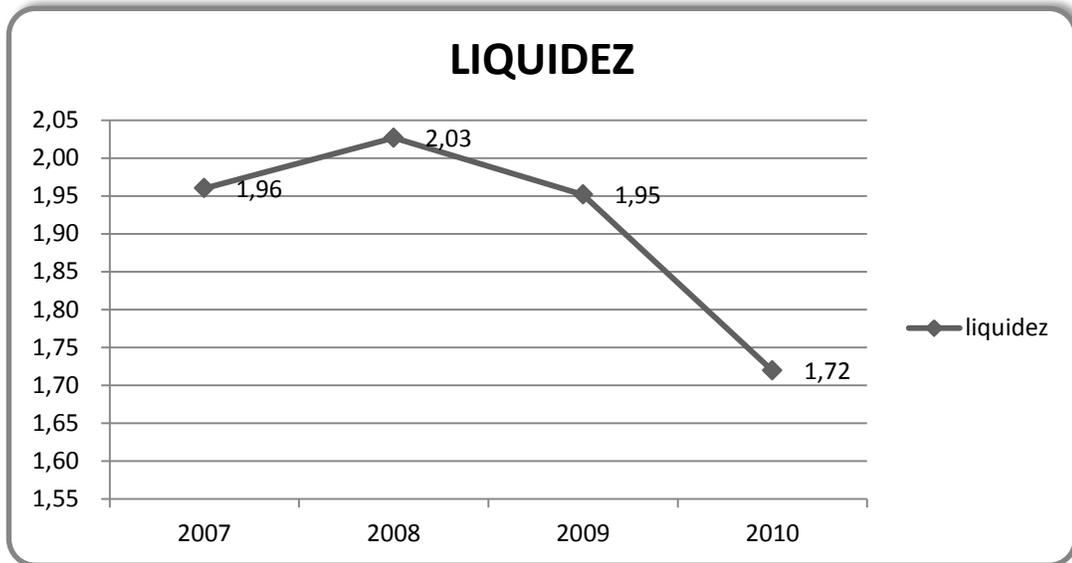
Grafica. 16. ROE PROMEDIO EMPRESAS COLOMBIANAS 2007-2010



Fuente: Elaboración Propia

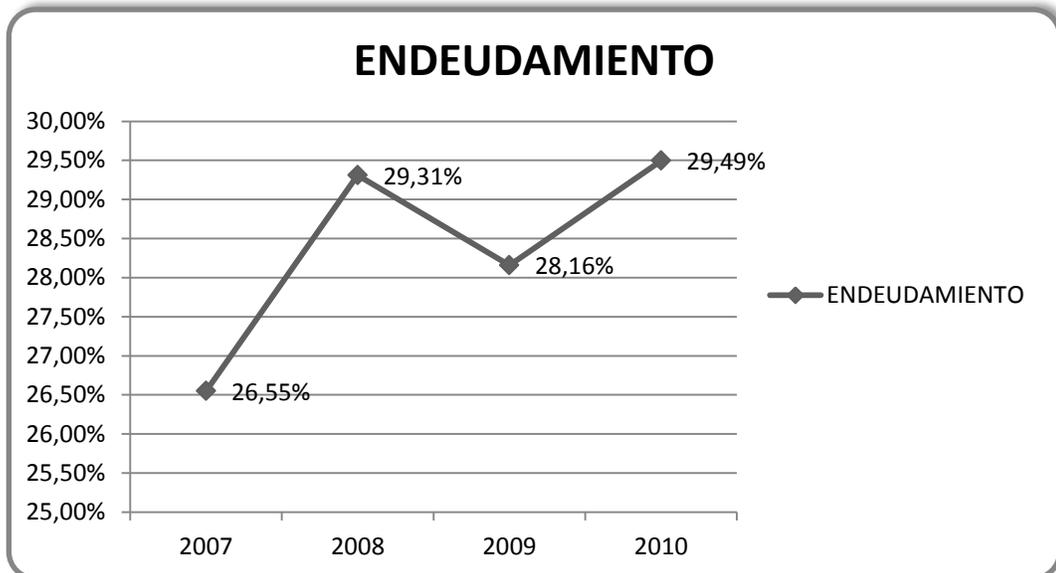
En relación con la situación financiera de las empresas, (ver graficas 16, 17 y 18), se observa que la rentabilidad del patrimonio, la liquidez y el nivel de endeudamiento se vieron afectados por la problemática financiera global. El retorno para los accionistas y la capacidad de pago, en promedio disminuyó de manera considerable para el grueso de las empresas del estudio, y contrariamente, el nivel de endeudamiento aumentó exactamente para el mismo periodo.

Grafica. 17. LIQUIDEZ PROMEDIO EMPRESAS COLOMBIANAS 2007-2010



Fuente: Elaboración Propia

Grafica. 18. ENDEUDAMIENTO PROMEDIO EMPRESAS COLOMBIANAS 2007-2010



5. CONCLUSIONES

El mercado accionario colombiano ha crecido sustancialmente en el intervalo 2007-2010 en términos de capitalización bursátil. Este crecimiento es uno de los más dinámicos en Latinoamérica, pero evidentemente la brecha en el desarrollo con países como Chile o Brasil se mantiene. De otra parte, el mercado de acciones cada vez está más concentrado y son menos las empresas que lo integran; en ese sentido, el principal problema que se detecta para su desarrollo es la limitada oferta de acciones.

Cada día es más evidente la integración y dependencia entre los diferentes mercados financieros mundiales. En el caso colombiano, el IGBC es muy sensible ante modificaciones en el índice Dow Jones. La elasticidad es 1.22, lo que evidencia que incrementos en el DJ del orden del 1% incide en un incremento más que proporcional en el IGBC (alrededor del 1.22%). Adicionalmente, la velocidad de convergencia entre el corto y el largo plazo es muy alta, de tal forma que el modelo está en equilibrio, esto indica que si el valor del IGBC se sale de su relación de largo plazo con el DJ, rápidamente retorna a él; es decir, las series están muy relacionadas a largo plazo.

Al ser el mercado Colombiano un mercado dependiente de las economías globales, la crisis financiera de Estados Unidos se vio reflejada directamente en el comportamiento financiero de las empresas. En términos de liquidez, por la disminución en sus ventas y en sus activos corrientes; en la rentabilidad, por la disminución de los retornos operacionales; en el endeudamiento, por el aumento en gran medida de su costo de capital. Finalmente, a nivel bursátil, se presentó mayor incertidumbre y volatilidad durante el lapso en que transcurrió la crisis global.

Si bien es cierto, existen en el mercado de renta variable empresas altamente atractivas para los inversionistas, el abanico de posibilidades es limitado, de ahí, que la dinamización del mercado bursátil en Colombia debe pasar por mirar hacia la oferta de títulos. Aunque, todos los países de la región han visto reducciones en el número de empresas listadas en la bolsa, esta tendencia es mucho más marcada en Colombia. Los problemas de lado de la demanda parecen ser bastante menos urgentes y la gran cuestión es cómo incentivar mejor las emisores potenciales a futuro.

BIBLIOGRAFIA

- Adam, J. A. (2000). La Problemática de la Aplicación de los Modelos WACC y CAPM en Mercados Emergentes. Contaduría y Administración, (198).
- Alonso, J y Berggrun, L. (2010). Introducción al análisis de riesgo financiero. (2da ed., pp.23-156). Cali: Universidad Icesi.
- Beltrán, V. J. (2006). Determinantes del coeficiente beta en el modelo CAPM. Tesis, Facultad de Ciencias y Administración, Universidad Nacional de Colombia sede Manizales.
- Benavides, J. y Berggrun, L. Chaves, J.(2011). La financiación empresarial en Colombia, la mezcla de endeudamiento y patrimonio I Simposio de Investigación.- Capítulo Suroccidente de ASCOLFA.
- Berk, J y De Marzo, P. (2008). Finanzas corporativas. (1era ed., pp.364-395). México, DF: Pearson Addison Wesley.
- Court, E y Tarradellas, J. (2010). Mercado de capitales. (1era ed., pp.27-121). México, DF: Pearson.
- Cuevas, C. (2001). Medición del desempeño: retorno sobre inversión, ROI; ingreso residual, IR, valor económico agregado, EVA; análisis comparado. Estudios Gerenciales, (79), 13-22.
- Ferrari, C y González, A. (2007). Fundamentales empresariales y económicos en la valoración de acciones. El caso de la bolsa colombiana. Cuadernos de Administración, 20(33), 11-48.
- Grajales, D. (2008). Medición y análisis de un modelo para determinar la estructura de capital óptima. Revista Soluciones de Postgrado EIA, 1, 93-111.
- Romero, C. El Pensamiento Financiero: Una visión de su desarrollo y de sus fronteras. Odeón, (2).21-48.

- Rodríguez, W, Maturana, C.(2010). Comparación de modelos de predicción de retornos accionarios en el mercado accionario chileno. Revista Econoquantum, 7(1), 119-138.
- Banco de la Republica, “Series Estadísticas Tasas de Interés”. (2012). Recuperado el 03 de abril de 2005, de http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_tas_inter.htm
- Banco de la Republica, “Series Estadísticas Precios”. (2007). Recuperado el 03 de abril de 2012, de http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_precios_ipc.htm
- Bolsa de Valores de Colombia, “Mercado Renta Variable”. (2007). Recuperado el 03 de abril de 2012, de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones?action=dummy>
- Damodaran, A, “Domodaran online”. (2007). Recuperado el 10 de diciembre de 2012, de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- García, O, “Centro de Documentación”. (2006). Recuperado el 05 de febrero de 2012, de http://www.oscarleongarcia.com/site/centro-de-documentacion-/cat_view/25-descarga-de-archivos-/21-libro-valoracion-de-empresas-gerencia-del-valor-
- Radi, Z., y Bolívar, A. (2007). Creación de valor de las empresas colombianas durante el periodo 2000-2005. Pensamiento y Gestión.). Recuperado el 02 de diciembre de 2011, de <http://manglar.uninorte.edu.co/bitstream/10584/150/1/12557627.pdf>
- Superfinanciera, “Series en Formato Excel IGBC”. (2007). Recuperado el 03 de abril de 2012, de <http://www.superfinanciera.gov.co/>
- Superfinanciera, “Sistema Integral de Información del Mercado de Valores”. (2007). Recuperado el 10 de diciembre de 2012, de <http://www.superfinanciera.gov.co/>