



**MODALIDAD INVESTIGACIÓN**  
**INFORMACIÓN FINANCIERA Y FINANCIARIZACIÓN: EVIDENCIA EN**  
**EMPRESAS NO FINANCIERAS EN COLOMBIA.**

**AUTOR**

**DAVID JUAN PABLO REALPE LONDOÑO**

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS**  
**MAESTRÍA EN FINANZAS**  
**SANTIAGO DE CALI**

**2024**

**MODALIDAD INVESTIGACIÓN**  
**INFORMACIÓN FINANCIERA Y FINANCIARIZACIÓN: EVIDENCIA EN**  
**EMPRESAS NO FINANCIERAS EN COLOMBIA.**

**AUTOR**

**DAVID JUAN PABLO REALPE LONDOÑO**

**Trabajo de grado presentado como requisito parcial para optar por el título de**  
**Magister en Finanzas**

**Director del trabajo de grado: John Jairo Cuevas Mejía**  
**Doctor en Ciencias Sociales**

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS**  
**MAESTRÍA EN FINANZAS**  
**SANTIAGO DE CALI**  
**2024**

Santiago de Cali, 04 de Julio de 2024

Doctor  
Fabian Fernando Osorio Tinoco  
Decano  
Facultad De Ciencias Económicas y Administrativas  
Pontificia Universidad Javeriana  
La Ciudad

Por medio de la presente estoy entregando a usted el Trabajo de Grado cuyo título es “Información Financiera y Financiarización: Evidencia en Empresas No Financieras en Colombia.”

Espero que este Trabajo cumpla con los requisitos académicos exigidos y que alcance el propósito para el cual fue elaborado.

Atentamente



---

David Juan Pablo Realpe Londoño  
0065063

Doctor  
Fabian Fernando Osorio Tinoco  
Decano  
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas  
Pontificia Universidad Javeriana

La Ciudad

Por medio de la presente me permito comunicarle, que en mi calidad de director de trabajo de grado he leído detenidamente el informe final del estudio titulado **“Información financiera y financierización: evidencia en empresas no financieras en Colombia”**, realizado por el estudiante de la Maestría en Finanzas de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad Javeriana **David Juan Pablo Realpe**, con código **0065063**, y considero que cumple con todos los requisitos requeridos para ser presentada a evaluación.

Atentamente



---

**John Jairo Cuevas Mejía**  
Director del Trabajo de Grado

ARTÍCULO 23 de la resolución N° 13 de julio 6 de 1946

“La Universidad no se hace responsable por los conceptos emitidos por sus alumnos en sus trabajos de Tesis. Sólo velará porque no se publique nada contrario al dogma y a la moral católica y porque la Tesis no contenga ataques o polémicas puramente personales; antes bien, se vea en ellas al anhelo de buscar la Verdad y la Justicia”.

**“INFORMACIÓN FINANCIERA Y FINANCIARIZACIÓN: EVIDENCIA EN EMPRESAS NO FINANCIERAS”**, Aprobado por el Comité de Trabajos de Grado en cumplimiento de los requisitos exigidos por la Pontificia Universidad Javeriana para optar por el título de Magíster en Finanzas.



Fabian Fernando Osorio Tinoco  
Decano  
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas



Jessica Gil Casado  
Directora de Maestría en Finanzas.



José Augusto Castillo Bonilla  
Jurado



John Jairo Cuevas Mejía  
Director del Trabajo de Grado

Santiago de Cali, 04 de julio del 2024

## CONTENIDO

<b>ÍNDICE DE TABLAS</b> .....	10
<b>ÍNDICE DE GRÁFICAS</b> .....	11
<b>RESUMEN</b> .....	13
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	13
<b>Problema de investigación</b> .....	15
<b>Pregunta de investigación</b> .....	16
<b>Objetivo general</b> .....	16
<b>Objetivos Específicos</b> .....	16
<b>Metodología</b> .....	17
<b>CAPÍTULO UNO: REVISIÓN DE LA LITERATURA</b> .....	25
<b>Introducción</b> .....	25
<b>Financiarización</b> .....	25
<b>Aproximación a la conceptualización de la financiarización</b> .....	29
<b>Enfoques de la financiarización</b> .....	31
<b>Financiarización como modo de acumulación</b> .....	31
<b>Financiarización y la maximización de valor para el accionista</b> .....	32
<b>Financiarización de la vida cotidiana</b> .....	33
<b>Financiarización y las instituciones que soportan el sistema</b> .....	35
<b>Financiarización en países en vías de desarrollo</b> .....	36
<b>Evidencia de la financiarización</b> .....	37
<b>Conclusiones de la revisión de la literatura</b> .....	40
<b>CAPÍTULO DOS: CARACTERIZACIÓN HISTÓRICA DE LA FINANCIARIZACIÓN Y LA INFORMACIÓN FINANCIERA</b> .....	41
<b>Introducción</b> .....	41
<b>Los inicios del Siglo XX en Colombia</b> .....	42
<b>Contexto histórico colombiano desde 1996 a 2022.</b> .....	48
<b>Caracterización histórica del contexto empresarial</b> .....	57
<b>Caracterización histórica desde la información contable</b> .....	59
<b>Conclusiones de la caracterización histórica de la financiarización y la información financiera</b> .....	73
<b>CAPÍTULO TRES: ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA FINANCIARIZACIÓN EN COLOMBIA 1996-2022</b> .....	74

<b>Introducción</b> .....	74
<b>Caracterización de las empresas no financieras en el periodo 2015 a 2022</b> .....	75
<b>Evidencia del avance de la financiarización de 2015 a 2022</b> .....	83
<b>Caracterización de la base de datos de 1996 a 2015</b> .....	93
<b>Evidencia del avance de la financiarización de 1996 a 2015</b> .....	100
<b>Análisis inferencial de la financiarización en Colombia</b> .....	109
<b>Conclusiones de la evaluación de la información financiera</b> .....	122
<b>CONCLUSIONES</b> .....	124
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	127

## ÍNDICE DE CUADROS

<b>Cuadro 1</b> .....	61
<i>Comparación del DR 2420 de 2015 y el DR 2649 de 1993.</i> .....	61
<b>Cuadro 2</b> .....	76
<i>Cantidad de empresas que se analizan entre los años 2015 a 2022.</i> .....	76
<b>Cuadro 3</b> .....	77
<i>CIIU eliminados de la base de datos</i> .....	77
<b>Cuadro 4</b> .....	77
<i>Cantidad de empresas no financieras que se analizan entre los años 2015 a 2022.</i> .....	77
<b>Cuadro 5</b> .....	79
<i>CIIU que representan la mayor proporción de ingresos.</i> .....	79
<b>Cuadro 6</b> .....	82
<i>Número de empresas analizadas por ciudad y por año.</i> .....	82
<b>Cuadro 7</b> .....	82
<i>Número de empresas que tienen inversiones en asociadas o negocios conjuntos año 2020 y 2022.</i> .....	82
<b>Cuadro 8</b> .....	83
<i>Número de empresas que tienen revisor fiscal por año.</i> .....	83
<b>Cuadro 9</b> .....	94
<i>Cantidad de empresas por año con información reportada a la superintendencia de sociedades.</i> .....	94
<b>Cuadro 10</b> .....	96
<i>Códigos CIIU eliminados de la base de datos.</i> .....	96
<b>Cuadro 11</b> .....	97
<i>Cantidad de empresas después de la eliminación de los Códigos CIIU de actividades financieras.</i> .....	97
<b>Cuadro 12</b> .....	99
<i>Códigos CIIU con mayor cantidad de empresas de la base de datos.</i> .....	99
<b>Cuadro 13</b> .....	100
<i>Actividades económicas con la mayor cantidad de ingresos.</i> .....	100
<b>Cuadro 14</b> .....	116
<i>Resultado del modelo de efectos fijos con corrección de la autocorrelación con AR(1).</i> .....	116

## ÍNDICE DE GRÁFICAS

<b>Figura 1.</b> .....	51
Colombia: Porcentaje de Crecimiento del PIB, entre los años 1996 a 2022. ....	51
<b>Figura 2.</b> .....	52
Colombia, porcentaje de Inflación total anual, desde 1996 a 2022. ....	52
<b>Figura 3.</b> .....	53
Colombia, Tasa de interés de intervención del Banco de la República, entre los años 1996 a 2022. .....	53
<b>Figura 4.</b> .....	54
Colombia, Tasa de Depósitos a Término Fijo (DTF) a 90 días, mensual, desde 1996 a 2022 .....	54
<b>Figura 5.</b> .....	55
Colombia, índice de globalización KOF desde el año 1996 a 2021. ....	55
<b>Figura 6.</b> .....	56
Colombia, Deuda privada desde el año 1996 a 2022.....	56
<b>Figura 7.</b> .....	57
Colombia, inversión extranjera directa y participaciones de capital desde 1996 a 2022. ....	57
<b>Figura 8.</b> .....	78
Cantidad de empresas por sector y por año analizadas.....	78
<b>Figura 9.</b> .....	80
Valor de las Propiedades de inversión por sector y por año. ....	80
<b>Figura 10.</b> .....	86
Depósitos a corto plazo, clasificados como equivalentes al efectivo desde el año 2015 al 2022..	86
<b>Figura 11.</b> .....	86
Inversiones a corto plazo, clasificados como equivalentes al efectivo desde el año 2015 al 2022 .....	86
<b>Figura 12.</b> .....	87
Dividendos pagados desde el año 2015 al 2022 .....	87
<b>Figura 13.</b> .....	88
Dividendos recibidos desde el año 2015 al 2022.....	88
<b>Figura 14.</b> .....	89
Intereses recibidos desde el año 2015 al 2022.....	89
<b>Figura 15.</b> .....	89
Intereses pagados desde el año 2015 al 2022.....	89
<b>Figura 16.</b> .....	90

Colombia, Tasa de Intervención de política monetaria del año 2015 al 2022 .....	90
<b>Figura 17</b> .....	91
Otros activos financieros corrientes y no corrientes desde el año 2015 al 2022 .....	91
<b>Figura 18</b> .....	92
Propiedades de inversión desde el año 2015 al 2022.....	92
<b>Figura 19</b> .....	93
Ingresos Financieros desde el año 2015 al 2022.....	93
<b>Figura 20</b> .....	98
Cantidad de empresas analizadas por sector de la economía de acuerdo con la clasificación CIIU. .....	98
<b>Figura 21</b> .....	101
Inversiones de corto plazo, de largo plazo y valorización de inversiones. ....	101
<b>Figura 22</b> .....	102
Inversiones de corto plazo .....	102
<b>Figura 23</b> .....	103
Inversiones de largo plazo .....	103
<b>Figura 24</b> .....	104
Préstamos a particulares.....	104
<b>Figura 25</b> .....	105
Bonos en circulación de corto y largo plazo .....	105
<b>Figura 26</b> .....	105
Total bonos.....	105
<b>Figura 27</b> .....	106
Pago de utilidades, dividendos o participaciones .....	106
<b>Figura 28</b> .....	107
Venta de inversiones permanentes .....	107
<b>Figura 29</b> .....	107
Venta de inversiones temporales.....	107
<b>Figura 30</b> .....	108
Compra de inversiones temporales .....	108
<b>Figura 31</b> .....	108
Compra de inversiones permanentes .....	108

# INFORMACIÓN FINANCIERA Y FINANCIARIZACIÓN: EVIDENCIA EN EMPRESAS NO FINANCIERAS EN COLOMBIA.

## RESUMEN

Este trabajo de grado investiga la relación entre la información financiera y la financiarización en empresas no financieras colombianas entre 1996 y 2022. Se analizan las diferentes definiciones de financiarización y sus enfoques. Se revisan estudios previos sobre la financiarización en Latinoamérica y Colombia. Se realiza una caracterización histórica de la información financiera y su relación con el contexto social, económico y político de Colombia, destacando la apertura económica de 1990 y la Constitución de 1991 como hitos relevantes. La investigación utiliza dos bases de datos (1996-2015 y 2015-2022) para considerar la influencia de las normas contables vigentes (DR 2649 y NIIF) en el proceso de financiarización. Se concluye que la financiarización se ha venido desarrollando en Colombia desde antes de 1996. La investigación resalta la relación entre las normas contables y la financiarización, sugiriendo que las normas pueden contribuir al avance de este fenómeno. Mediante un modelo econométrico se logra concluir al respecto de cómo el efectivo, la tasa de rentabilidad, la clasificación industrial internacional uniforme, la firma de revisoría fiscal, los pasivos financieros, los activos financieros del año anterior, son variables que inciden en el aumento de los activos financieros en las empresas no financieras del contexto descrito. Finalmente, la tesis abre la puerta a futuras investigaciones que analicen la financiarización en sectores específicos de la economía colombiana aportando un análisis para identificar evidencia del avance de la financiarización en la información financiera de las empresas.

**Palabras clave: Financiarización, Contexto Histórico, Colombia, Normas Contables, Información Financiera.**

## INTRODUCCIÓN

Esta investigación se enfoca en el análisis de la información financiera y la financiarización. En las últimas tres décadas, el capitalismo se transformó intensamente hacia la lógica de las finanzas, un modelo económico que reemplaza a la productiva de la empresa y privilegia la inversión financiera de los recursos o excedentes generados mediante actividades productivas. Este proceso ha generado un creciente interés en el ámbito académico, con diversos estudios explorando sus causas, consecuencias e implicaciones en la economía global, aunque para el caso colombiano son pocos los trabajos que se desarrollan alrededor de la financiarización desde el enfoque de la información financiera.

En el capítulo uno se encuentra una revisión de la literatura lo cual permite entender los enfoques de la financiarización, presentar algunas aproximaciones a la conceptualización de lo que es la financiarización y permite entender la base teórica del desarrollo global de la tesis. Este capítulo además pone de manifiesto la financiarización en una cantidad de esferas de la vida humana. Desde la empresarial hasta la personal, el capítulo presenta un recuento del impacto que ha tenido la financiarización en el mundo y permite entender cómo la financiarización se ha hecho presente en nuestra vida cotidiana.

En el capítulo dos se hizo un análisis del contexto histórico lo cual nos permite entender los diferentes modelos de acumulación que han acontecido en el país y la incidencia que cada uno ha ido teniendo en la estructura normativa e institucional del estado y que nos ha ido llevando a una regulación que impulsa la financiarización. Adicionalmente se presentan de manera general los cambios sociales, políticos y económicos desde 1890 haciendo énfasis en el periodo posterior a 1990 en especial todo el proceso de apertura económica y la normatividad aprobada junto con la nueva constitución política de 1991. Dicho esto, la evolución de Colombia como nación nos permite concluir al respecto de la influencia de la financiarización en la aprobación de normas y la creación de instituciones que fomentan la economía de mercado. En este capítulo también se hace un recuento de las normas contables y sus bases teóricas las cuales tienen enfoques que apalancan todo el proceso de financiarización, desde el objetivo de los estados financieros hasta modelos de medición como el valor razonable. Este análisis de la norma contable nos permite comprender cómo este fenómeno ha impactado la gestión de recursos en las empresas colombianas, particularmente en su inclinación hacia la búsqueda de rendimientos financieros por encima de la inversión en su actividad productiva principal. Finalmente se llega a una conclusión al respecto de la relación existente entre el proceso de financiarización y la información financiera.

En el capítulo tres se analiza la información financiera para evaluar la disposición de recursos de las empresas para obtener rendimientos financieros. En este apartado, se describe las empresas objeto del estudio y se utilizan investigaciones previas, como las de Rabinovich (2020) y Soener (2015), junto con aportes propios para identificar la evidencia de financiarización en la información financiera. Para complementar el análisis descriptivo, se implementa un modelo econométrico de datos panel con el objetivo de determinar los factores que impulsan la acumulación de activos financieros en las empresas colombianas. Este modelo, inspirado en el trabajo de Soener (2015), incluye variables como el efectivo, la rentabilidad, la clasificación industrial y la firma auditora.

Finalmente, este trabajo presenta un recuento bibliográfico que nos permite entender el concepto de la financiarización y su omnipresencia, caracteriza históricamente los procesos de acumulación que se han dado en el país con el enfoque de la financiarización. Y por último evaluar en la información financiera de las empresas el avance de la financiarización con el objetivo de establecer relaciones entre el proceso de financiarización y la información financiera.

### **Problema de investigación**

En las últimas décadas, el capitalismo global ha experimentado una profunda transformación con el auge de la financiarización. Este fenómeno se caracteriza por la creciente influencia de la lógica financiera en la economía real, priorizando la búsqueda de rentabilidad financiera por encima de la inversión en la actividad productiva. En este contexto, surge la necesidad de comprender cómo la financiarización ha impactado la presentación de la información financiera. Colombia, en su proceso de integración a la economía global, realizó un proceso de convergencia a las normas internacionales de información Financiera (NIIF) que, si bien buscan

armonizar la información financiera a nivel global, también podrían estar incentivando la financiarización de las empresas.

Este trabajo de grado se centra en analizar la incidencia de la financiarización en la información financiera de empresas no financieras en Colombia durante el período 1996-2022. Es relevante comprender cómo la financiarización está transformando la información financiera desde la generación de normas supranacionales que apalancan este proceso y entender que no solo ha sucedido desde la implementación de modelo IASB – IFRS si no desde normas contables anteriores. Este trabajo contribuirá al debate sobre la financiarización en Colombia, proporcionando evidencia empírica sobre su impacto en la información financiera.

### **Pregunta de investigación**

¿De qué manera ha incidido el proceso de financiarización en la información financiera de empresas no financieras en Colombia durante el período 1996-2022?

### **Objetivo general**

Analizar la incidencia de la financiarización en la información financiera de empresas no financieras en Colombia durante el período 1996-2022

### **Objetivos Específicos**

- Caracterizar históricamente la financiarización con la información financiera de las empresas no financieras en Colombia durante el período 1996-2022.
- Evaluar en la información financiera la disposición de excedentes de liquidez con el objetivo de obtener rendimientos financieros que no corresponden con rendimientos producto de su objeto social.
- Establecer relaciones entre el proceso de financiarización y la información financiera.

## **Metodología**

El objetivo general planteado al inicio de esta tesis con la propuesta de trabajo de grado fue analizar la incidencia de la Financiarización en la información financiera de empresas cotizadas no financieras y no cotizadas grandes y pymes grandes no financieras en Colombia. Al revisar la posibilidad de tener acceso a información financiera de las empresas se identificó que había disponibilidad de datos desde el año 1996. Inicialmente se planteaba analizar para un periodo más amplio posiblemente desde 1990 pensando que era el punto de inflexión en el proceso de apertura económica del país entonces y que se evidenciarían situaciones interesantes de transformaciones que se evidenciarían en la información financiera y para alcanzar un alcance hasta la norma contable anterior al DR 2649 de 1993, pero tuvimos la limitante de la información, por lo que el periodo para la tesis es de 1996 a 2022. Así, considerando este periodo de tiempo, esta tesis abarcaría el análisis de la información financiera elaborada teniendo en cuenta dos normas contables.

Posteriormente, se realizó un planteamiento de objetivos específicos los cuales son: caracterizar históricamente la Financiarización con la información financiera de las empresas cotizadas no financieras y no cotizadas grandes y pymes más grandes no financieras en Colombia durante el periodo 1996 a 2022. Evaluar en la información financiera la disposición de excedentes de liquidez con el objetivo de tener rendimientos financieros que no corresponden con rendimientos producto de su objeto social y finalmente, establecer relaciones entre el proceso de Financiarización y la información financiera.

Aunque el primer punto limitante de esta tesis fue el periodo de tiempo en el cual está disponible la información financiera y esto dificulta poder hacer un análisis de más largo plazo<sup>1</sup> el análisis del contexto histórico se hizo teniendo en cuenta un rango de tiempo mucho más amplio, basándose en diferentes autores, tales como Misas (2019) principalmente y Ahumada (1996) Álvarez (2006) entre otros, se realizó todo un recorrido histórico desde 1890. Esto permite tener una visión de largo plazo en el proceso que se ha venido dando de financiarización en Colombia ya que como se presenta en el capítulo uno en el que se hace un recuento de la bibliografía, la financiarización no solo es financiera si no que presente en todas las esferas humanas. Este proceso ha logrado involucrar todos los aspectos de la vida cotidiana<sup>2</sup>. Con el propósito de darle cumplimiento al primer objetivo específico se hizo un recuento de más de 100 años de los cambios sociales, económicos y políticos ocurridos en el país para hacer un análisis del contexto histórico de Colombia, ya que el resultado de todo lo que ha sucedido durante estos últimos 100 años se está viendo en este momento, teniendo en cuenta que este ha sido un proceso que paulatinamente se ha venido dando, las instituciones se van creando, los ministerios, los bancos, las bolsas de valores, entre otros, es decir se van organizando las estructuras de gobierno y los estados van modificándose junto con el sector privado para darle lugar al proceso de financiarización<sup>3</sup>. En este periodo de tiempo ocurrió uno de los eventos más importantes y es la asamblea nacional constituyente de 1990 la cual tuvo como resultado la Constitución de 1991, que trae consigo grandes reformas a la estructura y control del estado, analizada en el apartado del contexto histórico. Se analiza esta entre otras situaciones que impactaron la vida de la nación como, por ejemplo, la Primera Guerra

---

<sup>1</sup> Lo cual podría ser apropiado para evidenciar en la información financiera cambios sociales, económicos y políticos que se han presentado en nuestro país en el final del siglo pasado.

<sup>2</sup> Así lo establecen Randy Martin y Max Haiven.

<sup>3</sup> O para el modelo hegemónico del momento.

Mundial, la gran depresión de 1929, la Segunda Guerra Mundial entre 1939 y 1945, el impacto de las diferentes crisis de deuda que se dieron en los años 80, y posteriormente todas las situaciones que en estos últimos 30 años más o menos desde 1990 ha transformado la vida de toda la nación.

Pocos autores de los cuales han escrito nivel internacional al respecto de la Financiarización se ha propuesto realizar un análisis de contexto histórico para los correspondientes países en los cuales hacen análisis de todo este amplio espectro de tiempo como se hace en este trabajo de grado, lo cual nos permite entender de qué manera ha evolucionado sobre todo la institucionalidad del país ya que la institucionalidad y la normatividad le da legalidad a los procesos tales como la financiarización.

En un inicio se planteó realizar la caracterización histórica desde 1990 buscando ese punto de inflexión que era la apertura económica, pero eso se replanteó buscando un panorama de largo plazo porque las instituciones y reformas no se han dado en estos últimos 30 años, sino que han sido resultado de un proceso de desarrollo nacional.

Para lograr el segundo objetivo y para realizar una revisión de la información financiera al revisar la cantidad de empresas reportadas como compañías que aplican las NIIF plenas y teniendo en cuenta había en estas muchas empresas Pymes aplicando las NIIF plenas, se definió delimitar más el alcance de la investigación y eliminaron las empresas listadas en bolsa.

Para hacer la revisión y darle manejo a la información se utilizó el software R, en el cual se aplicaron diferentes códigos para organizar la información y tenerla de acuerdo con las necesidades que se buscaba para identificar la información que era importante para poder identificar el avance de la Financiarización en las empresas del país.

Algunos de los problemas identificados en la base de datos fueron:

- La información financiera estaba separada en diferentes archivos, en uno venía el estado de situación financiera y en otro el resultado y en otro el flujo de efectivo.
- Para algunos años había más información que para otros, por ejemplo, en algunos reportes no había información sobre el patrimonio.
- Había muchas celdas con la palabra NULL o celdas categóricas con el número cero.
- Se identificaron algunas celdas que debían tener información sobre bonos en los informes bajo PCGA más específicamente de la cuenta #29 con palabras como TRUE o FALSE donde deberían ir valores.
- Algunas empresas presentaban valor de inversiones negativos lo que se tuvo que corregir con el valor Cero.
- Al elaborar el modelo y plantear la tasa de rentabilidad se observaron rentabilidades negativas lo cual el software R no esperaba dentro de los resultados por lo que se modificaron las rentabilidades negativas a valor Cero.

Estos errores se arreglaron aplicando resultados coherentes para la base de datos, por ejemplo, en celdas numéricas que había caracteres se usó el número cero para reemplazarlas o en donde hacía falta información se puso la palabra no aplica. Después, se unió los archivos por años en un solo archivo, para la información de la base PCGA fue fácil realizar este proceso, ya que de 1996 a 2015 se presentó la información bajo los parámetros de organización de cuentas del DR. 2650, por lo que se mantenía uniformidad en la presentación, para el caso de la información bajo NIIF, había diferencias porque la información solicitada en la carátula de un año a otro o en algunos informes tenía secuencias de datos diferentes. Por este motivo se construyó un archivo de títulos y homogenizarlo para lograr que la información recurrente tuviera en todos los años el mismo parámetro para poder unir los diferentes años con el mismo número de columnas tituladas. Así

como resultado se obtuvieron dos bases de datos, una desde 2015 a 2022 que es la base 1 y otra con información financiera de 1996 a 2015 que es la base 2. Cada una dentro del alcance de la correspondiente norma contable DR 2420 y DR 2649.

Cada una de las bases de datos tiene información importante y características particulares para poder identificar el proceso de avance de la financiarización. En la base de datos del tiempo en que estuvo vigente el DR 2649 de 1993 tiene la información organizada según la estructura de cuentas contables prevista en el decreto 2650 de 1993. Esto nos permite acceder a información más desagregada desde el punto de vista categórico, es decir, en las cuentas por cobrar cuáles son las cuentas por cobrar por préstamos a particulares, préstamos a otros terceros diferentes a clientes comerciales, en el caso de los bonos se pueden identificar los bonos emitidos por concepto del bono. En el caso por ejemplo de las obligaciones financieras están desagradas entre obligaciones financieras con entidades financieras nacionales o del exterior, corporaciones financieras, compañías de financiamiento, préstamos de particulares, entre otros. Para el caso de la información financiera bajo NIIF estas partidas están acumuladas, por lo tanto no podemos sacar conclusiones al respecto de la información que haya al detalle, aunque también se nos presentan bajo NIIF otras partidas desagregadas que nos permiten hacer un análisis importante de la información financiera y sobre todo del proceso que se ha estado dando alrededor de la financiarización en las compañías, por ejemplo, en el caso del efectivo y equivalente de efectivo se nos presentan, los depósitos a corto plazo, las inversiones a corto plazo, otros acuerdos bancarios, del total del efectivo y equivalentes no sólo el saldo en caja o bancos. Adicionalmente, en los reportes bajo NIIF del año 2015 a 2022 en la superintendencia de sociedades encontramos más información descriptiva al respecto de las empresas que están reportando, por ejemplo, se responde a la pregunta que si el máximo órgano aprobó distribuir utilidades del año inmediatamente anterior, nos indica cuál es el

estado actual de la sociedad, cuál es el tipo societario, cuál es el departamento, la ciudad de la sociedad, incluso pregunta cuál es el país del domicilio de la matriz si es una sucursal de sociedad extranjera, indaga al respecto de si tiene revisor fiscal y si el revisor fiscal pertenece a una firma y a qué firma pertenece, cuál es el concepto del revisor fiscal en su informe, hace la pregunta aunque sólo desde el año 2019 sobre si la entidad posee inversiones en subsidiaria, asociadas o negocios conjuntos toda esta información que es descriptiva es relevante para caracterizar las empresas y lograr el análisis en conjunto con la información financiera. Una partida que se encuentran en los estados financieros bajo NIIF y que nos permite dar cuenta de la Financiarización es la identificación de las propiedades de inversión tal y como se analiza en el capítulo tres al respecto de este rubro.

Aun cuando se presentaron estas dificultades en la organización de las bases de datos y la información en algunos casos tenía retos por resolver, me parece muy valioso poder acceder a esta base de datos y concluir sobre varios temas al analizar la información financiera. Finalmente, al tener las bases de datos se aplicaron los procedimientos descritos en el capítulo tres, donde se describe cómo se organizó la información y qué CIU fueron retirados de la base para dar cumplimiento a la premisa de la tesis de analizar empresas no financieras, lo pertinente también se hizo con la información que hizo parte del modelo.

Para analizar los determinantes de la financiarización en empresas colombianas, se empleó un modelo econométrico de datos panel con efectos fijos y corrección AR(1). La información financiera de las empresas no financieras, obtenida de la Superintendencia de Sociedades, abarca el periodo 2015-2022 y se organiza en un panel donde cada empresa representa una unidad transversal observada a lo largo del tiempo.

La variable dependiente,  $\ln AF_{it}$ , representa el logaritmo natural de los activos financieros de la empresa  $i$  en el año  $t$ . Se utiliza la transformación logarítmica para linealizar la relación y estabilizar la varianza.

Las variables independientes incluyen:

$\ln E_{it}$ : Logaritmo natural del efectivo de la empresa  $i$  en el año  $t$ .

$TR_{it}$ : Tasa de rentabilidad de la empresa  $i$  en el año  $t$ .

$CIIU_{IT}$ : Variable categórica que representa la clasificación industrial de la empresa  $i$  en el año  $t$ .

$AUD_{it}$ : Variable categórica que representa la firma auditora de la empresa  $i$  en el año  $t$ .

$\ln AF_{it-1}$ : Logaritmo natural de los activos financieros de la empresa  $i$  en el año anterior (t-1).

$\ln PF_{it-1}$ : Logaritmo natural de los pasivos financieros de la empresa  $i$  en el año anterior (t-1).

$A_{IT}$ : Variable categórica que representa el año  $t$ .

El modelo incluye efectos individuales ( $U_i$ ) para capturar la heterogeneidad no observable entre las empresas. La corrección AR(1) se implementa para abordar la autocorrelación serial en los errores.

La estimación de los coeficientes se realiza mediante el método de mínimos cuadrados generalizados (MCG), considerando la estructura de datos panel y la posible presencia de

heterocedasticidad. Se llevaron a cabo pruebas de especificación (Hausman, Breusch-Pagan, Wooldridge) para validar la elección del modelo.

## CAPÍTULO UNO: REVISIÓN DE LA LITERATURA

### **Introducción**

Este capítulo se ocupa de aportar una revisión de la literatura referente a la financiarización, dentro de este recorrido literario se indican los diferentes conceptos que los autores han propuesto para definir el término. Posteriormente, se identifican las vertientes de estudio que tiene la financiarización, la primera se centra en el análisis de las fuentes de financiamiento de la inversión, la segunda vertiente tiene que ver con la maximización de valor para el accionista y el tercer enfoque se orienta al estudio de los cambios en la dinámica macroeconómica a partir de la década de 1970, bajo el predominio de los mercados financieros.

### **Financiarización**

La financiarización es el resultado de sobreponer la lógica financiera a la lógica productiva en el proceso económico (Giraldo, 2005), es decir, la financiarización implica la disposición de recursos de las empresas no financieras para la obtención –y progresivo crecimiento– de ingresos financieros no relacionados con su actividad productiva. De acuerdo con Rabinovich et al (2020), la literatura sobre la financiarización se encuentra en plena expansión, atravesando distintas corrientes teóricas dentro de la economía política como la marxista (Powell, 2018), regulacionista (Boyer, 2000) y post-keynesiana (Epstein, 2005), además de distintas disciplinas como la geografía económica (Christophers, 2012), parte de la sociología mainstream (Lin y tomaskovic-devey, 2013) y, de manera reciente, se puede encontrar incluso en la economía mainstream (Admati, 2017). Este amplio uso disciplinario y teórico ha venido acompañado, como contraparte, de una multiplicidad de enfoques o significados del término, incluso. El término financiarización puede llegar a generar confusiones con su palabra homóloga, Financierización, que para la CEPAL (2018) significa particularmente lo mismo que financiarización.

Si bien se cuenta con algunas definiciones del término financiarización como lo explica Giraldo (2005), en todo caso sigue sin estar claro cuál es su origen. Sawyer (2013) indica que los orígenes del término “financiarización” son oscuros, aunque comenzó a aparecer con creciente frecuencia a principios de los años noventa. Para la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2018), el origen del término se remonta a mediados del siglo pasado, pero no fue hasta los años noventa que ganó notoriedad. Aunque su popularización generó varios estudios de diversa procedencia teórica, no existe una definición aceptada del término (Epstein, 2005b; Mateo, 2015).

En el año 2018 la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) lanzó un libro titulado “Estudios sobre financierización en América Latina” en el cual se indica que el concepto de financierización se puede abordar conforme a tres grandes vertientes (Stockhammer, 2004), a saber:

1. La primera se centra en el análisis de las fuentes de financiamiento de la inversión. En este debate se omite el uso del término “financierización” y hace hincapié en las ventajas y desventajas relativas de los sistemas financieros basados en los bancos con respecto a aquellos basados en el mercado, como sistemas óptimos para asegurar el crecimiento (Stockhammer, 2004). La visión basada en la banca se centra en las virtudes de los bancos para identificar buenos proyectos de inversión, movilizar capital y gestionar el riesgo y en su mayor eficacia para promover el desarrollo industrial (Gerschenkron, 1962; Stiglitz, 1985; Aoki y Patrick, 1994). Quienes defienden el financiamiento de mercado destacan la reducción de los costos de información, el mayor control corporativo, la asignación más eficiente del capital (mediante señales correctas de precios) y el mayor estímulo al

crecimiento (Boyd y Prescott 1986; Scharfstein, 1988; Rajan y Zingales, 2001). De acuerdo con una tercera postura, más reciente, no se trata de sistemas mutuamente excluyentes, por lo que se debe crear un marco institucional o jurídico que garantice que tanto los bancos como los mercados financieros puedan operar eficazmente a fin de garantizar el crecimiento (Levine, 2002; Chakraborty y Ray, 2003; Sawyer, 2014).

2. La segunda vertiente se aboca, con una mirada crítica, al estudio microeconómico de la estrategia empresarial y las relaciones laborales dentro de las corporaciones no financieras. En este marco, el fenómeno de la financierización se define como el incremento del poder de los accionistas sobre la dirección y, en consecuencia, la reconfiguración de los objetivos de las corporaciones no financieras para favorecer sus intereses (Crotty, 1990; Lavoie, 1992; Froud. Et al. 2000; Lazonick y O'Sullivan, 2000; Stockhammer, 2004). La maximización del valor de los activos de la empresa se convierte en el principal objetivo en los procesos de financierización, no solo de los accionistas sino también de la gobernanza empresarial (Froud, et al., 2000; Crotty, 2005; Palley, 2007).
3. El tercer enfoque se orienta al estudio de los cambios en la dinámica macroeconómica a partir de la década de 1970, bajo el predominio de los mercados financieros. El concepto de financierización se basa en una puja entre el capital productivo y el capital financiero y en la imposición de este último en la mayoría de los ámbitos de la actividad y las relaciones económicas (Plihon, 2001; Duménil y Lévy, 2011; Hein, 2013a y 2013b). En esta línea, Epstein (2005b) sostiene que el concepto de financierización se refiere a la creciente importancia de los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales (Epstein, 2005b, pág. 3). Boyer (2000) se refiere a la financierización como

un régimen de crecimiento encabezado por las finanzas, en el que el papel central del sector financiero y la imposición de sus propias normas tiene su correlato en la regulación del mercado laboral, los salarios y la actividad económica.

Entendiendo el concepto de financiarización y sus enfoques, que pueden ser resumidos como lo plantea Van der Zwan (2014) que encuentra tres orientaciones diferentes: la financiarización como a) un cambio en la vida cotidiana de las personas, es decir en el contexto, b) un cambio en la gestión empresarial tendiente a la introducción de la maximización del valor para el accionista –shareholder value maximization–, y c) un nuevo régimen de acumulación. Siendo este último el objeto de análisis de este trabajo puesto que se encuentra una relación entre el proceso de financiarización y los cambios estructurales que ha sufrido la economía colombiana; el proceso de apertura económica y la implementación de los principios del neoliberalismo influyeron en la aprobación de leyes que facilitaron el proceso de financiarización, tal como se expone en el capítulo dos, por ejemplo, desde el punto de vista contable, se aprobaron normas para la elaboración de la información financiera que finalmente están al servicio de la corriente hegemónica del momento (Chiapello, 2016).

Si bien la financiarización constituye un fenómeno global como lo indica la CEPAL (2018), su dinámica y manifestaciones adoptan formas específicas en los países de la región. La financiarización es un proceso que ha ocurrido en el mundo y Colombia no resulta ajena. En este sentido, la revisión de la información financiera busca advertir, a través de la contabilidad, evidencia de la financiarización en las empresas no financieras. Asimismo, la CEPAL ha formulado algunas preguntas de interés respecto del proceso de financiarización, por ejemplo: ¿bajo qué formas específicas se manifiesta la financiarización en nuestros países? ¿de qué manera influye el tipo de inserción externa de la región y el grado de extranjerización de su economía en la

exposición a los ciclos financieros globales? ¿es la financierización un obstáculo o un puente en el proceso de cambio estructural progresivo al que aspiramos para América Latina y el Caribe? ¿cuál es la mejor forma de abordar la problemática de la financierización desde el punto de vista de la política económica? Si bien no es posible darles alcance a todas estas preguntas, algunas inspiran el avance empírico que este se propone adelantar.

### **Aproximación a la conceptualización de la financierización**

El término financierización sigue siendo un término novedoso, por lo cual en la mayor parte de los documentos en los cuales se lo menciona se hace una caracterización de este término y se define para darle permitírle al lector tener una mejor comprensión de este. En algunos casos suele confundírsele con la estructura financiera de las empresas, es decir, con la financiación; aunque no son ajenos, el estudio o la correlación de uno y otro, el concepto de financierización apunta a indicar un fenómeno de expansión de las actividades financieras. En este sentido, Giraldo (2005) sostiene que la financierización implica que la lógica financiera se sobrepone a la lógica productiva en el proceso económico. En una línea similar la CEPAL (2018) describe a la financierización como un fenómeno distintivo del desarrollo del capitalismo posterior a 1970 y lo interpreta como la influencia cada vez mayor de la lógica de las finanzas en la economía mundial y el progresivo desacople entre el sector real y financiero, planteando desde el significado un problema al respecto del desacople. Epstein (2005), quien es uno de los autores más citados en los trabajos sobre financierización, indica que la financierización es la creciente importancia de los mercados, instituciones y los motivos financieros en la economía mundial. Aunque estos autores tienen en común en que considerar a la financierización como una expansión de las finanzas, no está claro cuál es su origen. En su lugar, Sawyer (2013) indica que los orígenes del término “financierización” son oscuros, aunque tuvo su aparecimiento a principios de los años noventa.

El término financiarización y toda la literatura al respecto se encuentra en plena expansión (Rabinovich, 2020) y su uso y significados se han ido presentando a través de diferentes enfoques. Por ejemplo, algunos autores hablan de la financiarización desde la lógica del empleo (Benito, 2016), financiarización desde el punto de vista inmobiliario (Delgadillo, 2021), financiarización de la naturaleza (González, 2023), Financiarización de la educación (Ricardo, 2023), Financiarización de la agricultura (Sosa, 2018), la financiarización de la vida cotidiana (Marambio, 2018), así entre muchos otros aspectos que se han financiarizado. Visto de esta manera, estamos frente a un fenómeno que nos habla de la dominación del capital financiero y su consecuencia (o influencia) en lo económico, social y ambiental (Zhang y Andrew, 2015), y quizás también lo cultural.

Entre los autores más referenciados al respecto del tema de financiarización desde el punto de vista de definición del concepto son Epstein (2005), Lapavistas (2010, 2014, 2016, 2022), Sawyer (2013, 2014), Rabinovich (2018, 2019, 2020, 2023), Aglietta (2002, 2005), la mayor parte de sus artículos se publican con posterioridad al año 2000, lo que nos indica precisamente que el concepto de financiarización ha venido tomando fuerza entrado el nuevo milenio. Estos trabajos han desarrollado el concepto del término financiarización para explicar su significado e identificar los enfoques que se pueden usar para analizar las consecuencias que la financiarización ha tenido. Esto trabajos presentan un análisis general a partir de la observación del auge de los mercados financieros, el poder de las entidades financieras y el aumento de los activos financieros. Rabinovich, (2019, 2020, 2023), ha realizado acercamientos al análisis de la información de las empresas para identificar la incidencia de la financiarización en las cuentas de las empresas. El análisis realizado por Rabinovich (2023, 2022, 2020) es de gran utilidad para identificar ciertas partidas de la información financiera de las empresas y analizar el avance de la financiarización,

pero también se ha identificado que es posible realizar una revisión más sustantiva de la información provista en los informes financieros y poder advertir el avance de la financiarización en las empresas no financieras<sup>4</sup>.

Estos autores se refieren al término financiarización para su conceptualización, ya que es importante entenderlo y poder identificar la financiarización en diferentes escalas de la vida social, económica, política y cultural de la sociedad; todos ellos han dedicado un espacio en sus artículos para caracterizar históricamente el término. Entre tanto para Villavicencio, et al (2019) el concepto financiarización está en debate, justamente porque no se ha logrado conformar una definición tajante y definitiva, incluso si se considera el seno de una misma tradición teórica, para él las distintas discusiones sobre la financiarización se dan entre marxistas, poskeynesianos y en economías emergentes.

### **Enfoques de la financiarización**

Siguiendo con el concepto de financiarización, Van der Zwan (2014) plantea el análisis de la financiarización desde tres puntos de vista el primero es la financiarización como modo de acumulación, el segundo la financiarización y la maximización de valor para el accionista y el tercero es la financiarización de lo cotidiano.

### **Financiarización como modo de acumulación**

Autores como Foster (2007) se han enfocado en un análisis de contexto global que ha identificado a la financiarización con una transformación del capitalismo. Para Foster (2007), los cambios en el capitalismo en las últimas tres décadas se han caracterizado a partir de tres términos

---

<sup>4</sup> Las empresas no financieras hacen referencia las empresas cuyo objeto social se desarrolla en la actividad del sector real, empresas comerciales y de servicios no financieros. En las Tablas 3 y 11 se presentan las actividades excluidas de este análisis por ser empresas financieras.

clave: neoliberalismo, globalización y financiarización. Aunque se ha escrito mucho de los dos primeros de estos, se ha prestado mucha menos atención al tercero. Sin embargo, la financiarización aparece cada vez más como la fuerza dominante en esta tríada. La financiarización del capitalismo, el cambio de la actividad económica de la producción (e incluso de gran parte del sector de servicios en crecimiento) a las finanzas. Es decir, la acumulación de modelo capitalista se concebía como la formación de capital real, aquel que aumenta la producción económica general, a diferencia de la apreciación de activos financieros lo que aumenta los derechos de riqueza, pero no la producción. Algo fundamental cambió en el capitalismo en las últimas décadas del siglo XX, la acumulación o formación real de capital en el ámbito de los bienes y servicios se ha transformado haciéndose subordinada a las finanzas. El temor de Keynes (1937) de que la especulación llegara a dominar la producción se ha venido materializando. Para Foster (2007) este es el tema central del capitalismo de nuestro tiempo más que cualquier otro y se plantea la siguiente pregunta ¿el capitalismo ha entrado en una nueva etapa?

Por su parte, Sawyer (2013) sostiene que la financiarización puede ser vista como el aumento de las operaciones del sector financiero, es decir, su crecimiento en términos transaccionales y por ende su poder. Para este autor este tipo de financiarización ha estado avanzando con altibajos durante muchos años, tal vez siguiendo el título de Graeber (2012) durante 5.000 años de su estudio de dinero, crédito, tipos de interés e instrumentos financieros que surgieron a partir de ese momento y la segunda perspectiva que es la financiarización como una etapa o época del capitalismo que data de alrededor de 1980.

### **Financiarización y la maximización de valor para el accionista**

La financiarización, comprendida también como la maximización del valor para los accionistas, tiene que ver con el principio de gobierno corporativo comúnmente desarrollado en

los Estados Unidos, que se traduce en la transformación de la estrategia corporativa desde una orientación hacia la retención de ganancias corporativas y la reinversión en el crecimiento corporativo a lo largo de los años setenta, hasta uno de reducción de la fuerza laboral corporativa y distribución de las ganancias corporativas a los accionistas durante las últimas dos décadas (Lazonick, W., & O'sullivan, M. 2000).

En la década de 1980, la competitividad industrial de Estados Unidos disminuyó en relación con la de Alemania y Japón. Las explicaciones más comunes atribuyeron este descenso relativo a diferencias en la organización del trabajo, la relativa paciencia de los mercados de capital y los modos de Gobierno corporativo: un modelo estadounidense de capitalismo gerencial caracterizado por una amplia dispersión de propiedad accionaria y la separación de propiedad y control, diferentes a los modos alemanes y japoneses de administración y control. En la década de 1990 la situación cambió, Estados Unidos superó el crecimiento de la productividad visto como resultado del dinamismo de la información y las comunicaciones tecnologías. Para Aglietta y Rebérioux (2005) una nueva economía también implicaba el establecimiento y la difusión, en Estados Unidos, de un nuevo modelo de gobierno corporativo centrado en la maximización del valor para los accionistas, esto se traduce en el papel dominante del mercado de valores lo cual corresponde con la dinámica del capitalismo contemporáneo.

### **Financiarización de la vida cotidiana<sup>5</sup>**

La financiarización de lo cotidiano es estudiada por Lapavistas (2014) quien advierte en la financiarización una conducta de las empresas no financieras, los bancos y los hogares buscando beneficios a través de la explotación financiera. El análisis de la financiarización realizado por

---

<sup>5</sup> Así lo establecen Randy Martin y Max Haiven.

sociólogos como Arrighi (1999) y Krippner (2005) complementa la investigación de economistas marxistas y poskeynesianos, que empíricamente examinan la centralidad de la industria financiera en la economía estadounidense. No sólo confirma la tesis de Krippner (2005) de que las sociedades no financieras buscan cada vez más obtener beneficios de actividades financieras, también sugieren que puede estar teniendo lugar un proceso inverso: las empresas no financieras han aumentado los pagos al sector financiero mediante pagos de intereses, pagos de dividendos y recompra de acciones (Crotty, 2005). Este doble movimiento crea un vínculo interesante para las sociedades no financieras, ya que terminan con un capital limitado disponible para la inversión productiva a pesar del aumento de las ganancias provenientes de las actividades financieras (la tesis del “desplazamiento”). La idea que sigue es que la financiarización ha llevado a “una desaceleración de la acumulación”, una inversión reducida en activos tangibles, aunque los datos a nivel de empresa sugieren cierta variación dependiendo del tamaño de la empresa (Orhangazi, 2008). Si bien la mayoría de los estudios se ha centrado en los EE. UU., la investigación sugiere que estos procesos también están en funcionamiento en Economías europeas (Stockhammer, 2004; Dumenil y Levy, 2005; Akkemik y Ozen, 2014).

Van der Zwan (2014) indica que este tercer enfoque implica el ascenso del ciudadano como inversionista, es decir, la invasión de las finanzas en el ámbito de la vida cotidiana. La transición de las finanzas a la vida diaria ha sido posible gracias a la democratización de las finanzas, mediante la cual los productos y servicios financieros se han puesto a disposición de grandes sectores de la población, en lugar de ser simplemente la prerrogativa de una élite rentista (Erturk et al., 2007).

Alex Preda (2005) hace referencia al cambio que ha tenido culturalmente la visión del inversor, desde considerarlo alguien reprochable, social y religiosamente mal visto hasta llegar a

un punto en el cual todos quisiéramos ser accionistas, como dice Sarmiento (2023) todos queremos jugar a ser traders. Nos consideramos pequeños accionistas, accionistas críticos, accionistas de empresas éticas o de empresas de riesgo. Estamos en contra de los grandes especuladores, o soñamos con serlo algún día; Seguimos los movimientos de precios todos los días, o sólo de vez en cuando, operamos en línea o acudimos a un corredor de confianza, miramos las noticias, miramos los gráficos de precios, discutimos el mercado con amigos y mucho más. El capitalismo contemporáneo no sería lo mismo sin el inversor (Preda, 2005).

### **Financiarización y las instituciones que soportan el sistema**

En los apartados anteriores se ha abordado el concepto de financiarización y sus enfoques de estudio observando la revisión bibliográfica que se realizó como fundamento teórico de este trabajo de grado. También se debe tener en cuenta que dentro de todo este proceso de financiarización se presentan diferentes autores que hacen crítica, apoyo, hablan de las consecuencias de la financiarización, y también de la institucionalidad alrededor del avance de la financiarización. Correa y Vidal (2012) sostienen que un aspecto fundamental del proceso de financiarización es la transformación y evolución de ciertas instituciones clave en los espacios nacionales, se refiere a aquellas que desempeñan papeles esenciales en el financiamiento de la actividad económica, como el banco central y el sector bancario comercial, y también las instituciones que determinan la cantidad y la forma del gasto público. De acuerdo con Correa y Vidal (2012) en los países latinoamericanos, estos cambios han reducido las posibilidades de las autoridades nacionales de influir en los procesos financieros.

Críticos de la financiarización sostienen que la hipótesis de la financiarización es un leitmotiv popular que sostiene que el sistema financiero conquista las alturas dominantes de la economía capitalista, pero que la realidad es que el capitalismo sigue siendo el modelo de

acumulación como se conoce desde sus inicios, basado en la producción del capital y el aumento de esa masa de producción con el objetivo de acumular pero que en esta época del modelo capitalista el sistema financiero ha ganado participación e injerencia en ese proceso. Incluso sostienen que las finanzas se independizaron del capital productivo y comenzaron a dominarlo. La financiarización basa este argumento en varias afirmaciones empíricas sobre el tamaño y el papel estratégico de las entidades financieras (Subaşat y Mavroudeas 2023). Subaşat y Mavroudeas (2023) sostienen que la hipótesis de la financiarización sobreestima la importancia de los nuevos instrumentos financieros, malinterpreta su función y, por lo tanto, no logra situar el papel de las finanzas en el sistema capitalista. Especialmente, divorcia erróneamente las finanzas del capital productivo y las superpone al mismo.

### **Financiarización en países en vías de desarrollo**

La financiarización remite al proceso mediante el cual mercados, actores, instrumentos e instituciones financieras ganan importancia en el funcionamiento de las economías y donde el excedente generado se destina hacia la acumulación financiera, que desplaza la acumulación productiva (Epstein, 2005). Sin embargo, este proceso es heterogéneo entre regiones y países, y se presenta en la periferia (países en vías de desarrollo) en la forma de “financiarización subordinada”, ya que las dinámicas de acumulación global condicionan su inserción asimétrica y dependiente. Malic y Santarcángelo (2022) examinan un conjunto de aspectos centrales del proceso de financiarización subordinada de los países de América Latina, el cual se manifiesta en la pérdida de espacios monetarios soberanos que se vinculan con el proceso de dolarización de los sistemas bancarios, el grado de endeudamiento y la internacionalización de la riqueza. Malic y Santarcángelo (2022). Caldentey y Vernengo (2021) analizan la relación entre la desindustrialización prematura en América Latina y lo que se denomina financiarización

prematura. La financiarización prematura se define como un giro hacia las finanzas, organizadas como una empresa industrial, que es un vehículo de acumulación antes de que el proceso de industrialización haya alcanzado su madurez. Esto contrasta con los países desarrollados donde la financiarización ocurre después de haber alcanzado una etapa avanzada de desarrollo económico y social, y donde el crecimiento del sector financiero, más allá de cierto umbral, puede ser perjudicial para la actividad económica.

### **Evidencia de la financiarización**

Rabinovich y Pérez (2023) presentan un análisis a partir de datos de las empresas listadas en las bolsas de valores de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. Esta investigación busca en la información financiera evidencia del avance de la financiarización. Rabinovich y Pérez (2023) analiza los activos financieros, dividendos, efectivo y sus equivalentes, deudas comerciales y otras cuentas por cobrar, inversiones en asociadas, otros activos financieros no corrientes, ingresos financieros y presenta la información comparada desde 1998 a 2017. Como resultado de este análisis se concluye que las ganancias financieras no parecieran ser el principal motivo del aumento de los activos financieros en las empresas no financieras. Los ingresos financieros han caído en comparación con los ordinarios en el periodo de tiempo analizado. Rabinovich y Pérez (2023) hacen un acercamiento al análisis de las cifras que pocos autores han hecho y se podría complementar este trabajo realizando un análisis de proporciones entre el margen de la operación o la utilidad operacional para poder comparar mejor el resultado neto de la operación productiva de la empresa y la rentabilidad de las partidas financieras. Soener (2015) hace un análisis similar al de Rabinovich y Pérez (2023) pero se enfoca en empresas de la industria del calzado, su aporte adicional se da al respeto de una regresión lineal que presenta Soener con el objetivo de encontrar la explicación de las variables que hacen que las empresas financiaricen. Soener (2015) encontró

que hay algunas características particulares de las empresas coadyuban al proceso generalizado de financiarización, por ejemplo: las empresas comercializadoras y fabricantes de grandes marcas a nivel global como por ejemplo Nike, son empresas más propensas a financiarizar ya que su enfoque se centra en la marca y en un trabajo de mercadeo más que en la fabricación de sus productos. Según Soener (2015) este tipo de empresas tienen subcontratada su producción. Así mismo se indica que los minoristas como Walmart o Target son menos propensos a financiarizar. Soener (2015) identificó que la rentabilidad, contrario a lo que se creía, no tiene una incidencia importante en la financiarización, Soener planteaba la hipótesis inicial que quizás las empresas más rentables tendían más a financiarizar, esta es una hipótesis que también trataremos de responder para el caso colombiano en este trabajo de grado. Otra variable que utilizó Soener fue la existencia de sindicado, frente a esto según la investigación se presenta un hallazgo inesperado y es que las empresas con sindicato son más susceptibles a financiarizar, posiblemente por el hecho de pretender desviar recursos de la producción hacia actividades financieras que no podrían ser reclamadas por los trabajadores a la vez que aumentan el valor para los accionistas. Al respecto de las condiciones macroeconómicas Soener (2015) sostiene que la incertidumbre en los mercados hace que las empresas sean más cautelosas en sus inversiones y baja el nivel de financiarización. Finalmente dice que no se encuentra una relación clara entre la influencia de los auditores y la financiarización.

En Colombia la literatura sobre financiarización no es tan extensa como en otros países, aunque existen algunos estudios sobre el tema, por ejemplo: "Financiarización: un nuevo orden social y político" de Giraldo (2005), forma parte del libro "Sistemas de protección social: entre la volatilidad económica y la vulnerabilidad social", el cual aborda la temática de la financiarización en América Latina y, en particular, en Colombia. El artículo analiza cómo la lógica financiera ha

dominado la economía, priorizando la rentabilidad financiera sobre la producción. Este fenómeno ha llevado a un aumento de las transacciones financieras, la desregulación de los mercados de capitales y la pérdida de soberanía de los Estados. El autor destaca el papel de los Fondos de Pensiones y los grupos económicos como actores clave en este proceso, así como las reformas institucionales que han favorecido la financiarización en América Latina. Giraldo (2005) concluye que la financiarización ha tenido consecuencias negativas para la región, como el aumento de la deuda, la volatilidad económica y el deterioro de las condiciones sociales. Giraldo (2005) hace referencia a la CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) como una fuente importante de información sobre la evolución de la economía y los indicadores sociales en la región, incluyendo datos sobre pobreza, desempleo y desigualdad que podrían darnos cuenta de las consecuencias de la financiarización, pero no necesariamente de su existencia. Narváez (2018) mostró cómo se ha ido desarrollando el fenómeno de la financiarización, y el papel que este fenómeno jugó en la crisis económica de 1970 y en la que se inició en el 2007. En su artículo, la búsqueda de ganancias ha conllevado a la cosificación de los consumidores, que están cada vez más sumergidos dentro del sistema financiero a través de los diferentes productos del mercado, lo que ha conllevado a un desbalance económico social. Así, entre algunos otros trabajos investigativos referentes a Colombia se enfocan en presentar planteamientos desde la financiarización, pero no se han realizado análisis con datos panel.

Este trabajo de grado pretende realizar un análisis de la información disponible para los años 1996 a 2022 e identificar en la información financiera evidencia del avance de la financiarización, se propone un análisis de regresión lineal con variables dependientes e independientes que se identifican en el capítulo tres de este trabajo de grado, un trabajo de esta

categoría no se ha realizado con la información financiera de las empresas en Colombia por lo que se espera que este sea una aporte importante al tema del avance de la financiarización en el país.

### **Conclusiones de la revisión de la literatura**

Este capítulo ha presentado un recorrido por la literatura sobre la financiarización, un término aún en construcción, pero del cual se ha podido identificar el alcance que sobrepasa el entorno financiero. Se han analizado los tres enfoques principales del estudio de la financiarización los cuales son: Financiarización como modo de acumulación, Financiarización y la maximización del valor para el accionista y Financiarización de la vida cotidiana. Siendo el primero de estos enfoques la base para la elaboración de este trabajo de grado.

Se ha presentado la visión crítica de algunos autores que, si bien reconocen la creciente influencia de las finanzas, no la consideran una ruptura con el modelo capitalista tradicional, sino una evolución dentro del mismo. Se destaca la heterogeneidad del proceso de financiarización a nivel global, particularmente en países en vías de desarrollo donde se manifiesta como una "financiarización subordinada," condicionada por las dinámicas de acumulación global.

Finalmente, se ha revisado la evidencia empírica del avance de la financiarización a partir del análisis de información financiera de empresas en distintos contextos, incluyendo estudios en Latinoamérica y recalando la falta de trabajos empíricos para el caso colombiano. En este capítulo se sentaron las bases teóricas para el análisis empírico del capítulo tres.

## **CAPÍTULO DOS: CARACTERIZACIÓN HISTÓRICA DE LA FINANCIARIZACIÓN Y LA INFORMACIÓN FINANCIERA**

### **Introducción**

Con el objetivo de caracterizar históricamente la financiarización con la información contable de las empresas objeto de estudio, en este capítulo se presenta una mirada histórica del contexto en el cual se ha desarrollado la actividad económica de las empresas, y al mismo tiempo se describen las principales características de las normas contables financieras que durante los años 1996 a 2022 se han observado para la emisión de los informes financieros. Lo anterior nos permitirá tener una sintonía entre la emisión de normativas y el avance del proceso de financiarización.

Aunque este trabajo de investigación se basa en información disponible desde el año 1996, es importante establecer una mirada de largo plazo para poder comprender el desarrollo que ha tenido el país a través de los ciclos económicos y de los eventos que han generado cambios en lo económico, lo político, y lo social. Haciendo énfasis en la institucionalidad del país, la cual finalmente respalda y da legalidad a lo que Misas (2019) nos indica como el modo de regulación y el régimen de acumulación, se espera comprender mediante el recorrido histórico cómo se ha llegado a la estructura actual de la economía, basada en el poder financiero que derivado de la liquidez bursátil (Orléan, 2006).

La caracterización histórica de los hechos relevantes ocurridos en el país, en general, y de la normatividad contable, en particular, son claves para comprender que el proceso de financiarización no ha ocurrido sin unas condiciones previas, más bien, ha sido resultado del avance mismo del régimen de acumulación y su modo de regulación. Como se mostrará más adelante, desde una perspectiva histórica, el desarrollo del modelo económico vigente en Colombia

y la emisión de normas en materia de contabilidad financiera se relaciona con el avance de la financierización a escala global.

Por último, en lo que sigue se podrán comprender las características históricas que ha tenido la financierización y la información contable, lo cual permitirá guiar al lector a través del capítulo tres. Este presenta el análisis de la información contable y ofrece un acercamiento a cómo ha avanzado el proceso de financierización en las empresas objeto de estudio en Colombia

### **Los inicios del Siglo XX en Colombia**

A inicios del siglo XX Colombia era dominada por aquellos que tenían el poder económico. En este tiempo, los productores de café que se beneficiaban de la consolidación de la producción cafetera y exigían a la clase política reformas para mantener la estabilidad en el país que se viera reflejada en seguridad cambiaria, monetaria y estabilidad política. Lamentablemente todas estas intenciones de buscar la estabilidad se vieron disueltas por la guerra de los mil días que afectó negativamente la actividad cafetera de la Nación. Finalmente, la guerra civil hizo que el desarrollo existente en infraestructura se destruyera, que se desvalorizara la tasa de cambio y que la hiperinflación afectara el país (Misas, 2019).

Al término de la guerra de los mil días, todos los esfuerzos estatales se encaminaron a la construcción de instituciones requeridas para la expansión de la caficultura. Se buscó la conexión de las zonas productoras por ferrocarril, con el río Magdalena y el puerto de Buenaventura. Se construyeron caminos de herradura y carreteras que facilitaban la conexión de las fincas cafeteras con los centros de acopio y con las líneas férreas. En 1923 se creó el Banco de la República y el peso como unidad monetaria ligada al oro, se dictaron normas para el funcionamiento del sistema bancario y la supervisión bancaria, lo que permitió a los productores de café acceder al crédito, estabilidad cambiaria y monetaria (Misas, 2009). Para autores como Junguito (1978) y Junguito y

Pizano (1991,1997) se evidencia una relación entre la expansión cafetera y los cambios institucionales de esta época.

Los años 20 fueron para Colombia una temporada de grandes transformaciones. Se crearon instituciones como la Oficina del Trabajo, la Superintendencia Bancaria, el Banco Central, la Contraloría General de la República, la Oficina de Estadística y la Bolsa de Valores de Bogotá. A la vez que se legislaba sobre hidrocarburos, seguros, sociedades anónimas. Todas estas entidades y empresas para facilitar la expansión del capitalismo que se daría en los siguientes años en el país (Misas, 2019).

En los años 30 se sintió en el país el efecto de la crisis mundial, conocida como la gran depresión. En Colombia se mantenía la misma política económica que venía del gobierno conservador, aunque con un presidente liberal en el poder. Finalmente, el modelo de liberalismo económico tuvo que ser replanteado para hacer frente a los retos de la época. Entre los cambios representativos están: la moratoria de la deuda externa pública, la moratoria interna, privada y pública, la restricción a las importaciones, la creación de un depósito previo para importaciones, además, aumentaron las tarifas arancelarias y se devaluó la moneda. Estos cambios dieron lugar a una mayor intervención del Estado en la economía (Misas, 2019). Para este periodo también se liquida el Banco Agrícola Hipotecario y se crea la Caja Agraria, se intervienen las secciones hipotecarias de la banca privada y se crea el Banco Central Hipotecario, todas las políticas económicas aplicadas tienen éxito y el país vuelve a crecer en materia económica en 1932. A inicio de los años 30 y posterior a estas reformas, el presidente Alfonso López Pumarejo llega a la presidencia y plantea reformas a la institucionalidad de la República para que la expansión capitalista tenga lugar sin generar grandes tensiones sociales; aunque la mayor reforma propuesta, siendo la nueva Constitución de 1932, no se haya podido concretar. Los cambios que se pueden

hacer son el establecimiento de una nueva ley de tierras, la Federación de Cafeteros interviene el precio de compra de grano de café a los productores, la reforma de la educación, la refunda la Universidad Nacional de Colombia y se crean nuevas instituciones como la Escuela Normal Superior, la División de Extensión Cultural y la Revista de Indias. En 1939 inicia la segunda guerra mundial y esto ocasiona que las diferencias ideológicas entre los dos partidos políticos de la época sean más marcadas lo que lleva a Colombia al inicio del periodo de la violencia. En términos económicos el país se enfrenta a desabastecimiento de combustibles, de repuestos y maquinaria, de insumos industriales, de materiales de construcción y de bienes de consumo esenciales (Misas, 2019).

Al finalizar la segunda guerra mundial, la situación de escasez empieza a solucionarse y la economía retoma la senda de crecimiento que se ve contrastada con la difícil situación política que atraviesa el país por cuenta de la violencia que se exagera con el asesinato del candidato liberal a la presidencia Jorge Eliécer Gaitán Ayala en 1948. Para 1950 Laureano Gomez asume la presidencia de la república y con él todo un proyecto económico que institucionalmente se ve soportado en la transformación del Banco de la República en banco de fomento y emisión, la creación del Banco Popular y del Banco Cafetero, entre otros, con los que se busca atender a sectores específicos y con esto alcanzar el desarrollo industrial y la capitalización del campo. Se elevaron los aranceles y se denunció el tratado comercial con Estados Unidos, esto finalmente hizo que la economía nacional creciera a niveles superiores a la tendencia de largo plazo. Laureano Gomez, como su antecesor, quiso presentar una reforma constitucional, lo que para 1953 generó el golpe de estado que llevó a la presidencia del país al General Gustavo Rojas Pinilla.

En 1957 termina el mandato del General Rojas Pinilla, quien, aunque tuvo gran aceptación política y social y se amplió su mandato para gobernar hasta 1962, fue atacado por los mismos

partidos políticos tradicionales que en un inicio, pero que luego lo vieron como un contendiente al querer conformar la Tercera Fuerza como movimiento político. Liberales y conservadores negociaron unos acuerdos y conformaron el Frente Nacional para hacerse nuevamente al poder y gobernar en periodos intermedios. Así, desde 1958, empezó esta estrategia de gobierno compartido entre los dos partidos tradicionales, y se mantuvo por cuatro periodos presidenciales (Misas, 2019).

Durante el gobierno compartido del Frente Nacional, el país sufría profundas mutaciones, como señalan R. Nelson y Schultz (2008), quienes destacan tres elementos:

1. Cambios en la estructura productiva. Mientras en 1944 la agricultura representaba el 47.5% de la producción bruta y la industria el 13.4%, para 1958 la agricultura pasó al 34.5% y la industria al 17.3%.
2. Se dio una transición demográfica caracterizada por altas tasas de crecimiento de la población.
3. Hubo grandes migraciones del sector rural al urbano. La población urbana crece al 5% mientras que la rural al 1%; además, seis ciudades principales concentraron el 19.5% de la población del país un 41% más que en 1950.

Con todo esto, las nuevas demandas sociales que surgen son por techo, servicios públicos, salud y educación, pero la institucionalidad vigente del Estado no está en capacidad para satisfacerlas.

Durante la década de los 60 se incrementó la influencia de las agencias multilaterales en los procesos de planeación y formulación de la política económica del país. El Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la Agencia Internacional para el Desarrollo eran los proveedores de recursos que el país necesitaba en medio de la escasez de divisas por el bajo precio del café a

nivel internacional. Así mismo, el gobierno nacional creaba instituciones descentralizadas para formulación y ejecución de políticas, algunas de estas fueron el Departamento Nacional de Planeación (DNP), el Instituto de Fomento Industrial, Interconexión Eléctrica (ISA) y el Fondo de Promoción de Exportaciones (PROEXPO), Incomex entre otras. En total entre 1957 y 1974 se crearon 54 establecimientos públicos más los 36 ya existentes (Misas, 2019).

La creación de estos institutos permitió que las Agencias multilaterales focalizaran recursos en lo que dictaban los planes de inversión de los grandes capitales a nivel mundial, es decir, con entes territoriales descentralizados del Estado en diferentes sectores, estas agencias determinan dónde invertir el dinero. Otros sectores en los cuales no estaban interesados en financiar quedaban rezagados frente a los receptores de inversión. En Colombia se financió la infraestructura y se dejaba casi sin recursos sectores como la agricultura, justicia, sanidad ambiental, salud pública, o mejoras en la administración del estado con grandes carencias y sin financiación de los organismos multilaterales (Misas, 2019).

El proceso acelerado de urbanización y de crecimiento manufacturero demandó una oferta creciente de alimentos y de materias primas de origen agropecuario. Se aceleró así el proceso de disolución y conservación de las formas arcaicas de producción agrícola iniciales de principios del siglo XX. El grado elevado de urbanización unido a una política de fomento del sector agropecuario como el crédito de largo plazo, subsidios a la tasa de interés para préstamos destinados a acumulación de capital, la adecuación de tierras, canales de riego, compra de maquinaria, construcción de Silos y bodegas, los altos niveles de protección a la producción nacional, la oferta de paquetes tecnológicos adecuados en las condiciones locales, la consolidación de la División de Investigación Agrícola y la creación del Instituto Colombiano Agropecuario ICA

hicieron de este tiempo un alto desarrollo de la agricultura comercial y la expansión de la frontera agrícola (Misas, 2019).

Dentro de los programas más exitosos de las administraciones del Frente Nacional se encuentra la implementación de la tasa de cambio flotante, la política de acuerdos subregionales de Comercio, el subsidio a las exportaciones, el crédito de proexpo y las facilidades para importar maquinaria e insumos. Sin embargo, el logro más importante consistió en la consolidación de instancias de planeación sectorial especializadas tecnocráticamente orientadas y despolitizadas. Fueron varios los actores que contribuyeron al crecimiento industrial, por ejemplo, Ecopetrol y las empresas transnacionales. Se desarrolló la industria automotriz, la petroquímica y la química básica (Misas, 2019).

Los años 80 están marcados a nivel latinoamericano por la crisis de la deuda a inicios de esa década y por el despliegue de los programas de ajuste estructural y las reformas surgidas del Consenso de Washington. En nuestro medio, la situación es un poco diferente y los márgenes de maniobra de los gobiernos son más amplios para diseñar sus políticas. En primer lugar, y a diferencia de los países de América Latina, en Colombia no tuvo lugar una crisis de la deuda pública externa. Más bien, lo que se presentó a inicios de los 80 fue una crisis de liquidez de los grandes grupos económicos nacionales para honrar sus deudas con la banca local, crisis que amenazaba la estabilidad del sistema financiero si no había una rápida intervención de las autoridades monetarias. A la crisis del sector financiero le siguió, al poco tiempo, la explosión del déficit en la cuenta corriente y una grave crisis fiscal, el déficit en cuenta corriente y fiscal con respecto al PIB giraba en 1983 en torno al 5% situación a todas luces insostenible (Misas, 2019).

Al finalizar la década de los 80 la administración Barco reduce y, en muchos casos, elimina las restricciones al comercio exterior establecidas bajo el Gobierno de Betancur. La mejora en la

cuenta corriente y los compromisos adquiridos con el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional requerían una adecuación de la normatividad a las nuevas circunstancias. Finalizando el mandato del presidente Barco, se produjo un cambio radical en la política económica: la eliminación de las restricciones paraarancelarias al comercio exterior, fundamento de los altos niveles de protección que tenía la producción nacional, tanto industrial como agropecuaria, en el marco de la sustitución de importaciones. Esta política que había regido a lo largo de casi medio siglo y había marcado el proceso de acumulación de capital (Misas, 2019).

### **Contexto histórico colombiano desde 1996 a 2022.**

Para poder entender el contexto colombiano desde el año 1996, es necesario comenzar el análisis de las transformaciones económicas que se dieron desde el año 1990 durante el Gobierno del presidente Cesar Gaviria Trujillo (1990 - 1994), cabe resaltar que este fue un periodo de cambios profundos para el país. Incluso antes de 1989 se hizo público un informe del Banco Mundial que recomendaba la adopción de reformas de economía de mercado en Colombia y en 1990 el gobierno lanzó el programa para la modernización de la economía colombiana, más conocido como política de apertura (Ahumada, 1998). Aun así, algunos autores señalan que el modelo de apertura económica y el proyecto neoliberal se aplicaban desde los setenta con algunos lineamientos del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, aunque se presenta como un proyecto de desarrollo nacional del gobierno de turno (Álvarez, 2006). Incluso Álvarez (2006) indica finalmente que el punto de inflexión para la implementación del orden neoliberal, como él lo llama, es la administración del presidente Gaviria.

Por tanto, a partir del año 1990 en Colombia se han producido transformaciones profundas que nos han conducido al momento actual. Se aprobaron leyes incluyendo la promulgación de la nueva constitución nacional de 1991 que afectó al mercado laboral, al mercado de bienes y

servicios y al mercado de capitales (Álvarez, 2006). De manera general, estas normas están enmarcadas dentro de los siguientes parámetros según estableciera Kalmanovitz (2001):

1. Un banco central independiente significaba que el Estado renunciaba a extraer en forma despótica el impuesto inflacionario; implícitamente se reconocía la restricción presupuestal que anteriormente se financiaba con emisión monetaria excesiva, a discreción del ejecutivo;
2. Una mayor cobertura de los servicios de salud, educación y un financiamiento adecuado de las pensiones;
3. El abandono del monopolio estatal sobre la prestación de servicios en comunicaciones, televisión, energía, gas, y otros. La posibilidad de privatizar los servicios públicos domiciliarios y la prohibición de que las autoridades que los administraban cobraran impuestos especiales con que subsidiar a los usuarios de menores ingresos (Palacios, 1996, p341);
4. Declaraciones genéricas sobre el gasto social como elemento fundamental del estado de derecho y el acceso a la vivienda digna y el libre acceso a otros bienes meritorios.
5. Se hizo una definición muy detallada de la inversión pública que nunca podía disminuirse y de la distribución de los ingresos corrientes del gobierno nacional a las regiones y municipios que implicaban una descentralización de los ingresos y del gasto público desde arriba. Ambas definiciones han probado ser paternalistas, rígidas, contraproducentes y fruto de un afán de congelar la política en el tiempo.

Ahumada (1998) indica que el presidente, autorizado por la nueva constitución de 1991, llevó a cabo una importante reforma administrativa que eliminó algunos institutos estatales. Esta

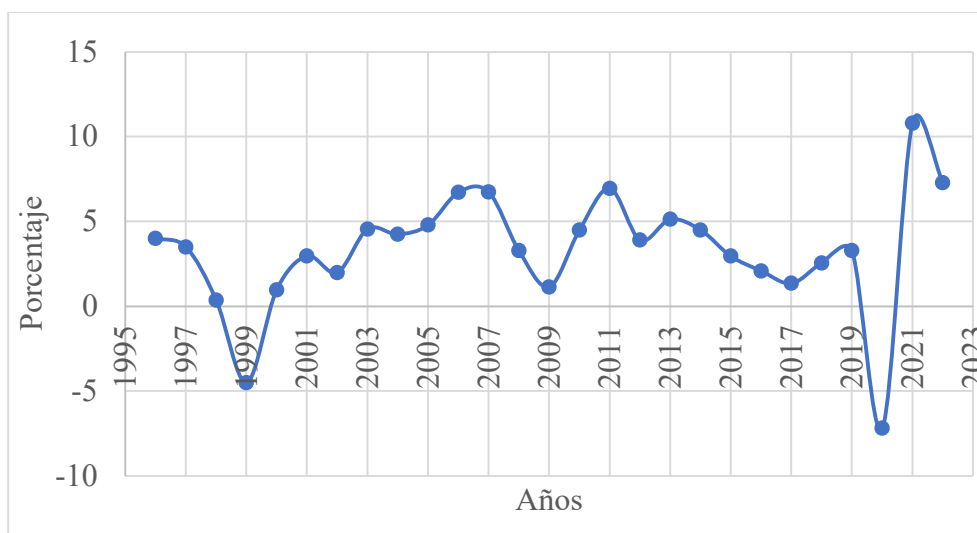
reforma estuvo orientada de manera expresa a debilitar el papel del Estado en la economía y a despejar el camino para la privatización de las empresas públicas.

Entender los procesos que ha vivido el país en materia económica, a partir del punto de inflexión del periodo presidencial de Cesar Gaviria, nos permite comprender cómo el modelo de apertura económica y el proyecto neoliberal implementado en el país son una fuente de desregulación de la actividad económica por parte del Estado y un pilar para la avanzada del proceso de financiarización en Colombia. Estos cambios fortalecen al mercado de capitales al provocar procesos de fusión y adquisición de compañías que, en otro tiempo, fueron empresas industriales y comerciales del estado (privatización) y que ahora especulan y son rentables en favor de los inversionistas, como designa Zhang y Andrew (2015). Esto nos indica que, a partir de las políticas públicas, se han establecido las condiciones de posibilidad para la financiarización de la economía del país. Al reconocer los efectos de estos eventos político-económicos, se espera que sea posible establecer conclusiones acerca de la centralidad de las actividades financieras en las empresas del país.

De acuerdo con la anterior caracterización histórica del país y del entorno empresarial, se puede advertir una relación entre las transformaciones sufridas en el tejido institucional de Colombia y los cambios en la estructura financiera de las empresas. Con el objetivo de estudiar posibles correlaciones entre las variables macroeconómicas y el proceso de financiarización, se presentan gráficas con información relevante del país para los años objeto de este estudio que son desde 1996 a 2022. A continuación, algunas de las variables macroeconómicas que vale la pena resaltar son las siguientes:

**Figura 1.**

*Colombia: Porcentaje de Crecimiento del PIB, entre los años 1996 a 2022.*

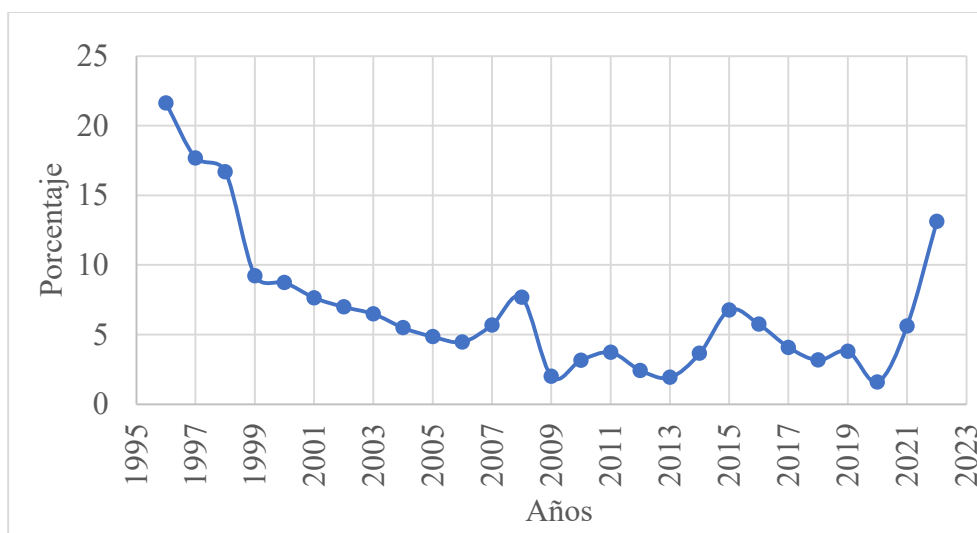


*Nota.* La figura muestra el PIB por año desde 1996 a 2022. Elaboración propia. Fuente: Banco de la República.

La figura 1 presenta la tasa de crecimiento del PIB de los años 1996 al 2022, es importante observar el comportamiento de la variación del PIB para identificar posibles correlaciones o impactos del avance del proceso de financiarización en el crecimiento económico, además de relacionar algún evento histórico con la variación tanto del PIB como de alguna otra variable usada en el análisis de la información del panel de datos. Por ejemplo, se observa la caída en el crecimiento económico del año 1999 causada por la crisis hipotecaria que vivió el país. Después en 2007 a 2009 la crisis mundial de las hipotecas subprime, en 2015 – 2017 la crisis petrolera. Y el dato más atípico que se genera en 2020 y 2021 por efecto de la pandemia del COVID 19, el cierre de la mayor parte de la actividad económica y posterior reapertura.

**Figura 2.**

*Colombia, porcentaje de Inflación total anual, desde 1996 a 2022.*

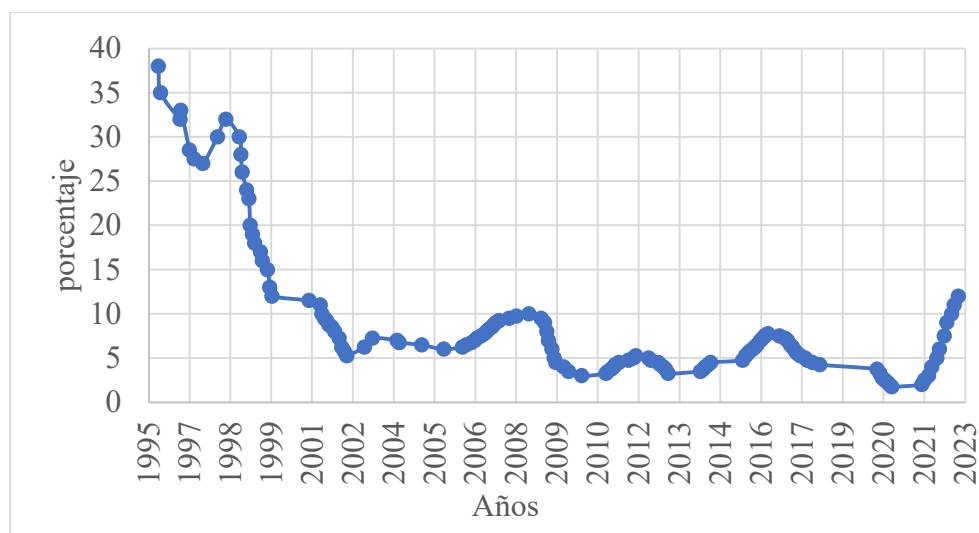


*Nota.* La figura muestra el porcentaje de inflación total anual desde 1996 a 2022. Elaboración propia. Fuente: Banco de la República.

La tasa de inflación permite identificar una clara tendencia a la baja y estabilización para los años 2000 a 2020 con altibajos correspondientes a eventos históricos nombrados en el análisis de la tasa de crecimiento del PIB. Finalmente, el cambio de tendencia marcado en el año 2021 y 2022 como efecto de la pandemia del COVID 19.

**Figura 3.**

Colombia, Tasa de interés de intervención del Banco de la República, entre los años 1996 a 2022.

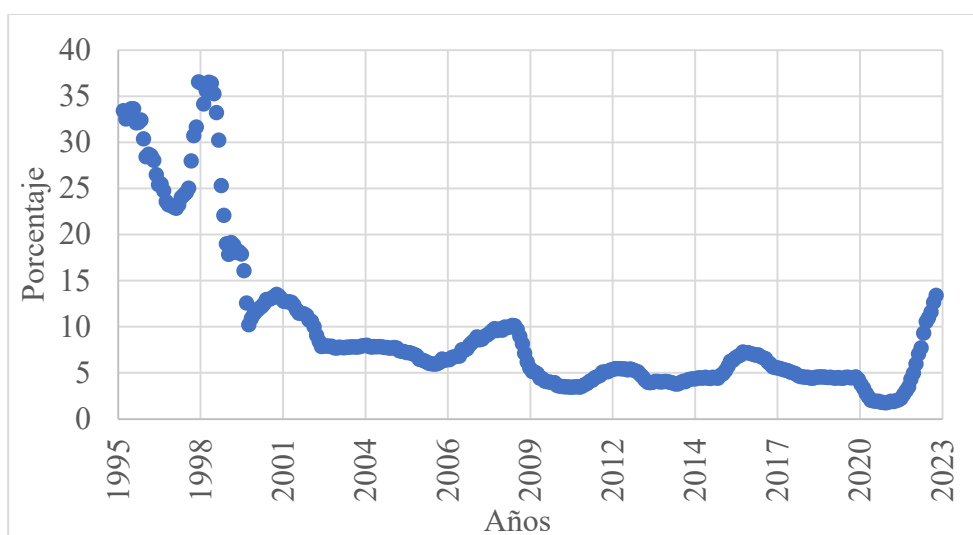


*Nota.* La figura muestra la tasa de interés de intervención del Banco de la República desde 1996 a 2022. Elaboración propia. Fuente: Banco de la República.

La tasa de interés de intervención del Banco de la República guarda correlación con la tasa de inflación observada en la figura 2, se puede identificar cómo se ha mantenido desde el año 2000 al 2020 en una tendencia horizontal, aunque con algunos picos que representan los eventos económicos identificados en el apartado explicativo de la figura 1.

**Figura 4.**

*Colombia, Tasa de Depósitos a Término Fijo (DTF) a 90 días, mensual, desde 1996 a 2022*



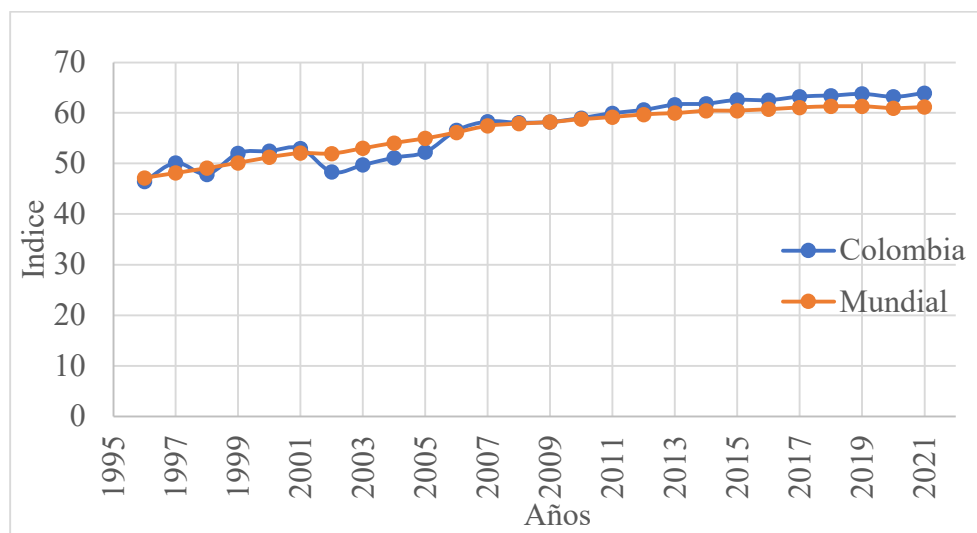
*Nota.* La figura muestra la tasa de depósitos a término fijo a 90 días desde 1996 a 2022. Elaboración propia. Fuente: Banco de la República.

La tasa DTF mensual es la tasa promedio ponderado por monto de las captaciones por CDT a 90 días para los Bancos, Corporaciones y Compañías de Financiamiento Comercial de los días hábiles correspondientes al mes de cálculo. Las tasas de captación son las tasas de interés que las instituciones financieras reconocen a los depositantes por la captación de sus recursos. Estas tasas de interés se conocen también como tasas de interés pasivas, porque son depósitos que constituyen una deuda de la entidad financiera con terceros. El Banco de la República calcula y publica tasas de interés de captación de certificados de depósito a término (CDTs) a diferentes plazos, como el promedio ponderado de las diferentes tasas, por los montos transados en cada periodo (Banco de la República, 2023). La DTF podría tener una alta correlación con el aumento de los activos financieros de las empresas no financieras y de las personas ya que, esta corresponde con el interés que generaría una inversión en certificados de depósito a término, se podría plantear un escenario

en el cual la tasa de rendimiento de una inversión o TIR no supera la tasa DTF las empresas y personas decidirán dirigir su dinero a inversiones financieras más que productivas.

### Figura 5.

*Colombia, índice de globalización KOF desde el año 1996 a 2021.*



*Nota.* La figura muestra el índice de globalización KOF desde 1996 a 2021. Elaboración propia.

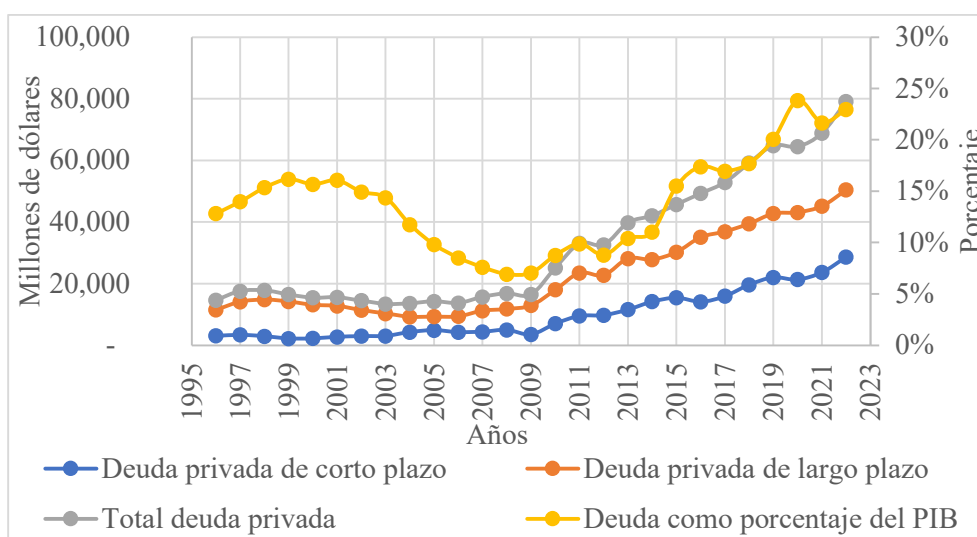
Fuente: KOF.

El índice de globalización de la KOF se calcula anualmente desde 1970 hasta 2021, utilizando interpolación lineal para valores faltantes dentro de una serie y la observación más cercana para valores faltantes al principio o al final. Cada variable se transforma a un índice de 1 a 100, donde 100 se asigna al valor máximo de la variable en toda la muestra de países y el período de tiempo. Este proceso se llama normalización de panel. La globalización económica se compone de la globalización comercial y financiera (50% cada una). La globalización social se compone de contacto personal, flujos de información y proximidad cultural (un tercio para cada uno). La globalización económica, social y política se agregan al Índice de Globalización con ponderaciones iguales (KOF.COM).

El índice de globalización podría permitirnos concluir acerca del avance de la financiarización ya que posiblemente el nivel de globalización de un país tenga incidencia en la tenencia de activos financieros, ya que el proceso de globalización posibilita el intercambio de activos financieros en los mercados de capitales globales.

### Figura 6.

*Colombia, Deuda privada desde el año 1996 a 2022.*



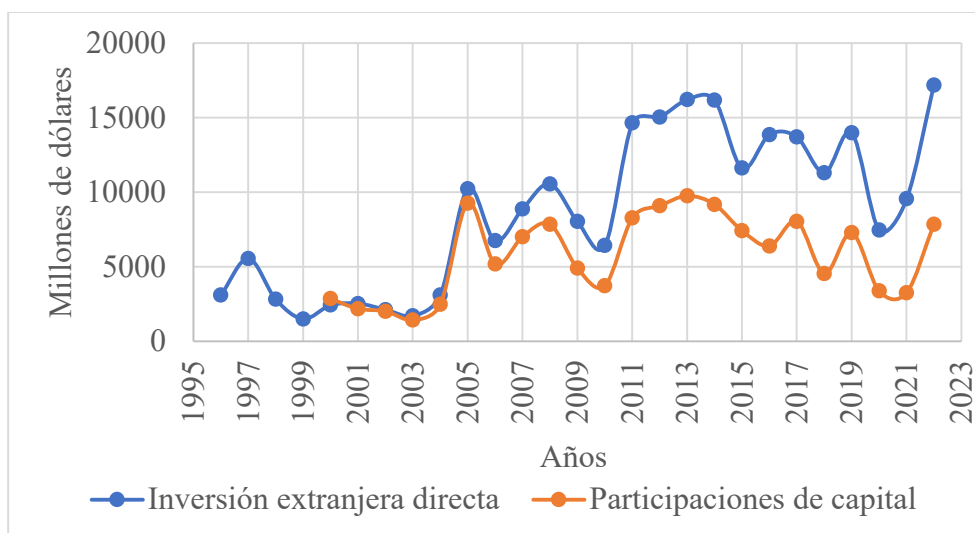
*Nota.* La figura muestra el valor de la deuda privada desde 1996 a 2022. Elaboración propia.

Fuente: Banco de la República.

La deuda privada nos permite identificar las posiciones de endeudamiento de las empresas nacionales lo que podría indicarnos el avance del proceso de la financiarización ya que, es posible que los préstamos no sean utilizados para apalancar el crecimiento de la actividad productiva de las empresas del país si no que pueda ser destinada para la compra de activos financieros cuya TIR sea superior a la tasa de la deuda.

**Figura 7.**

*Colombia, inversión extranjera directa y participaciones de capital desde 1996 a 2022.*



*Nota.* La figura muestra el valor de la inversión extranjera directa desde 1996 a 2022 y las participaciones de capital desde 2000 a 2022. Elaboración propia. Fuente: Banco de la República.

La inversión extranjera directa podría indicarnos la destinación de inversión para la tenencia de activos financieros por parte de extranjeros en Colombia por lo que su aumento puede ser un indicador de financiarización, a su vez se integra a la figura 7 desde el año 2000 la participación de capital que corresponde con la porción de la inversión extranjera directa que se destina a la compra de instrumentos de renta variable<sup>6</sup> emitidos por residentes colombianos, lo cual también nos da indicios de la financiarización.

### **Caracterización histórica del contexto empresarial**

Como se mencionó al inicio de este capítulo, el objetivo es realizar una caracterización histórica de las empresas en la Colombia del siglo XX. Aunque se podría haber limitado el estudio solo al periodo de 1996 a 2022, se ha optado por un enfoque de largo plazo que abarca tanto el

<sup>6</sup> Acciones, unidades de fondos colectivos, entre otros.

modo de regulación como el régimen de acumulación, debido a que los cambios en los modos de regulación económica pueden comprenderse mejor mediante el análisis de las transformaciones de las formas institucionales en un periodo determinado (Misas, 2019). Esto es lo que se conoce como la teoría del regulacionismo que ha forjado un conjunto de herramientas conceptuales para aprehender la conjunción de mecanismos que conllevan la reproducción del conjunto, tomando en cuenta las estructuras económicas y las formas sociales (Boyer, 1986). La noción más concreta es la de forma institucional o estructural. En otros términos, la codificación de dos o más relaciones sociales fundamentales (Boyer, 1986). Esto tiene como propósito esclarecer el origen de las regularidades que canalizan la reproducción económica y social de una formación social en un periodo histórico dado. Las formas institucionales socializan los comportamientos heterogéneos de los agentes económicos y permiten el pasaje de lo microeconómico a lo macroeconómico. La teoría de la regulación establece una cierta jerarquía cambiante en el tiempo entre estas formas institucionales, según el modo de regulación en vigor en un país y en una época determinada. Para Misas (2019), las relaciones sociales que permiten dar cuenta de las regularidades económicas y sociales pueden agruparse en cinco dominios o formas institucionales: 1. Moneda, 2. Relación Salarial, 3. Formas de competencia, 4. Formas de adhesión a un régimen internacional y, 5. Formas de Estado. Las formas institucionales de la interacción entre lo político y lo económico son el resultado de luchas y conflictos que desembocan en compromisos institucionalizados, concebidos como un intermedio entre fuerzas (Boyer y Saillard, 1995). Finalmente, para entender el modo de acumulación del país es adecuado observar lo establecido por Orlean (2006): las economías contemporáneas tienen como característica central el haber llevado el poder financiero a un nivel nunca alcanzado y haberlo colocado en el centro mismo de su régimen de acumulación. Dicho de

otra manera, el régimen de acumulación de la economía contemporánea se traduce en el poder de acumulación financiera que se evidencia en la hegemonía de la liquidez bursátil (Orlean, 2006).

### **Caracterización histórica desde la información contable.**

Como todos los acontecimientos históricos del país desde 1890, y en particular desde 1990 con la apertura económica, las normas contables también han sufrido modificaciones durante este tiempo. En este sentido, la información de la Superintendencia de sociedades para el trabajo empírico de esta tesis se encuentra disponible desde 1996, esto exige realizar un recorrido histórico desde el año 1993, que corresponde a la fecha de emisión del Decreto 2649, pasando por el año 2009 y la emisión de la Ley 1314, hasta el año 2015 cuando se inicia la aplicación del nuevo marco normativo contable y las empresas debieron elaborar sus estados financieros bajo normas internacionales de información Financiera.

El Decreto Reglamentario (en adelante DR) 2649 de 1993, “por el cual se reglamenta la contabilidad en general y se expiden los principios o normas de contabilidad generalmente aceptados”, fue expedido por el Gobierno Nacional en ejercicio de su potestad reglamentaria en un intento por regular el modelo contable. En este Decreto se consignaban los principios de contabilidad generalmente aceptados que guiaban la práctica de la contabilidad y la producción de información contable- financiera.

En la gaceta del Congreso número 517 del 11 de octubre de 2007 se presentaba la exposición de motivos para la aprobación de la Ley que contendría las Normas Internacionales de Información Financiera y que buscaría modificar el DR 2649 de 1993. En este documento se indica que en Colombia las normas contables se calificaron obsoletas e indescifrables para los inversionistas extranjeros, porque se basaban en los principios de contabilidad aceptados que habían entrado en desuso. En tal sentido, se afirmó que el país ha sido temeroso en la adopción de

los estándares y que no se ha preparado para asumir el reto de la competitividad que exige la globalización<sup>7</sup>. Finalmente, en el mismo documento se expresaba la preocupación porque el sistema contable colombiano representaba un híbrido entre los principios de contabilidad aceptados y la adopción parcial de estándares internacionales, así se cuestionaba que la información financiera de las empresas al final resultase incomprensible y confusa. Asimismo, se observaba que los estados financieros solo se elaboraban bajo criterios tributarios, de vigilancia y control, ya que se limitaban a ser presentados ante las diferentes superintendencias y la dirección de impuestos y aduanas nacionales, y no constituían herramientas eficaces ni adecuadas para la toma de decisiones financieras. Según los argumentos expuestos en el referido documento de exposición de motivos, con la adopción de Normas Internacionales de Información Financiera se esperaba superar estas dificultades.

A continuación, se comparan los principios de contabilidad generalmente aceptados expuestos en el DR 2649 de 1993 y el marco conceptual de las Normas Internacionales de Información Financiera; de manera más precisa, se revisan la conceptualización de los elementos de los estados financieros.

---

<sup>7</sup> Para Gómez (2016) la nueva arquitectura financiera internacional busca estandarizar los reportes contables y direccionar la información que presenta la contabilidad hacia los inversores. Esto se da porque hay un poder hegemónico de los mercados financieros que promueve la financiarización económica con efectos complejos en la producción el bienestar social y, sobre todo, en la distribución del valor lo cual nos da a entender que se prioriza el reporte financiero para la toma de decisiones de inversores sobre la necesidad de las organizaciones de tomar decisiones que afectan la productividad.

## Cuadro 1

*Comparación del DR 2420 de 2015 y el DR 2649 de 1993.*

<b>Marco conceptual Normas Internacionales de Información Financiera. DUR 2420 de 2015.</b>	<b>Decreto 2649 de 1993 Norma local de contabilidad desde el año 1993 al 2015</b>
<b>Objetivo de la información financiera</b>	
<p>Proporcionar información financiera útil a inversores, prestamistas y otros acreedores existentes y potenciales para decidir sobre el suministro de recursos a la entidad, como la compra, venta o mantenimiento de patrimonio e instrumentos de deuda; el suministro o cancelación de préstamos y otras formas de crédito; o el ejercicio del derecho a voto u otras formas de influir en las acciones de la gerencia que afectan el uso de recursos económicos de la entidad.</p>	<p>La información contable debe servir para: conocer y demostrar los recursos controlados por un ente económico, las obligaciones que tenga de transferir recursos a otros entes, los cambios que hubieren experimentado y el resultado obtenido en el período, predecir flujos de efectivo, apoyar a los administradores en la planeación, organización y dirección de los negocios, tomar decisiones en inversiones y crédito, evaluar la gestión de los administradores del ente económico, ejercer control sobre las operaciones del ente económico, fundamentar la determinación de cargas tributarias, precios y tarifas, ayudar a la evaluación de la actividad económica de un ente económico.</p>
<b>Características fundamentales</b>	
<p>Las características cualitativas fundamentales son la relevancia y la representación fiel.  Relevancia: La información financiera relevante es capaz de influir en las decisiones tomadas por los usuarios.  Representación fiel: Los informes financieros representan fenómenos económicos utilizando palabras y números. Para ser útil, la información financiera debe no sólo representar los fenómenos relevantes, sino que también representar de forma fiel la esencia de los fenómenos que pretende representar.</p>	<p>Para poder satisfacer adecuadamente sus objetivos, la información contable debe ser comprensible y útil. En ciertos casos se requiere, además, que la información sea comparable.</p>
<b>Materialidad</b>	
<p>La información es material o tiene importancia relativa si su omisión o expresión inadecuada puede influir sobre decisiones que los principales usuarios de los informes financieros con propósito general adoptan a partir de esos informes, que proporcionan</p>	<p>El reconocimiento y presentación de los hechos económicos debe hacerse según su importancia relativa. Un hecho económico es material cuando, debido a su naturaleza o cuantía, su conocimiento o desconocimiento, teniendo en cuenta las circunstancias que lo rodean, puede</p>

información financiera sobre una entidad que informa específica.	alterar significativamente las decisiones económicas de los usuarios de la información.
<b>Esencia sobre forma</b>	
Los informes financieros representan fenómenos económicos utilizando palabras y números. Para ser útil, la información financiera debe no sólo representar los fenómenos relevantes, sino que también representar de forma fiel la esencia de los fenómenos que pretende representar. En muchas circunstancias, la esencia de un fenómeno económico y su forma legal son las mismas. Si no lo son, el suministro de información solo sobre la forma legal no representaría de forma fiel el fenómeno económico.	Los recursos y hechos económicos deben reconocerse y revelarse según su esencia o realidad económica y no solo en su forma legal. Cuando en virtud de una norma superior, los hechos económicos no puedan ser reconocidos de acuerdo con su esencia, en notas a los estados financieros se debe indicar el efecto ocasionado por el cumplimiento de aquella disposición sobre la situación financiera y los resultados del ejercicio.
<b>Características de mejora</b>	
La comparabilidad, verificabilidad, oportunidad y comprensibilidad son características cualitativas que mejoran la utilidad de la información que es relevante y facilitan una representación fiel de lo que pretende representar.	Para poder satisfacer adecuadamente sus objetivos, la información contable debe ser comprensible y útil. En ciertos casos se requiere, además, que la información sea comparable.
<b>Comparabilidad</b>	
Las decisiones de los usuarios conllevan elegir entre alternativas, por ejemplo, vender o mantener una inversión, o invertir en una entidad que informa o en otra. Por consiguiente, la información sobre una entidad que informa es más útil si puede ser comparada con información similar sobre otras entidades, así como con información similar sobre la misma entidad para otro periodo u otra fecha.	La información es comparable cuando ha sido preparada sobre bases uniformes.
<b>Verificabilidad</b>	
La verificabilidad ayuda a asegurar a los usuarios que la información representa fielmente los fenómenos económicos que pretende representar. Verificabilidad significa que observadores independientes y diferentes, debidamente informados, podrían alcanzar un acuerdo, aunque no necesariamente completo, de que una descripción particular es una representación fiel.	La información es confiable cuando es neutral, verificable y en la que represente fielmente los hechos económicos.
<b>Oportunidad</b>	

Oportunidad significa tener información disponible para los decisores a tiempo de ser capaz de influir en sus decisiones.	La información es pertinente cuando posee valor de realimentación, valor de predicción y es oportuna.
<b>Comprensibilidad</b>	
La clasificación, caracterización y presentación de la información de forma clara y concisa la hace comprensible.	La información es comprensible cuando es clara y fácil de entender.
<b>La restricción del costo sobre la información financiera útil.</b>	
El costo es una restricción dominante en la información que puede proporcionarse mediante la información financiera. La presentación de información financiera impone costos, y es importante que esos costos estén justificados por los beneficios de presentar esa información. Existen varios tipos de costos y beneficios a considerar.	La contabilidad debe diseñarse considerando las limitaciones impuestas por las prácticas de cada actividad, como la naturaleza de sus operaciones, su ubicación geográfica, su desarrollo social, económico y tecnológico, para satisfacer las cualidades de la información.
<b>Objetivos de los estados financieros</b>	
El objetivo de los estados financieros es proporcionar información sobre los activos, pasivos, patrimonio, ingresos y gastos de la entidad que informa que es útil a los usuarios de los estados financieros para evaluar las perspectivas de entradas de efectivo netas futuras a la entidad que informa y la administración de la gestión de los recursos económicos de la entidad	Los estados financieros, cuya preparación y presentación es responsabilidad de los administradores del ente, son el medio principal para suministrar información contable a quienes no tienen acceso a los registros de un ente económico. Mediante una tabulación formal de nombres y cantidades de dinero derivados de tales registros, reflejan, a una fecha de corte, la recopilación, clasificación y resumen final de los datos contables.
<b>Hipótesis del negocio en marcha</b>	
Los estados financieros se preparan normalmente si una entidad informa funciona y continuará su actividad en el futuro previsible. Por lo tanto, se supone que la entidad no tiene la intención ni la necesidad de liquidar o cesar su actividad comercial. Si tal intención o necesidad existiera, los estados financieros pueden tener que prepararse sobre una base diferente. Si es así, los estados financieros describen la base utilizada.	Los recursos y hechos económicos deben contabilizarse y revelarse teniendo en cuenta si el ente económico continuará o no funcionando normalmente en períodos futuros. Si el ente económico no continúa, la información contable deberá expresarlo. Al evaluar la continuidad de un ente económico, se debe considerar que tendencias negativas (pérdidas recurrentes, deficiencias de capital de trabajo, flujos de efectivo negativos), indicios de dificultades financieras (incumplimiento de obligaciones, problemas de acceso al crédito, refinanciaciones, venta de activos importantes) y, otras situaciones internas o externas

	(restricciones jurídicas a operar, huelgas, catástrofes naturales).
<b>Ente económico</b>	
Una entidad que informa es una entidad a la que se le requiere, u opta, por preparar estados financieros. Una entidad que informa puede ser una única entidad o una parte de una entidad o puede comprender más de una entidad. Una entidad que informa no es necesariamente una entidad legal.	El ente económico es la empresa, esto es, la actividad económica organizada como una unidad, respecto de la cual se predica el control de los recursos. El ente debe definirse e identificarse de forma distinta de otros entes.
<b>Elementos de los estados financieros</b>	
Activo: Un recurso económico presente controlado por la entidad como resultado de sucesos pasados. Un recurso económico es un derecho que tiene el potencial de producir beneficios económicos.	Activo: es la representación financiera de un recurso obtenido por el ente económico como resultado de eventos pasados, de cuya utilización se espera que fluyan a la empresa beneficios económicos futuros.
Pasivo: Es una obligación presente de la entidad de transferir un recurso económico como resultado de sucesos pasados.	Pasivo: es la representación financiera de una obligación presente del ente económico, derivada de eventos pasados, en virtud de la cual se reconoce que en el futuro se deberá transferir recursos o proveer servicios a otros entes.
Patrimonio: La parte residual de los activos de la entidad, una vez deducidos todos sus pasivos.	Patrimonio: es el valor residual de los activos del ente económico, después de deducir todos sus pasivos.
Ingresos: Son incrementos en los activos o disminuciones en los pasivos que dan lugar a incrementos en el patrimonio, distintos de los relacionados con aportaciones de los tenedores de derechos sobre el patrimonio.	Ingresos: representan flujos de entrada de recursos, en forma de incrementos del activo o disminuciones del pasivo o una combinación de ambos, que generan incrementos en el patrimonio, devengados por la venta de bienes, por la prestación de servicios o por la ejecución de otras actividades, realizadas durante un período, que no provienen de los aportes de capital.
Gastos: Disminuciones en los activos o incrementos en los pasivos que dan lugar a disminuciones en el patrimonio, distintos de los relacionados con distribuciones de los tenedores de derechos sobre el patrimonio.	Gastos: representan flujos de salida de recursos, en forma de disminuciones del activo o incrementos del pasivo o una combinación de ambos, que generan disminuciones del patrimonio, incurridos en las actividades de administración, comercialización, investigación y financiación, realizadas durante un período, que no provienen de los retiros de capital o de utilidades o excedentes.  Costos: representan erogaciones y cargos asociados clara y directamente con la

	adquisición o la producción de los bienes o la prestación de los servicios, de los cuales un ente económico obtuvo sus ingresos.
<b>Bases de medición</b>	
Valor corriente: Las mediciones del valor corriente proporcionan información monetaria sobre activos, pasivos, e ingresos y gastos relacionados, usando información actualizada para reflejar las condiciones en la fecha de medición.	Valor actual o de reposición es el que representa el importe en efectivo, o en su equivalente, que se consumiría para reponer un activo o se requeriría para liquidar una obligación, en el momento actual.
Valor razonable es el precio que se recibiría por vender un activo o que se pagaría por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes de mercado, en la fecha de la medición.	Valor de realización o de mercado es el que representa el importe en efectivo, o en su equivalente, en que se espera sea convertido un activo o liquidado un pasivo, en el curso normal de los negocios.
El valor en uso es el valor presente de los flujos de efectivo, o de otros beneficios económicos, que una entidad espera obtener del uso de un activo y de su disposición final. El valor de cumplimiento es el valor presente de los flujos de efectivo o de otros beneficios económicos, que una entidad espera verse obligada a transferir a medida que satisface un pasivo.	Valor presente o descontado es el que representa el importe actual de las entradas o salidas netas en efectivo, o en su equivalente, que generaría un activo o un pasivo, una vez hecho el descuento de su valor futuro a la tasa pactada o, a falta de esta, a la tasa efectiva promedio de captación de los bancos y corporaciones financieras para la expedición de certificados de depósito a término con un plazo de 90 días (DTF), la cual es certificada periódicamente por el Banco de la República.
El costo corriente de un activo es el costo de un activo equivalente en la fecha de medición, que comprende la contraprestación que se pagaría en la fecha de medición más los costos de transacción en los que se incurriría en esa fecha.	Sin Información

Nota. Elaboración propia. Fuente: DR 2420 de 2015 y DR 2649 de 1993.

Una vez realizado este recorrido comparativo por las dos modelos normativos vigentes entre el año 1993 y el año 2022, es posible avanzar en identificar que el objetivo de la información financiera elaborada bajo el modelo IASB-IFRS, el DUR 2420 de 2015, prioriza a los inversores prestamistas y otros acreedores existentes y potenciales, que podrían estar agrupados en la

categoría de shareholders toda vez que suministran únicamente capital<sup>8</sup>, mientras que el DR 2649 de 1993 prioriza a una serie de usuarios de la información financiera más amplia, toda vez que este modelo no se centraba en elaborar información solo para los shareholders, sino que apostaba por una gama de usuarios más amplia, los stakeholders, ya que se le atribuía a la contabilidad unos objetivos generales entre los que se cuentan los ya mencionados en las Normas Internacionales de Información Financiera, adicional a otros nueve objetivos en total señalados en el artículo 3 y 19 de este decreto<sup>9</sup>.

Desde el punto de vista de las cualidades o las características cualitativas fundamentales de la información contable, observamos que las normas comparten las características fundamentales de la información financiera, a saber, que esta debe ser relevante y que debe tener una representación fiel y también las de mejora, es decir, que debe ser oportuna, verificable, comparable y comprensible. Aunque no podemos negar que, en el marco conceptual de las Normas Internacionales de Información Financiera, estas características estén un poco más explicadas. En

---

<sup>8</sup> El marco conceptual para la información financiera de las NIIF hasta el año 2009 contemplaba una gama más variada de usuarios es decir estaba orientado hacia los stakeholders. Los objetivos de la información financiera eran: a) Suministrar información acerca de la situación de la empresa. b) Suministrar información acerca del desempeño de la empresa. c) Suministrar información acerca de los cambios en la posición financiera de la empresa. Presentar información que se pretende sea útil a una alta gama de usuarios inversionistas, empleados, prestamistas, proveedores y otros acreedores comerciales, clientes. el marco conceptual del año 2010 emitido con posterioridad al proyecto de convergencia IASB-FASB, que corresponde con el marco conceptual aplicado en Colombia en el año 2015 priorizó a los usuarios que suministran capital es decir los shareholders.

<sup>9</sup> En el artículo 19 se plantea que los estados financieros suministran información contable a quienes no tienen acceso a los registros del ente económico mediante la tabulación formal de nombres y cantidades de dinero derivados de esos registros que reflejan a una fecha de corte la recopilación, clasificación y resumen final de los datos contables.

efecto, las características cualitativas de la información financiera y de mejora establecidas por el modelo IASB-IFRS ya se encontraban presentes en el DR 2649 de 1993, con la diferenciación en que el primero se orienta a la información financiera y el segundo a los estados financieros, y como lo ha mostrado Zhang & Andrew (2015), esta diferencia no es solo nominativa.

Asimismo, el principio contable de la hipótesis del negocio en marcha tanto en el artículo 7 del DR 2649 como en el marco conceptual, cuentan con una definición similar. En el caso de la entidad que informa es posible identificar una diferencia particular, en el DR 2649 se refiere a ente económico, que es una empresa que realiza una actividad económica organizada como una unidad, mientras que en las Normas Internacionales de Información Financiera se habla de que es una entidad que informa, pero no se recalca que sea una empresa con una actividad económica organizada. Siguiendo el trabajo de Zhang y Andrew (2015), esta diferencia no es solo nominal, se trata del cambio en la visión acerca de la empresa.

En el caso de las definiciones de los elementos de los estados financieros<sup>10</sup>, en general, ambas normas parecieran ser similares. Sin embargo, en la definición de ingresos observamos una diferencia significativa. En el DR 2649 los ingresos son considerados flujo de entrada de recursos en forma de incrementos de los activos o disminuciones de los pasivos devengados por la venta de bienes, prestación de servicios o la ejecución de otras actividades realizadas durante un período que no provienen de aportes de capital, mientras que en el modelo IASB-IFRS indica que son incrementos en los activos o disminuciones en los pasivos que dan lugar a incrementos en el patrimonio, sin que esto signifique concederle un lugar determinante a la actividad económica organizada que realiza el ente económico. Visto de esta manera, se reconoce que el ingreso no

---

<sup>10</sup> Los elementos de los estados financieros son: activos, pasivos, patrimonio, ingresos y gastos.

necesariamente se da por el devengo en la venta de bienes, prestación de servicios o la ejecución de una actividad empresarial. Esta misma distinción la encontramos en costos y gastos, mientras el modelo IASB-IFRS indica que disminuyen los activos o aumentan los pasivos que provocan disminución en el patrimonio, el DR 2649 indicaba que estos costos representan erogaciones y cargos asociados con la adquisición, producción de los bienes o la prestación de los servicios, igual que los gastos en los que nos dice que en ellos se incurre por la administración, comercialización e investigación y financiación realizada en el período. Esta particularidad que se identifica en la definición de los ingresos es lo que Zhang y Andrew (2015) identifican como la incursión de la financiarización en todo, incluso en las normas de contabilidad y sugieren además que el proceso de financiarización implica una transición sistémica<sup>11</sup> de la obtención de beneficios desde la producción tradicional hasta el sector financiero, de modo que los Estados que mediante el órgano legislativo o ejecutivo emiten estas normas están funcionando para garantizar la integridad y solvencia del sistema financiero.

Respecto de las bases de medición para los activos, pasivos, ingresos y gastos relacionados, las dos modelos normativos tienen similares conceptualizaciones del costo histórico, valor corriente, valor razonable, valor en uso y valor de cumplimiento o valor presente. Por último, al hacer este comparativo entre estos dos modelos y sus principales conceptualizaciones, se puede concluir que una contabilidad basada en los preceptos del DR 2649 se ocupaba de representar fielmente<sup>12</sup> la actividad económica de una empresa y que el modelo IASB-IFRS se orienta a la

---

<sup>11</sup> adj. Pertenciente o relativo a la totalidad de un sistema; general, por oposición a local.

<sup>12</sup> Los principios de contabilidad generalmente aceptados que estuvieron vigentes durante el periodo 1993 a 2015 mediante el DR 2649 de 1993, le concedían un papel importante a la fiabilidad de la información, mientras que el modelo IASB-IFRS la sacrifica para concederle centralidad a la relevancia de la información.

relevancia de la información para los usuarios que, en su mayoría, están representados por quienes suministran capital hacia la entidad. La preferencia por este último enfoque tiene su justificación, por ejemplo, en la exposición de motivos presentada en la Gaceta 517 del Congreso de la República donde se cuestiona a las empresas y su dedicación a generar información solo para sus entes de vigilancia y control, entre ellos la superintendencia y la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales. No obstante, elaborar los estados financieros de acuerdo con los criterios fundamentales y técnicos del DR 2649 enfatiza en la representación de los hechos económicos de las empresas, y esto se articula con una definición más amplia de los objetivos de los estados financieros, sus usuarios y los conceptos de ingreso, costo y gasto; lo anterior exige no eludir las consecuencias de la respuesta a la pregunta: ¿los emisores de información financiera realmente aplicaron el DR 2649 de 1993? Para Gómez (2016) las prácticas contables colombianas a partir del DR 2649 se centraban en el cumplimiento formal de las normas en lugar de generar información relevante en el contexto específico de las empresas. Se priorizaba la forma legal más que la sustancia del hecho económico y había un vínculo fuerte entre la contabilidad y las normas fiscales lo que lleva a un enfoque en el cumplimiento y la forma legal en lugar de la sustancia económica y la utilidad para la toma de decisiones.

La exposición de motivos previa a la promulgación de la Ley 1314 de 2009, por la cual se regulan los principios y normas de contabilidad e información financiera y de aseguramiento de información aceptados en Colombia, señala que es necesario la adopción de las normas Internacionales de Información Financiera toda vez que el intercambio comercial de bienes y servicios, el libre mercado y la integración regional con el mundo global se tornaron centrales. La ley 1314 de 2009 tiene como objetivo internacionalizar las relaciones económicas de la nación, no podemos perder de vista que se trató de una ley de intervención económica. En este sentido, se

evidenciaba la necesidad de contar con una contabilidad relevante para los mercados de valores dentro de las nuevas dinámicas del comercio mundial. La exigencia de lenguajes y procedimientos contables homogéneos, verificables y comparables que ofrecieran seguridad a los actores del mercado comercial y financiero, se convirtió en una exigencia a los países que buscaban integrarse a la nueva globalidad financiera Bensadon y Praquin (2016) mencionan el papel de organismos como el IASC, IASB, IOSCO y el Banco Mundial en la promoción y adopción de las NIIF en todo el mundo para promover la comparabilidad global de la información financiera. En este documento, el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo pasó a ser el encargado de la adopción de las citadas normas, garantizar su diseño e implementación, además de establecer las fechas para que las empresas hicieran la transición al nuevo modelo. En efecto, esto permite establecer la existencia de una correlación entre las negociaciones de tratados de libre comercio y la necesidad de que Colombia tuviera un sistema contable estandarizado que le permitiera su inserción en estos nuevos mercados, pero no en la búsqueda de nuevos compradores, sino también de inversionistas. Bensadon y Praquin (2016) indican que el modelo IASB-IFRS está diseñado principalmente para satisfacer las necesidades de información de inversores, prestamistas y acreedores que operan en los mercados financieros. lo cual implica un enfoque implícito en la maximización del valor para el accionista y la valoración de la empresa. Incluso se menciona que el modelo IASB-IFRS promueve el uso del valor razonable como base de medición, lo que busca acercar la información contable al valor bursátil de las empresas que cotizan en bolsa.

De acuerdo con Nepomuceno (2014), el modelo IASB-IFRS es el producto de un arrollador proceso regulatorio transnacional dispuesta por la Nueva Arquitectura Financiera Internacional que ha intervenido en el mundo afectando los procesos informativos y de control contable, tanto en el sector privado como en el público (Álvarez y Jiménez, 2018). Al respecto de la

financiarización, Álvarez y Jiménez (2018) expresan que el modelo contable emitido por el IASB privilegia la información para satisfacer las necesidades informativas del capital financierizado. Esta dinámica de acumulación de riqueza del capital financierizado es causante de la inequidad económica creciente en distintos entornos nacionales. Luego de diez años, según Nepomuceno (2014), la eficacia de esos modelos contables comienza a recibir críticas. En ningún caso, la aplicación de las IFRS ha sido fructífera, ni siquiera la aplican las grandes empresas, ni las pequeñas y medianas empresas, ni los países, ni por imposibilidades ni por diferencias culturales (Nepomuceno, 2014). Lo anterior exige cuestionarse frente al resultado del proceso de convergencia de las normas internacionales de información financiera en el país. Al respecto de esta situación, si hubiese aplicado la esencia del DR 2649 de 1993 que regulaba la contabilidad, la transición a un modelo contable no habría resultado traumática ni con los impactos que tuvo en la información financiera. En el caso colombiano, la contabilidad se había convertido en una herramienta que representaba el modelo tributario de reconocimiento y medición, lo que supuso dejar de lado el objetivo de la contabilidad definido en el DR 2649. Gomez (2016) hace un análisis crítico de los modelos contables e indica que ambos se centran en el cumplimiento formal de las normas en lugar de generar información relevante para el contexto específico de las empresas. Sin embargo, al contar ahora con una contabilidad basada en el modelo IASB-IFRS que incluye las NIIF plenas y las NIIF para pymes, autores como Álvarez (2018) hacen un llamado a que la contabilidad como disciplina y como práctica regulada recupere su rol de disciplina social y que asuma la reorientación de su actividad en pro de satisfacer las necesidades informativas de amplios sectores representativos de la sociedad.

Como se mencionaba antes, el periodo del que se ocupa esta investigación es de 1996 a 2022. En este periodo de tiempo las empresas en Colombia tienen dos sistemas contables para

generar su información financiera. Entre 1993 y 2015, los informes contables, primero, financieros, después, fueron elaborados teniendo en cuenta los principios de contabilidad generalmente aceptados, dispuestos en el DR 2649 y posteriormente, a la fecha, observando las normas Internacionales de Información Financiera. Como se señala en la Gaceta número 517 del Congreso de la República, empresas como las Pymes grandes, las empresas cotizadas en la Bolsa de Valores y los importadores y exportadores manejaban un sistema de contabilidad híbrido, ya que por sus relaciones comerciales con mercados de otros países o sus relaciones de vinculación económica era necesario emitir información bajo norma internacional, al tiempo que debían darle cumplimiento a la norma local y a los requerimientos de las autoridades de vigilancia y control, como las superintendencias y la dirección de impuestos y aduanas nacionales. La adopción del nuevo modelo fue el resultado de la internacionalización o apertura de la economía, que se dio desde los años 80, tal y como se expone en el análisis histórico de las características económicas, políticas y sociales del país desde el siglo XX.

En conclusión, la revisión de la literatura sobre la emisión de información financiera revela dos aspectos cruciales. Por un lado, el modelo IASB-IFRS, al determinar en su marco conceptual como usuarios de la información financiera a inversores, prestamistas y acreedores y con su enfoque en el valor razonable y la maximización del valor para el accionista, se posiciona como un medio global que impulsa la financiarización de las empresas en la economía real. Este modelo fomenta una visión de la empresa como un conjunto de activos y pasivos con valor de mercado, priorizando la lógica financiera sobre la productiva. Por otro lado, la información emitida bajo el DR 2649, si bien priorizaba la actividad económica como fuente de generación de ganancias, ya presentaba ciertos elementos que abrían las puertas a la financiarización. La posibilidad de revaluar

activos y la adopción parcial de conceptos como el valor presente, evidencian la influencia de la lógica financiera en este modelo, preparando el terreno para la posterior transición hacia las NIIF.

### **Conclusiones de la caracterización histórica de la financiarización y la información financiera**

Este capítulo presenta un recorrido histórico que entrelaza la evolución del contexto económico, político y social de Colombia con las transformaciones en la institucionalidad del estado y la normatividad contable. Se ha examinado cómo el desarrollo del régimen de acumulación analizado desde el año 1890, marcado por la apertura económica y el proyecto neoliberal desde la década de 1990, ha sentado las bases para el avance de la financiarización en el país.

La revisión histórica de las normas contables, desde el DR 2649 de 1993 hasta la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera, modelo IASB -IFRS, en 2015, ha revelado una transición significativa. El modelo IASB-IFRS, al priorizar la información para inversores, prestamistas y acreedores, y su enfoque en la maximización del valor para el accionista, se consolida como un instrumento que impulsa la financiarización de la economía real. Si bien el DR 2649 de 1993 se centraba en la representación de la actividad económica de las empresas, ya presentaba algunos elementos que abrían las puertas a la financiarización, como la posibilidad de revaluar activos y la adopción parcial de conceptos como el valor presente.

En definitiva, este capítulo ha mostrado que la financiarización en Colombia no es un fenómeno aislado, sino el resultado de un proceso histórico que involucra transformaciones profundas del régimen de acumulación y de la institucionalidad del estado junto con los cambios en la normatividad contable.

## CAPÍTULO TRES: ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA FINANCIARIZACIÓN EN COLOMBIA 1996-2022

### Introducción

Este capítulo busca aportar evidencia del proceso de financiarización en empresas no financieras colombianas entre los años 1996 y 2022. Para ello, se analiza la información financiera depositada en la base de datos de la Superintendencia de Sociedades, caracterizando las empresas según las dos normas contables vigentes en el periodo: el DR 2649 de 1993 (1996-2015) y las NIIF (2015-2022) DR. 2420 de 2015. Se identifican las características de cada base de datos y se evalúa el proceso de financiarización mediante el análisis de ciertas partidas clave de los estados financieros.

Siguiendo el segundo objetivo específico de este trabajo, se examina si las empresas no financieras están destinando sus excedentes de liquidez a la obtención de rendimientos financieros que no se derivan de su actividad principal. Se analiza la evolución de partidas como las inversiones a corto y largo plazo, algunas clases de cuentas por cobrar, los dividendos pagados y recibidos, los intereses pagados y recibidos, las propiedades de inversión, entre otras siguiendo la metodología de Davis (2016) utilizada por Rabinovich (2020) y algunas de definición propia.

Inspirándose en el trabajo de Soener (2015) sobre la financiarización en el sector del calzado estadounidense, este capítulo implementa un modelo econométrico de datos panel para analizar los determinantes de la financiarización en el contexto de las empresas no financieras objeto de estudio. El modelo, que se detallará más adelante, incluye variables a nivel de empresa como el efectivo, la rentabilidad, la estructura financiera, el sector industrial y la firma auditora, con el fin de identificar los factores que impulsan la acumulación de activos financieros en las empresas no financieras.

## Caracterización de las empresas no financieras en el periodo 2015 a 2022

Para esta investigación la base del sistema integrado de información societaria de la superintendencia de sociedades se ha dividido en dos, una desde el año 2015 al 2022 y otra desde el año 1996 a 2015. En la base del año 2015 al 2022 (en adelante Base 1) se encuentran las empresas clasificadas dentro del grupo 1<sup>13</sup> y otras que son pymes pertenecientes al grupo 2, pero que voluntariamente han aplicado la norma del grupo 1. La cantidad de empresas analizada es la siguiente:

---

<sup>13</sup> El artículo 1.1.1.1. del DUR 2420 de 2015 detalla que los preparadores de información que conforman el Grupo 1 son:

1. Emisores de valores: Entidades y negocios fiduciarios que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).
2. Entidades y negocios de interés público.
3. Entidades que no estén en los numerales anteriores, que cuenten con una planta de personal mayor a 200 trabajadores o con activos totales superiores a 30.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV) y que, adicionalmente, cumplan con cualquiera de los siguientes parámetros:
  - 3.1. Ser subordinada o sucursal de una compañía extranjera que aplique NIIF plenas.
  - 3.2. Ser subordinada o matriz de una compañía nacional que deba aplicar NIIF plenas.
  - 3.3. Ser matriz, asociada o negocio conjunto de una o más entidades extranjeras que apliquen NIIF plenas.
  - 3.4. Realizar importaciones o exportaciones que representen más del 50% de las compras o de las ventas respectivamente.

El artículo 1.1.2.1. del DUR 2420 de 2015 detalla que los preparadores de información que conforman el Grupo 2 son:

1. Entidades que no apliquen las Normas de Información Financiera para entidades del Grupo 1, ni que apliquen las Normas de Información Financiera para entidades del Grupo 3.
2. Entidades que cumpliendo requisitos para pertenecer al Grupo 3, hayan decidido aplicar de manera voluntaria las Normas de Información Financiera para entidades del Grupo 2.
3. Los portafolios de terceros administrados por las sociedades comisionistas de bolsa de valores, los negocios fiduciarios y cualquier otro vehículo de propósito especial, administrados por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, que no establezcan contractualmente aplicar los marcos técnicos normativos vigentes para el Grupo 1, ni sean de interés público, y cuyo objeto principal del contrato sea la obtención de resultados en la ejecución del negocio, lo cual implica autogestión de la entidad y, por lo tanto, un interés residual en los activos netos del negocio por parte del fideicomitente y/o cliente.

## Cuadro 2

*Cantidad de empresas que se analizan entre los años 2015 a 2022*

<b>Año</b>	<b>Empresas</b>
2015	2482
2016	2505
2017	2421
2018	2457
2019	2666
2020	2885
2021	2838
2022	2927
<b>Total</b>	<b>21181</b>

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

En la Base 1 se han identificado rubros de cuentas que podrían suministrar información respecto del proceso de financierización, por ejemplo, el efectivo y equivalentes. Dentro de este tenemos los depósitos a corto plazo clasificados como equivalentes al efectivo, y las inversiones a corto plazo clasificadas como equivalentes al efectivo. Los otros activos financieros corrientes y no corrientes, las propiedades de inversión. Desde el punto de vista de los pasivos, los pasivos financieros, tanto corrientes como no corrientes. En el Estado de Resultados se planea el análisis la ganancia o margen brutos como punto de comparación con otras partidas del resultado como los ingresos financieros, los costos financieros e información obtenida del Estado de flujos de efectivo, tal como los dividendos recibidos, intereses recibidos, dividendos pagados, intereses pagados esto en línea con el trabajo realizado por Soener (2015) y Rabinovich (2020).

De esta base de datos se han eliminado los códigos de actividad internacional presentados en la tabla No. 3 que corresponden a actividades financieras, esto con el objetivo de enfocar la investigación en empresas que tienen prestación de servicios no financieros o producción de bienes

que se asumiría que no operan activos financieros de clientes ni posiciones propias en los mercados financieros. Los CIU eliminados son los siguientes:

### Cuadro 3

*CIU eliminados de la base de datos*

<b>CLASIFICACIÓN INDUSTRIAL INTERNACIONAL UNIFORME</b>
K6499 - Otras actividades de servicio financiero, excepto las de seguros y pensiones n.c.p.
K6613 - Otras actividades relacionadas con el mercado de valores
K6493 - Actividades de compra de cartera o factoring
K6619 - Otras actividades auxiliares de las actividades de servicios financieros n.c.p.
K6494 - Otras actividades de distribución de fondos
K6630 - Actividades de administración de fondos
K6621 - Actividades de agentes y corredores de seguros
K6422 - Actividades de las compañías de financiamiento
K6514 - Capitalización
K6431 - Fideicomisos, fondos y entidades financieras similares

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

El número de empresas que resultantes después de realizar la eliminación de los CIU relacionados con actividades financieras se muestra en la tabla No. 4.

### Cuadro 4

*Cantidad de empresas no financieras que se analizan entre los años 2015 a 2022.*

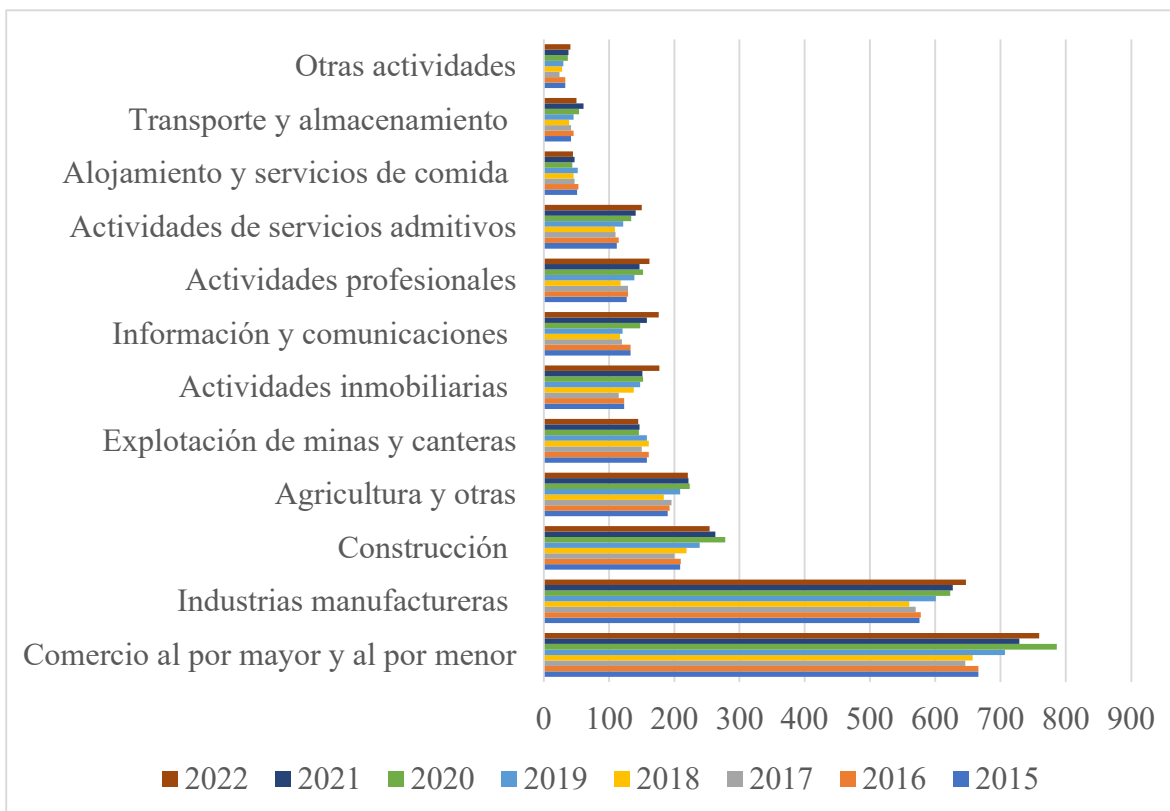
<b>Año</b>	<b>Empresas</b>
2015	2420
2016	2440
2017	2349
2018	2376
2019	2572
2020	2778
2021	2731
2022	2827
<b>Total</b>	<b>20493</b>

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

Se eliminaron 688 observaciones entre los años 2015 a 2022 de CIU correspondientes a actividades financieras. Siendo así, de las 20.493 empresas que se van a analizar los sectores que se están observando son los siguientes:

### Figura 8

*Cantidad de empresas por sector y por año analizadas*



Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

Según el número 8, los sectores con más empresas en la base de datos son Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas; y las Industrias manufactureras.

Las actividades con mayor generación de ingresos de acuerdo con la información obtenida son las empresas que se dedican a actividades del sector petrolero. A continuación, los cinco CIIU que más ingresos reportan:

### **Cuadro 5**

*CIIU que representan la mayor proporción de ingresos.*

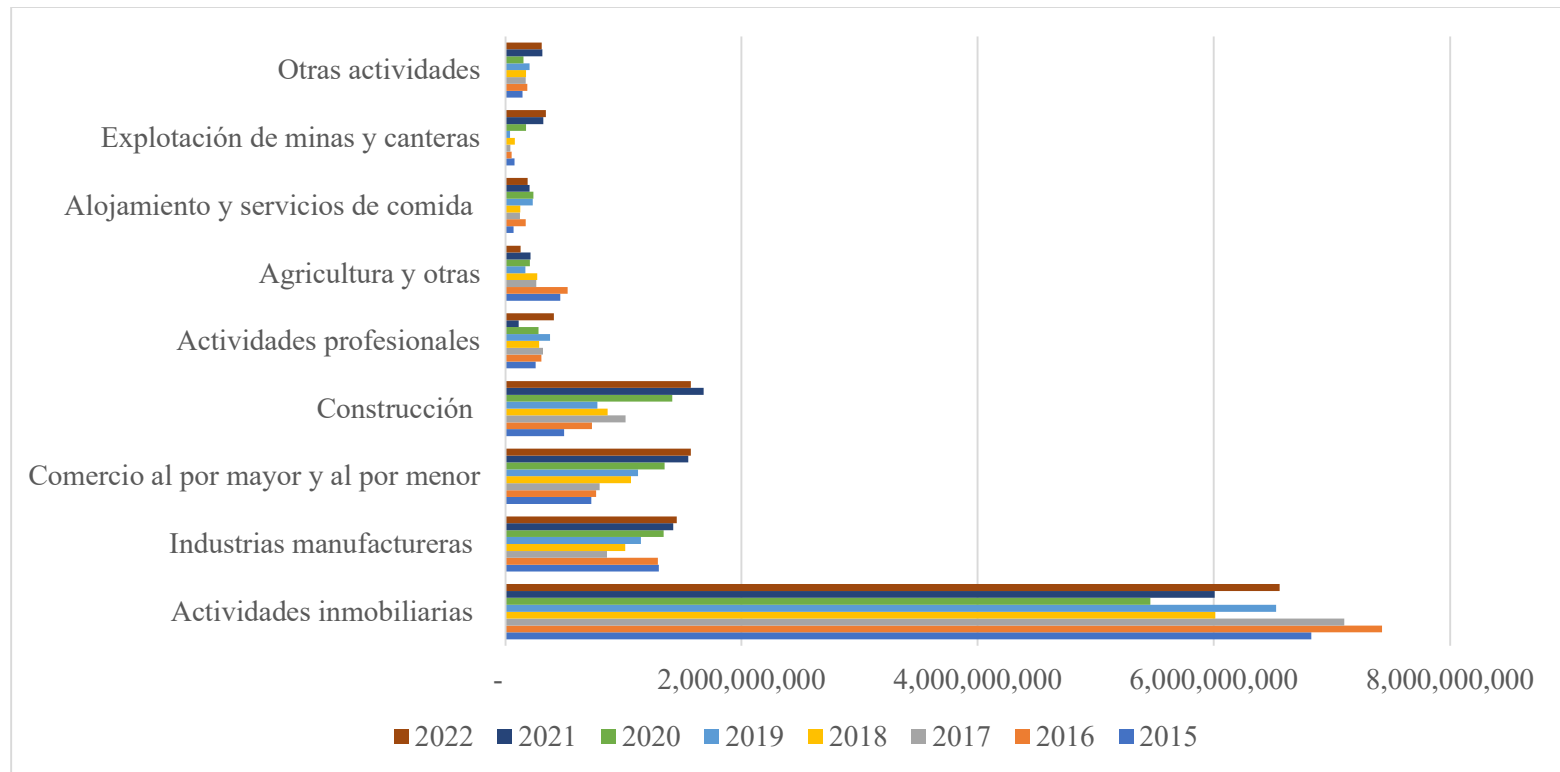
<b>CLASIFICACIÓN INDUSTRIAL INTERNACIONAL UNIFORME</b>
C1921 - Fabricación de productos de la refinación del petróleo
B0510 - Extracción de hulla (carbón de piedra)
G4711 - Comercio al por menor en establecimientos no especializados con surtido compuesto principalmente por alimentos, bebidas (alcohólicas y no alcohólicas) o tabaco
G4661 - Comercio al por mayor de combustibles sólidos, líquidos, gaseosos y productos conexos
J6110 - Actividades de telecomunicaciones alámbricas

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

En la figura No. 9 se identificaron los sectores con mayor valor de activos clasificados como propiedades de inversión. De acuerdo con lo dispuesto en el DUR 2420 de 2015 anexo 1 que contiene la NIC 40, las Propiedad de inversión son propiedades (terreno o un edificio) mantenidas (por el dueño) para obtener rentas o apreciación del capital o con ambos fines y no para: (a) su uso en la producción o suministro de bienes o servicios, o bien para fines administrativos; o (b) su venta en el curso ordinario de las operaciones.

**Figura 9**

*Valor de las Propiedades de inversión por sector y por año.*



*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

De la observación de la Figura No. 9 que nos muestra los sectores con mayor valor en propiedades de inversión. La sección L, actividades inmobiliarias, presenta una situación particular, es la que más presenta propiedades de inversión con 51.9 billones de pesos. Según lo señalado, es un activo para obtener rentas o apreciaciones de capital o con ambos fines, y no para la producción o suministro de bienes o servicios o para fines administrativos o su venta en el curso ordinario de las operaciones, como sucede con las propiedades, planta y equipo e inventarios, respectivamente. Es importante considerar que para que un activo sea clasificado como propiedad de inversión, el ingreso o apreciación que el elemento genere no debe tener relación con el ingreso por la actividad ordinaria de la Empresa. En este sentido, para las inmobiliarias, podríamos deducir que cualquier activo propio o en administración para obtener rentas debería clasificarse como propiedad, planta y equipo, y no como propiedad de inversión, ya que el objeto social de las inmobiliarias, precisamente obtener las rentas, administrar y poner a rentar los activos propios o de terceros. En este caso, la situación observada podría entender que las empresas inmobiliarias han malinterpretado la NIC 40 propiedades de inversión del anexo 1 del DUR 2420 de 2015 y que lo que se presenta aquí como propiedad de inversión en realidad son propiedades, planta y equipo y han sido clasificados de inadecuadamente. De hecho, es posible asumir que en la actividad inmobiliaria no se tendrían propiedades de inversión.

A continuación, en la tabla No. 6, las ciudades con mayor cantidad de empresas dentro de la observación que se están analizando:

### Cuadro 6

*Número de empresas analizadas por ciudad y por año.*

<b>CIUDAD</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Total</b>
Bogotá D.C.	1193	1206	1053	1035	1054	1369	1342	1394	9646
Medellín	222	222	218	221	274	293	287	296	2033
Cali	145	147	144	149	159	153	147	146	1190
Barranquilla	77	78	80	76	82	87	81	82	643
Cota	56	56	56	47	49	51	55	61	431
Cartagena	45	46	46	41	47	48	47	48	368
Santa Marta	43	43	43	40	44	47	48	48	356
Itagüí	39	39	43	43	49	49	47	43	352
Yumbo	37	37	34	39	39	39	40	44	309
Envigado	30	30	27	27	36	42	41	47	280

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

Las empresas que dentro del grupo analizado informan que tienen inversiones en subsidiarias, asociadas o negocios conjuntos se presentan a continuación:

### Cuadro 7

*Número de empresas que tienen inversiones en asociadas o negocios conjuntos año 2020 y 2022.*

<b>Empresas</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>	<b>Total</b>
Inversiones en subsidiarias, asociadas o negocios conjuntos	1	3	4
<b>Total General</b>	1	3	4

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

Para este análisis solo hubo información disponible desde el año 2020, en los anteriores años no se realizaba la pregunta de si la entidad posee este tipo de inversiones.

De las empresas analizadas, las siguientes tienen o no tienen revisor fiscal, de acuerdo con la información que ha enviado a la Superintendencia de sociedades.

## Cuadro 8

*Número de empresas que tienen revisor fiscal por año.*

<b>¿Tiene revisor fiscal?</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Total</b>
No tiene Revisor Fiscal	14	14	17	40	44	50	46	59	284
Si tiene Revisor Fiscal	2406	2426	2332	2336	2517	2728	2685	2767	20197
No reporta					11			1	12
<b>Total General</b>	<b>2420</b>	<b>2440</b>	<b>2349</b>	<b>2376</b>	<b>2572</b>	<b>2778</b>	<b>2731</b>	<b>2827</b>	<b>20493</b>

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

### Evidencia del avance de la financiarización de 2015 a 2022

Rabinovich (2020) nos habla de dos canales en los cuales se puede identificar el avance de la financiarización en las empresas no financieras. Dentro del canal 1 tenemos los intereses y dividendos recibidos, ganancias de capital derivadas de la compraventa de activos financieros, y en el canal 2 los intereses pagados a tenedores de deuda, recompras de acciones, dividendos distribuidos a los accionistas. De acuerdo con Rabinovich (2020), este canal está estrechamente ligado a la primacía de la maximización del valor para el accionista ya que a partir de los años ochenta se ha ejercido una mayor presión por parte de los grandes inversores institucionales (Lazonick y Sullivan, 2000). Esto también refleja los resultados de un mayor apalancamiento a través del pago de intereses.

Por su parte, el canal 1 está relacionado no con el pago de fondos, sino con su ingreso derivado de la mayor tenencia de activos financieros por parte de las empresas no financieras. El artículo de Krippner (2005) sobre la financiarización de la economía estadounidense, sigue esta idea al decir que la financiarización implica que las ganancias se generan crecientemente a través de canales financieros antes que en la producción y comercio de mercancías. Según el autor, solo

hace poco han aparecido diferentes estudios macro y microeconómicos para evaluar la validez general y relevancia de este canal y han encontrado evidencia contradictoria.

De acuerdo con Davis (2016, 2018) hay una relación positiva entre la tenencia de efectivo y la rentabilidad financiera. La creciente literatura sobre financiarización en países emergentes no se ha focalizado aún en esa relación, incluso a pesar de que el vínculo puede ser más fuerte. En el caso de las economías de mercado emergentes, las empresas tienen mayores posibilidades de llevar a cabo operaciones de carry trade (Bruno y Shin, 2017; Caballero, Panizza, & Powell, 2016; Shin & Zhao, 2013) y especular con derivados de tipos de cambio (Farhi & Borghi, 2009; Rossi Júnior, 2013; Zeidan & Rodrigues, 2013). Al respecto del caso colombiano, para Alfonso (2018) desde hace más de 20 años el país cuenta con un mercado de derivados financieros, y desde hace 10 con una plataforma de negociación para instrumentos estandarizados. Sin embargo, la participación de las empresas colombianas del sector real en este mercado es muy baja. Para una muestra de más de 5.000 firmas del sector real colombiano, tan sólo el 17% utiliza estos instrumentos, cifra inferior a lo observado en economías avanzadas donde el porcentaje es superior al 60%. La evidencia indica una concentración significativa en el uso de forwards de tasa de cambio y un uso esporádico de este tipo de coberturas cambiarias. Las empresas con operaciones de comercio exterior, deuda en moneda extranjera y con mayores ingresos operacionales son las principales usuarias de las coberturas a través de forwards. Asimismo, se observa que mientras las empresas importadoras siempre han preferido participar en el mercado forward como compradoras netas, las exportadoras han tomado posiciones cortas frente a los bancos colombianos. Esto sugiere el uso de los forwards como instrumentos de cobertura del riesgo cambiario antes que de arbitraje o especulación Alfonso (2018).

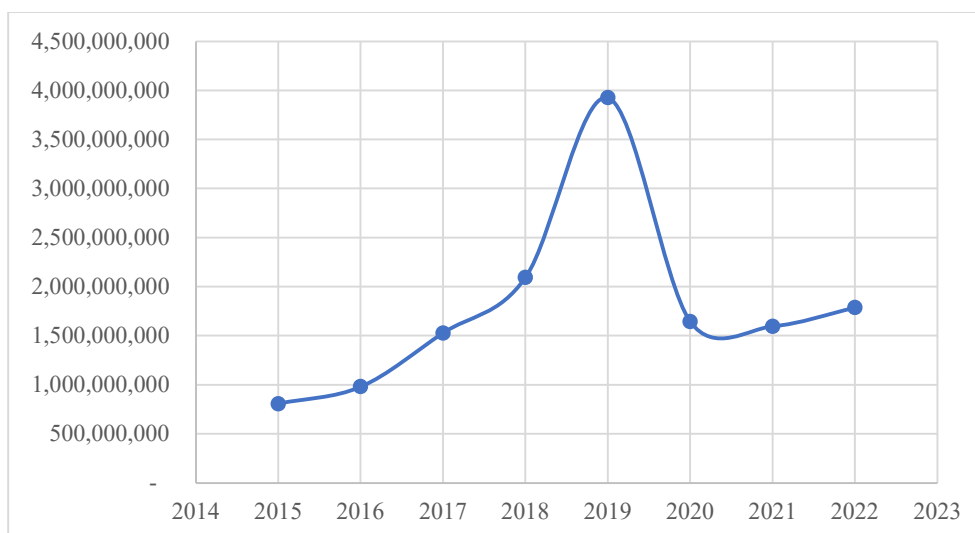
Rabinovich (2020) asumía que las empresas estaban altamente financiarizadas y pretendía responder a la pregunta de si la búsqueda de ganancias financieras era aquello que había motivado ese incremento generalizado en los activos financieros. Al igual que en el trabajo de Rabinovich (2020), se utilizará información microeconómica de empresas no financieras para identificar el avance de la financiarización.

Las categorías de información contable que esta investigación evaluará serán el efectivo y equivalentes de efectivo, dentro de los cuales tenemos los depósitos a corto plazo clasificados como equivalentes al efectivo, las inversiones a corto plazo, clasificadas como equivalentes al efectivo. Además, se analizarán los valores resultantes de los otros activos financieros corrientes, los otros activos financieros no corrientes, las propiedades de inversión. También se analizarán los dividendos recibidos, los intereses recibidos, los dividendos pagados y los ingresos financieros, considerando que dentro de los ingresos financieros puede haber partidas que provengan de la rentabilidad de un activo financiero, como es el caso de la diferencia en cambio.

En las figuras No. 10 y 11 podemos observar la evolución que han tenido desde el año 2015 al año 2022 las categorías que anteriormente fueron expuestas.

### Figura 10

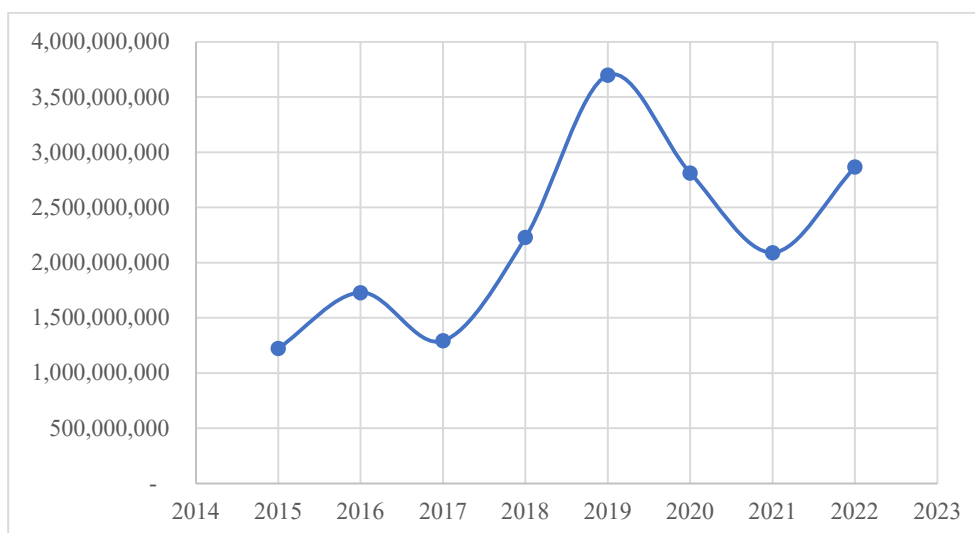
*Depósitos a corto plazo, clasificados como equivalentes al efectivo desde el año 2015 al 2022.*



*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

### Figura 11

*Inversiones a corto plazo, clasificados como equivalentes al efectivo desde el año 2015 al 2022*

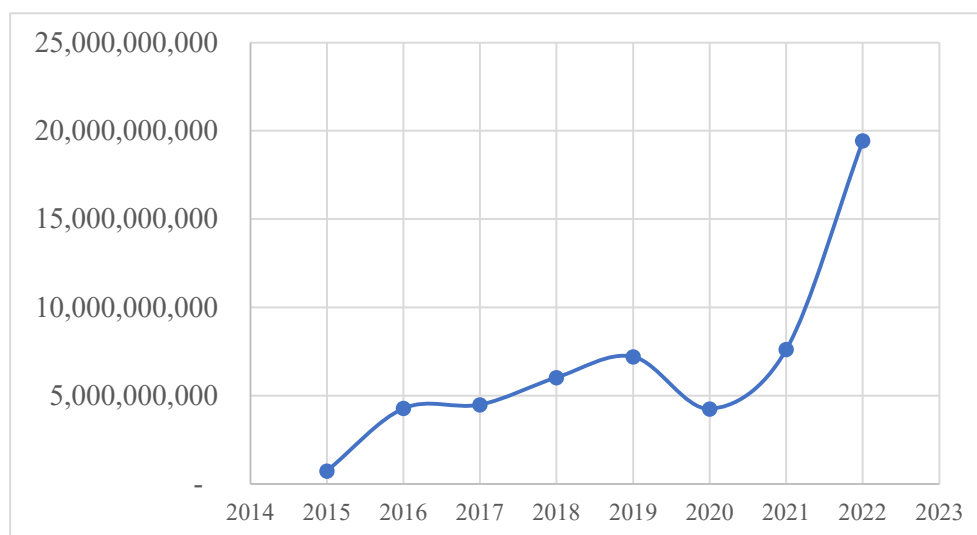


*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

Los depósitos a corto plazo clasificados como equivalentes al efectivo y las inversiones a corto plazo clasificadas como equivalentes al efectivo, se tiene una tendencia al alza; un aumento representativo entre 2018 y 2019, que para cada categoría aumentó cerca de 2 billones de pesos. Para finales del año 2019, las empresas tenían una gran cantidad de dinero como efectivo y sus equivalentes, en este caso los equivalentes de efectivo, inversiones de corto plazo y depósitos de corto plazo. En el año 2020 se ve una disminución de estos valores posiblemente por el impacto de la pandemia del COVID-19. Después, en 2021, la tendencia continúa nuevamente al alza en los equivalentes de efectivo.

### Figura 12

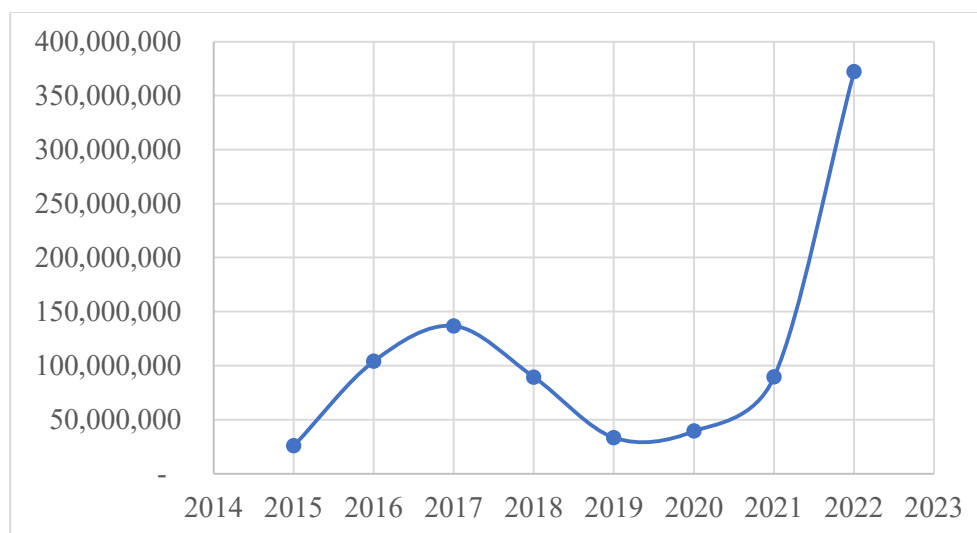
*Dividendos pagados desde el año 2015 al 2022*



*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

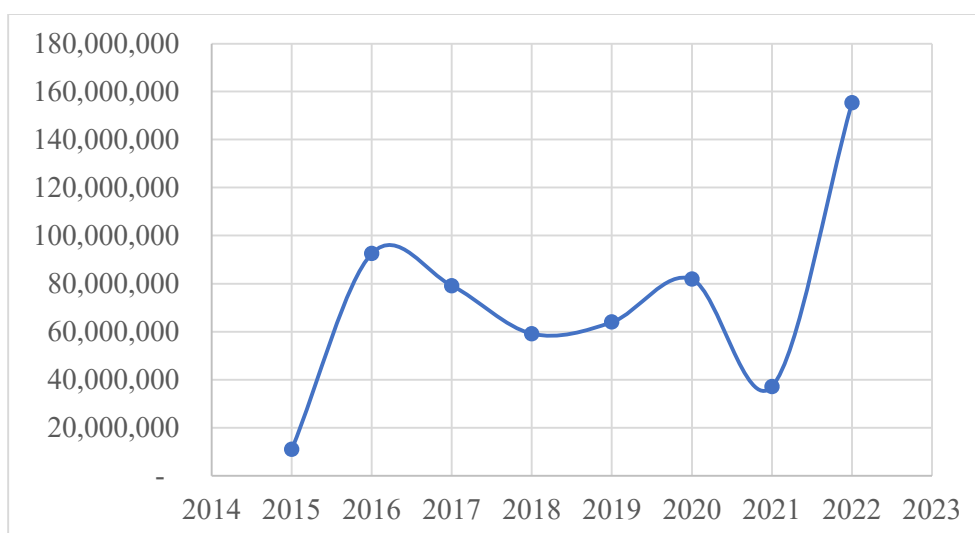
**Figura 13**

*Dividendos recibidos desde el año 2015 al 2022*

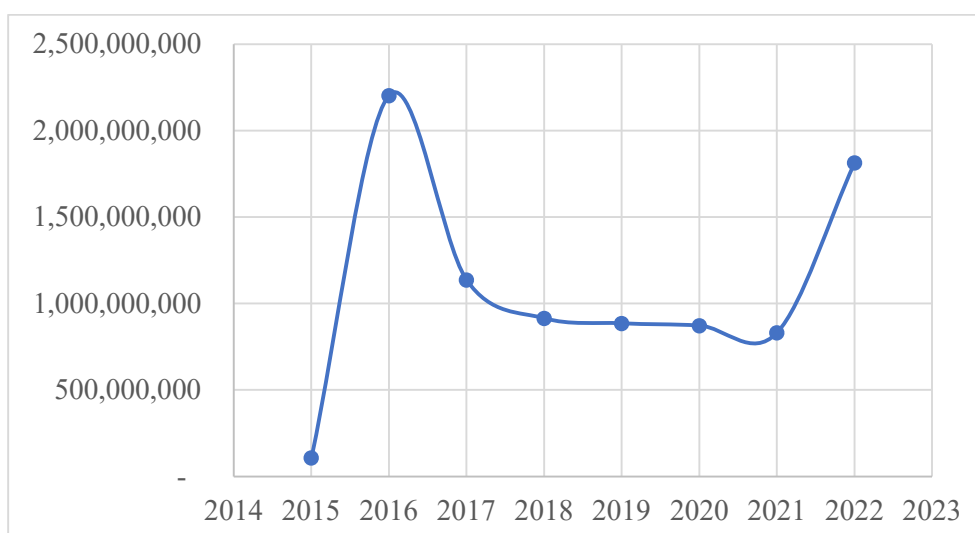


*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

En las figuras No. 12 y 13 se puede observar que los dividendos recibidos como los dividendos pagados han aumentado considerablemente del año 2021 al 2022, estos pagos venían en descenso hasta el año 2019, pero posterior a este año tuvieron un cambio de tendencia e ingresaron a la senda del crecimiento. En valores absolutos los dividendos pagados ascienden en 2022 a 20 billones de pesos y los dividendos recibidos a 400 mil millones de pesos.

**Figura 14***Intereses recibidos desde el año 2015 al 2022*

*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

**Figura 15***Intereses pagados desde el año 2015 al 2022*

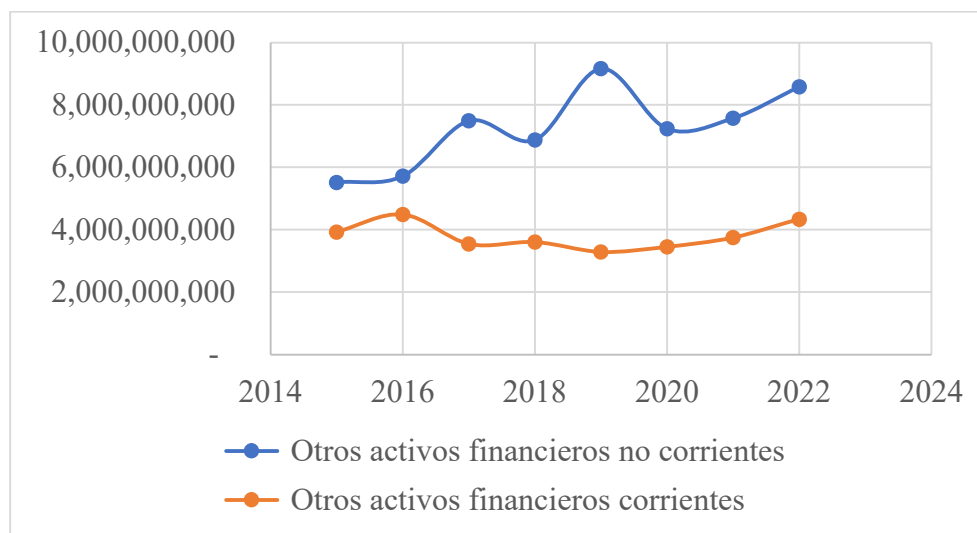
*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.



inversiones de corto y largo plazo. Esta categoría al igual que las partidas anteriores, podría darnos evidencia del avance de la financiarización.

### Figura 17

*Otros activos financieros corrientes y no corrientes desde el año 2015 al 2022*

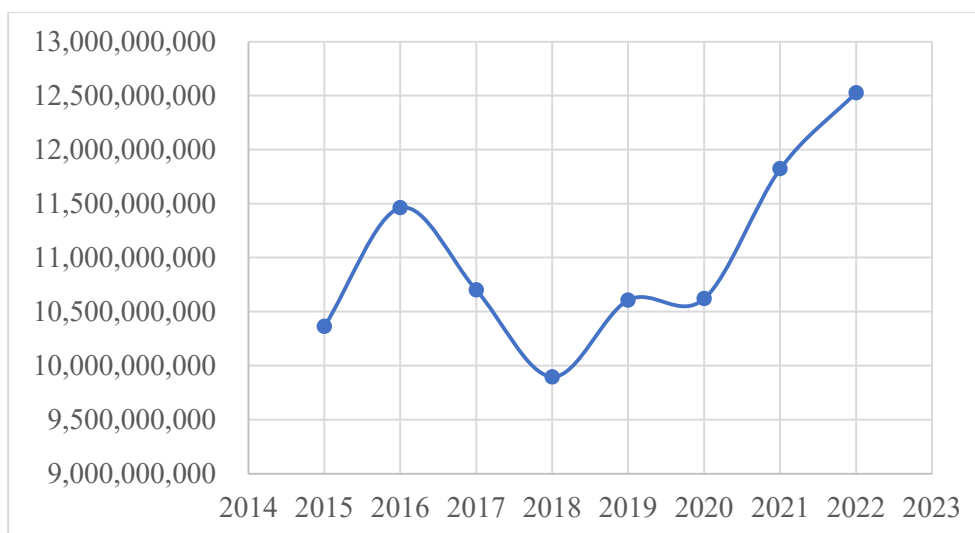


*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

A continuación, en la figura No. 18, revisamos el avance de las propiedades de inversión entre el año 2015 y el año 2022. Aunque ya en un cuadro anterior se había revisado, la información se presenta resumida en el siguiente:

**Figura 18**

*Propiedades de inversión desde el año 2015 al 2022*

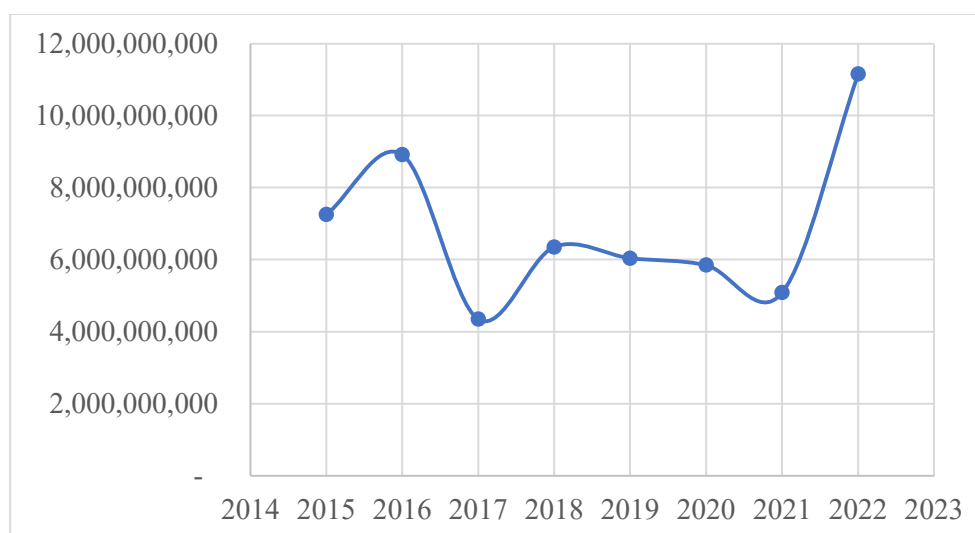


*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

Los ingresos financieros de la figura No. 19 se presentan a continuación, pero hay que tener en cuenta que dentro de ellos no solo se incluyen rentabilidades o ganancias por activos financieros o por intereses de activos financieros, sino que también puede haber, por ejemplo, diferencia en cambio.

## Figura 19

*Ingresos Financieros desde el año 2015 al 2022*



*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

### Caracterización de la base de datos de 1996 a 2015

Como se indicó antes, la base de datos se ha dividido en dos una desde el año 2015 al 2022, la Base 1, y otra desde el año 1996 a 2015 (En adelante Base 2). En la Base 2 las empresas no se distribuyen en grupos como en la Base 1. En esta base están todas las empresas aplicando la misma norma contable que es durante este periodo el DR 2649 de 1993. La cantidad de empresas analizada es la siguiente:

**Cuadro 9**

*Cantidad de empresas por año con información reportada a la superintendencia de sociedades.*

<b>Año</b>	<b>Empresas</b>
1996	9159
1997	9597
1998	9384
1999	9747
2000	10716
2001	6498
2002	9445
2003	9441
2004	8556
2005	16811
2006	20409
2007	21734
2008	22748
2009	24776
2010	23199
2011	27775
2012	27253
2013	27540
2014	26767
2015	26533
<b>Total</b>	<b>348088</b>

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

En la Base 1 se han identificado rubros de cuentas que podrían darnos información acerca del proceso de financierización, por ejemplo, inversiones, préstamos a particulares, valorización de inversiones, bonos en circulación, bonos obligatoriamente convertibles en acciones, pago de utilidades o participaciones, venta de inversiones temporales, venta de inversiones permanentes, compra de inversiones temporales, compra de inversiones permanentes, utilidad en venta de inversiones. Desde el año 1993 también está vigente el Decreto 2650 de 1993, que es el plan único

de cuentas para comerciantes. La información de la Superintendencia de sociedades mantiene para este tiempo el requerimiento de información a este nivel de cuentas por lo que tenemos algo más desagregada que bajo el modelo IASB-IFRS cuya información está más agrupada. La identificación de estos rubros de cuenta está en línea con el trabajo realizado por Soener (2015) y Rabinovich (2020).

De esta base de datos se han eliminado los códigos de actividad internacional que corresponden con actividades financieras, esto con el objetivo de enfocar la investigación en empresas que tienen prestación de servicios no financieros o producción de bienes que se asumiría que no operan activos financieros de clientes ni posiciones propias en los mercados financieros. Los CIU eliminados son los que se muestran en la tabla 10:

**Cuadro 10**

*Códigos CIU eliminados de la base de datos.*

<b>CLASIFICACIÓN INDUSTRIAL INTERNACIONAL UNIFORME</b>
K6499 - Otras actividades de servicio financiero, excepto las de seguros y pensiones n.c.p.
K6613 - Otras actividades relacionadas con el mercado de valores
K6493 - Actividades de compra de cartera o factoring
K6619 - Otras actividades auxiliares de las actividades de servicios financieros n.c.p.
K6494 - Otras actividades de distribución de fondos
K6630 - Actividades de administración de fondos
K6621 - Actividades de agentes y corredores de seguros
K6422 - Actividades de las compañías de financiamiento
K6514 - Capitalización
K6431 - Fideicomisos, fondos y entidades financieras similares

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

La cantidad de empresas que quedan después de realizar la eliminación de los CIU relacionados con actividades financieras se muestra en la tabla No. 11.

**Cuadro 11**

*Cantidad de empresas después de la eliminación de los Códigos CIU de actividades financieras.*

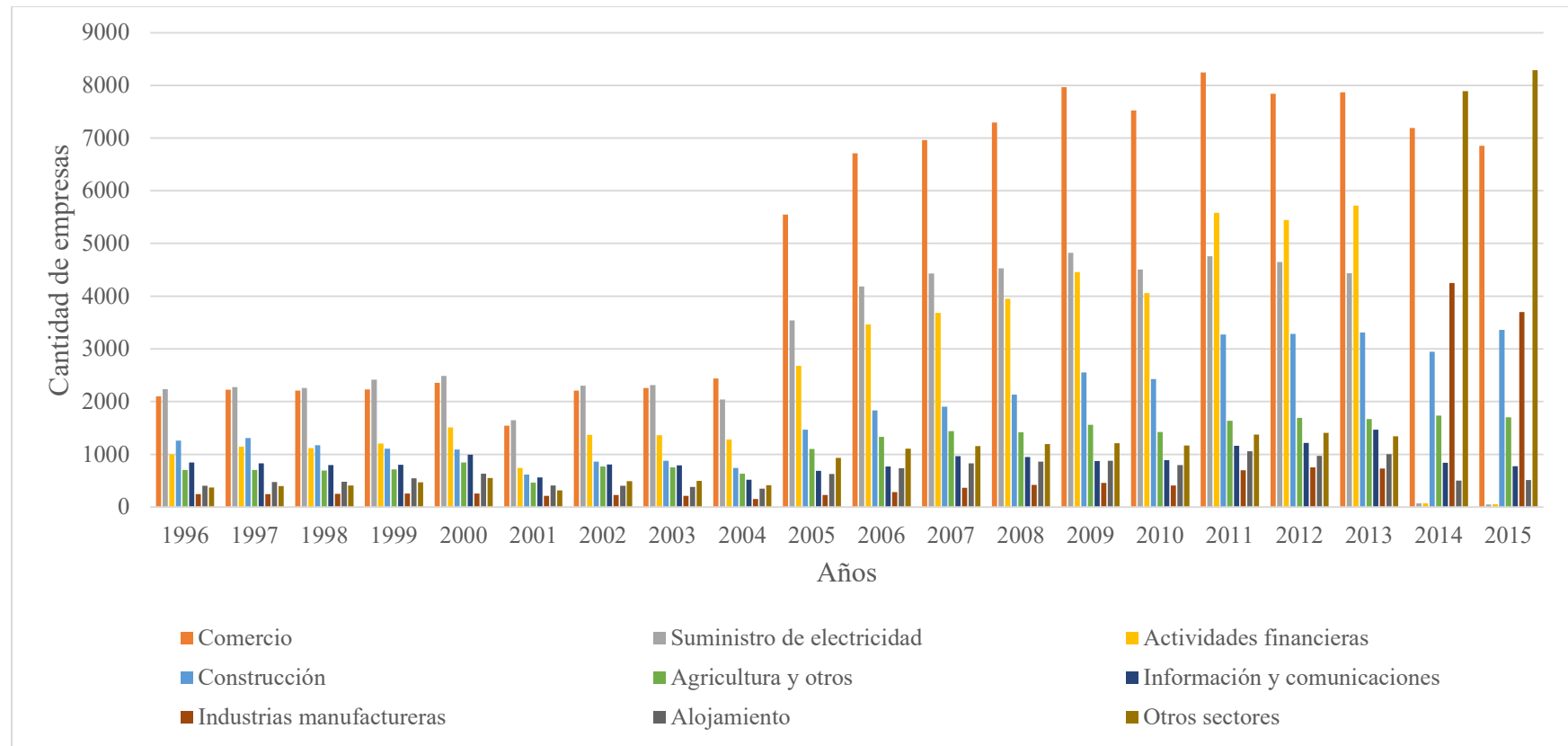
<b>Año</b>	<b>Empresas</b>
1996	9159
1997	9597
1998	9384
1999	9747
2000	10716
2001	6498
2002	9445
2003	9441
2004	8556
2005	16811
2006	20409
2007	21734
2008	22748
2009	24776
2010	23199
2011	27775
2012	27253
2013	27540
2014	25490
2015	25287
<b>Total</b>	<b>345565</b>

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

Del total de empresas de la Base 2 se eliminaron 2523 observaciones entre los años 1996 a 2015 de CIU correspondientes a actividades financieras. En efecto, de las 345565 empresas que se van a analizar los sectores que se están observando son los siguiente:

**Figura 20**

*Cantidad de empresas analizadas por sector de la economía de acuerdo con la clasificación CIU.*



*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023).

Los cinco sectores con la mayor cantidad de empresas en la base de datos que se analiza son:

### **Cuadro 12**

*Códigos CIU con mayor cantidad de empresas de la base de datos.*

<b>CLASIFICACIÓN INDUSTRIAL INTERNACIONAL UNIFORME</b>	<b>Total</b>
SECCIÓN G Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas	99559
SECCIÓN D Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado	59942
SECCIÓN K Actividades financieras y de seguros	49886
SECCIÓN F Construcción	37533
SECCIÓN A Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	22976

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

Las actividades con mayor generación de ingresos de acuerdo con la información obtenida son las empresas que se dedican a actividades del sector petrolero. A continuación, los cinco CIU que más ingresos reportan:

### Cuadro 13

*Actividades económicas con la mayor cantidad de ingresos.*

<b>CIIU</b>	<b>Detalle</b>
C1110	Extracción de petróleo crudo y de gas natural
G5051	Comercio de combustibles y lubricantes
I6021	Otros sistemas de transporte de pasajeros
G5211	Comercio al por menor
G5151	Comercio al por mayor
D2321	Derivados de petróleo y gas

Nota. Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Sociedades.

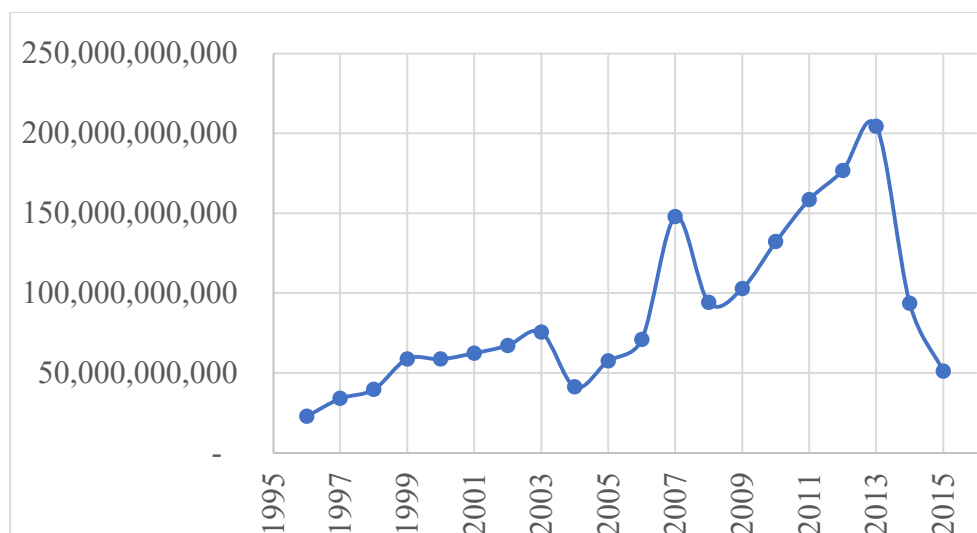
### **Evidencia del avance de la financiarización de 1996 a 2015**

Tal como se estableció la evidencia del avance de la financiarización de 2015 a 2022, las categorías de información contable que esta investigación evaluará de acuerdo con la disponibilidad de información para este periodo de tiempo son: inversiones, préstamos a particulares, valorización de inversiones, bonos en circulación, bonos obligatoriamente convertibles en acciones, entre otros. De otros estados financieros se analiza: pago de utilidades o participaciones, venta de inversiones temporales, venta de inversiones permanentes, compra de inversiones temporales, compra de inversiones permanentes, utilidad en venta de inversiones.

En la figura No. 21 observamos la evolución de 1996 a 2015 de las categorías expuestas.

**Figura 21**

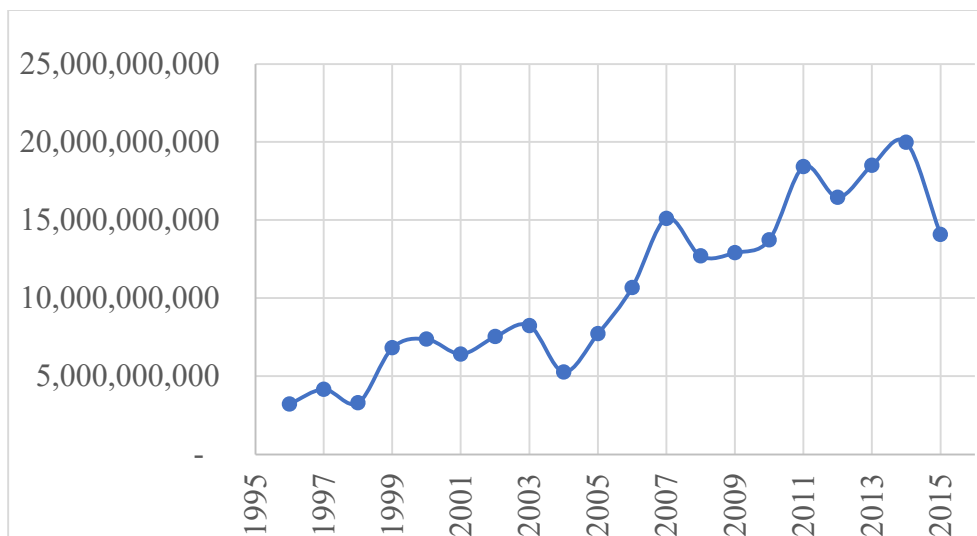
*Inversiones de corto plazo, de largo plazo y valorización de inversiones.*



*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

En el caso de las inversiones<sup>15</sup> se ha mantenido una tendencia al alza en la mayor parte del tiempo analizado (1995 a 2015) excepto para el final del periodo que serían los años 2014 a 2015, posiblemente esto se deba al aumento de la tasa de interés de intervención del Banco de la República. Sería razonable desde el punto de vista financiero que en temporada de tasas de interés altas las áreas financieras de las empresas prefieran el uso de dinero proveniente de la venta de inversiones que la financiación para fondearse.

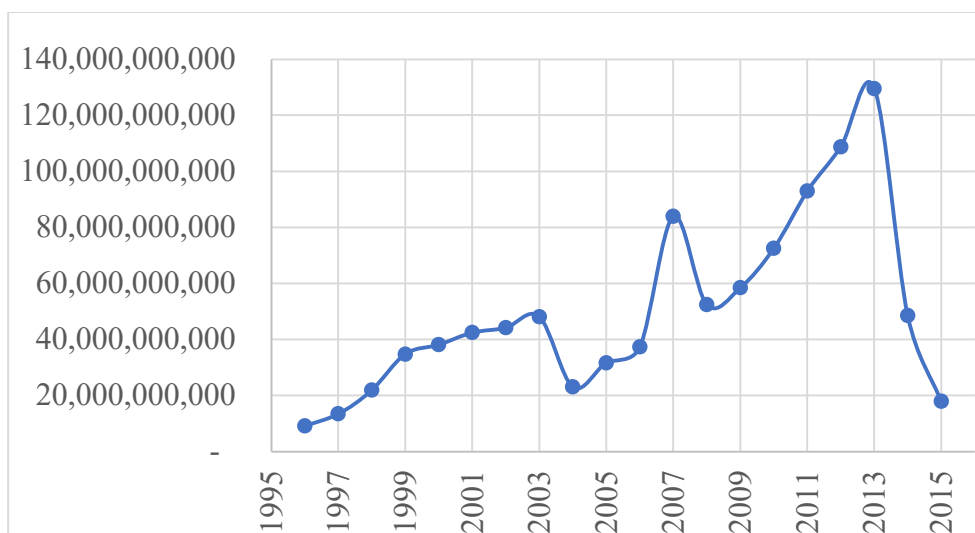
<sup>15</sup> Estas comprenden: inversiones en acciones, cuotas o partes de interés social, títulos valores, papeles comerciales o cualquier otro documento negociable adquirido por el ente económico con carácter temporal o permanente, con la finalidad de mantener una reserva secundaria de liquidez, establecer relaciones económicas con otras entidades o para cumplir con disposiciones legales o reglamentarias (PUC 2024)

**Figura 22***Inversiones de corto plazo*

*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

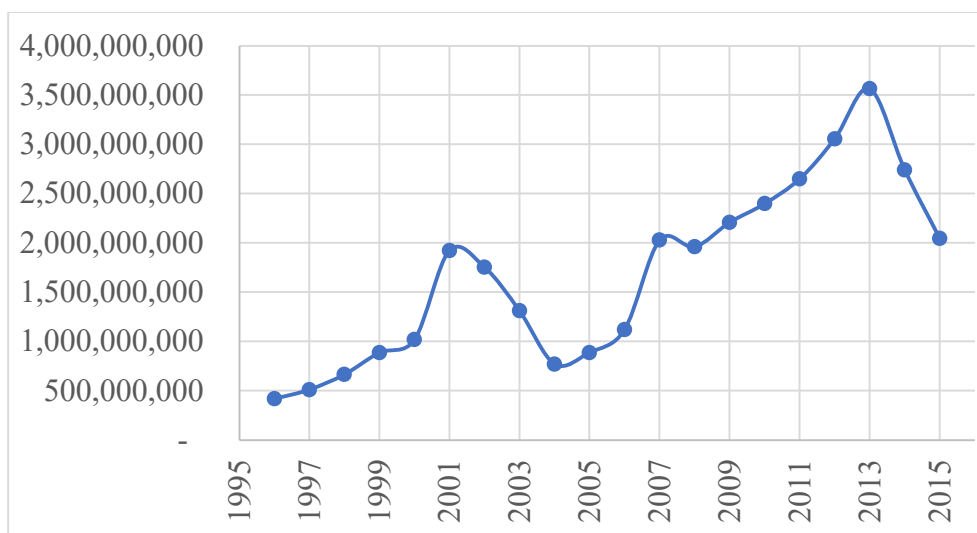
En la figura No.22 podemos observar la dinámica de las inversiones clasificadas como de corto plazo, como este tipo de inversiones, aunque disminuyen en 2014 a 2015 no lo hacen de forma tan pronunciada como las del largo plazo.

Las inversiones del corto plazo disminuyen en un poco más de 5 billones de pesos mientras que las del largo plazo lo hacen en más de 100 billones de pesos.

**Figura 23***Inversiones de largo plazo*

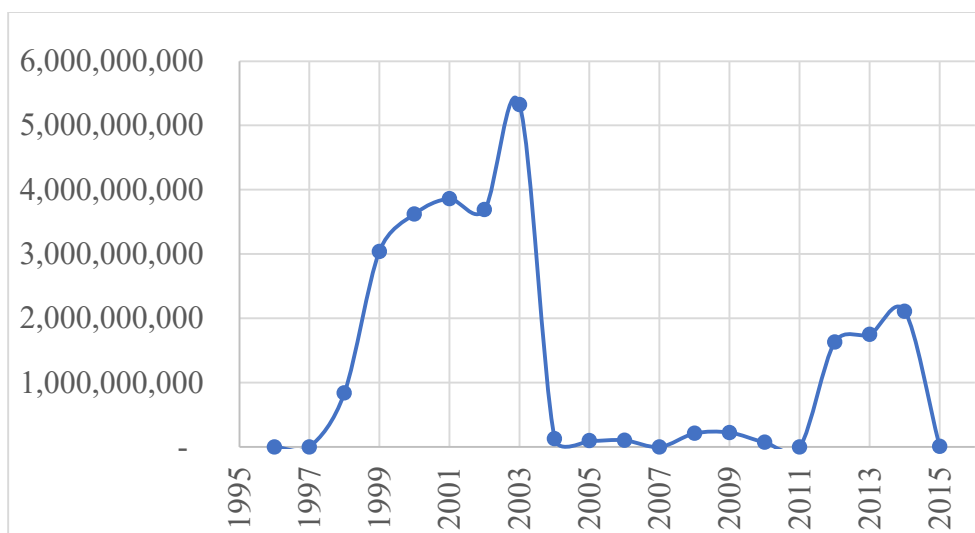
*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

Un indicador de financiarización que nos permite la información al detalle de la superintendencia de sociedades analizar para este periodo de 1996 a 2015 son los préstamos a particulares. Esta partida se asumiría como la tendencia de las empresas a buscar rentabilidad por préstamos tal y como lo hace el sistema financiero sin tener esa actividad económica. Los excedentes de las empresas se estarían direccionando a la obtención de rentabilidades por el cobro de intereses. Esta categoría mantiene una dinámica similar a la de las inversiones con una tasa de crecimiento de largo plazo sostenida hasta una disminución al final del periodo analizado. No se puede analizar esta información desde 2015 hasta 2022, ya que en los reportes para esos años no tenemos el detalle de las cuentas contables a este nivel.

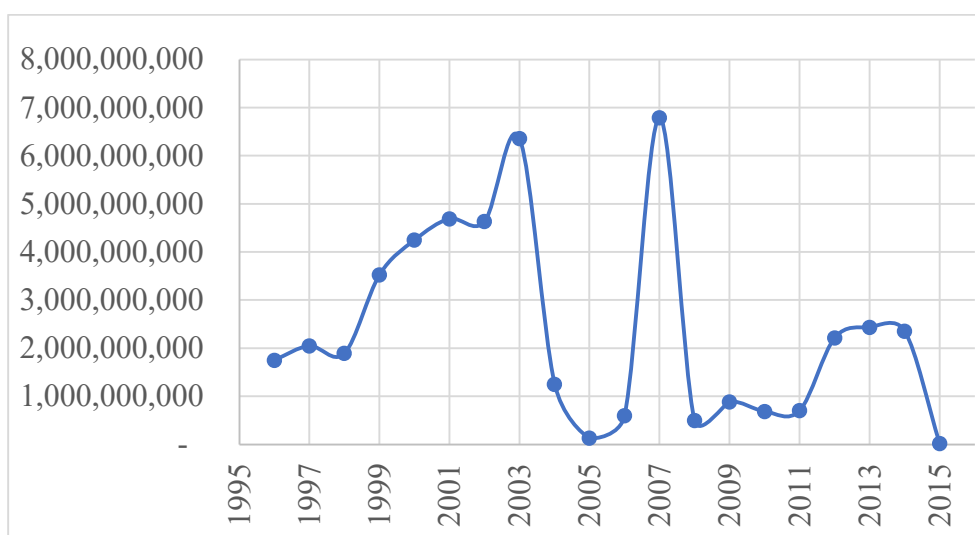
**Figura 24***Préstamos a particulares*

*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

El tipo de reporte para este periodo de tiempo (1996 a 2015) también nos permite observar la evolución de la actividad financiera de las empresas en la emisión de bonos, que para el PUC de las empresas comerciales es lo que se conoce como cuenta 29 (PUC, 2024). A continuación, podemos observar el comportamiento de los bonos en circulación de las empresas y en figura de Total Bonos el acumulado de: bonos en circulación, bonos obligatoriamente convertibles en acciones, papeles comerciales, bonos pensionales, títulos pensionales del corto y largo plazo.

**Figura 25***Bonos en circulación de corto y largo plazo*

*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

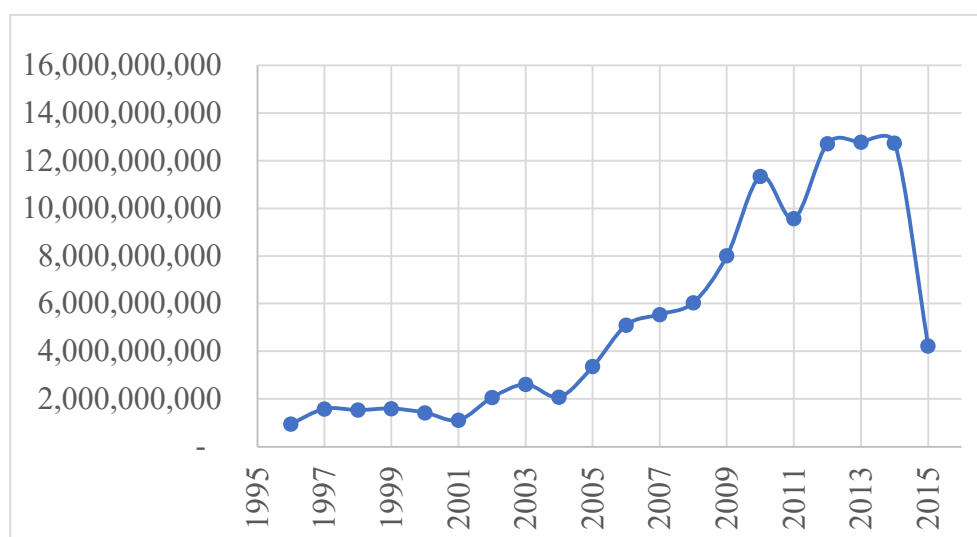
**Figura 26***Total Bonos*

*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

Al considerar el enfoque de la maximización de valor para los accionistas, que es uno de los enfoques que estudia el proceso de financiarización, razón por la cual se analiza la dinámica que ha tenido los pagos de dividendos. Lazonick, W., & O'sullivan, M. (2000) indican que la maximización de valor para los accionistas como principio de gobierno corporativo en los Estados Unidos se ha transformado desde una orientación hacia la retención de ganancias corporativas y la reinversión en el crecimiento corporativo a lo largo de los años 1970 hasta uno de reducción de la fuerza laboral corporativa y distribución de las ganancias corporativas a los accionistas durante las últimas dos décadas.

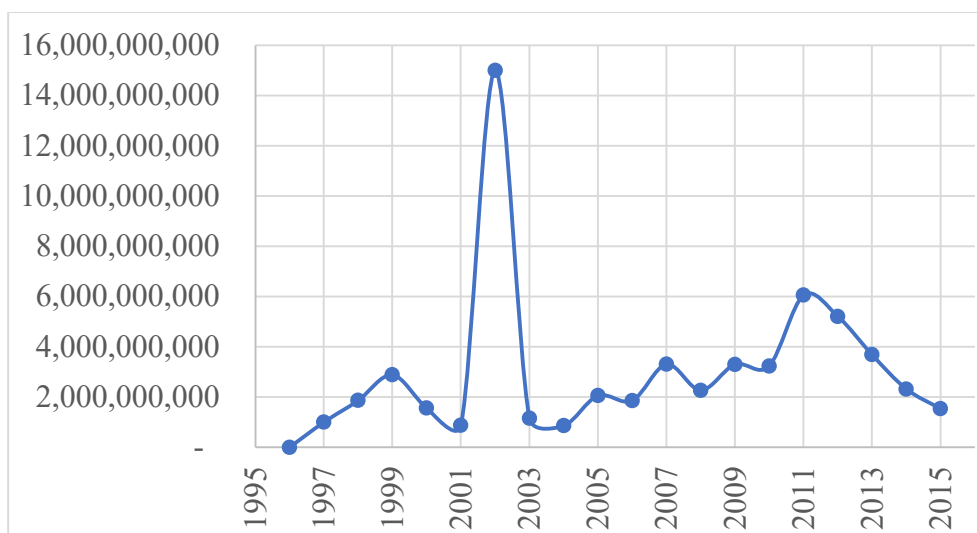
### Figura 27

*Pago de utilidades, dividendos o participaciones*

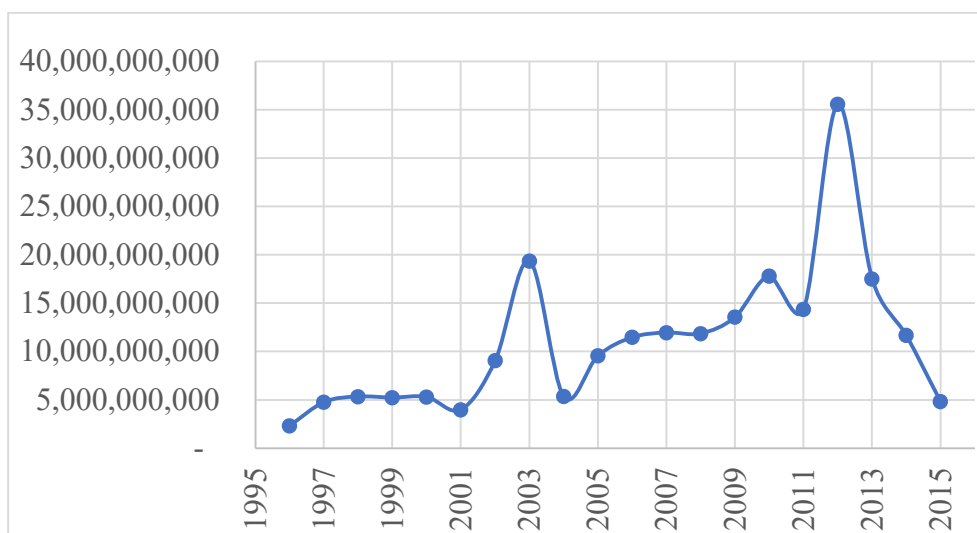


*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

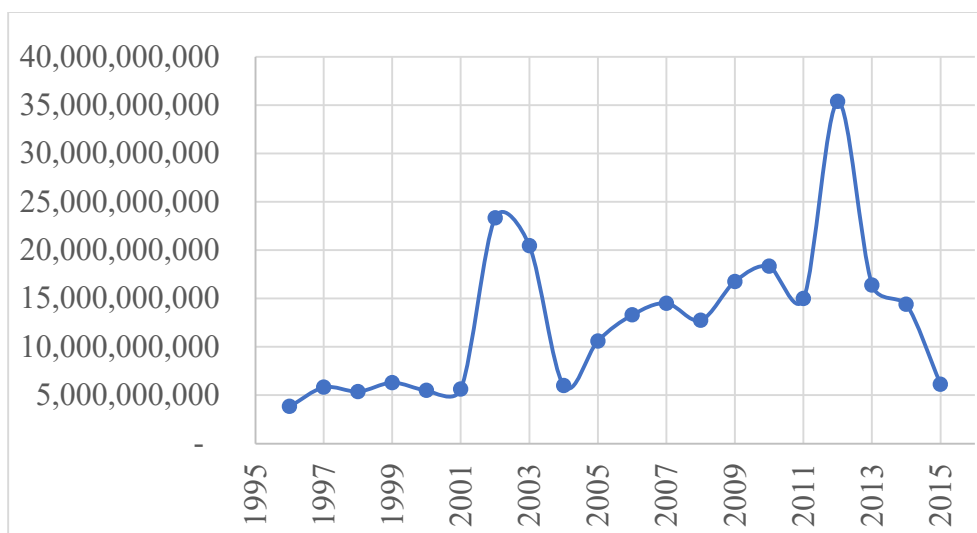
Las compras y ventas de inversiones permanentes y temporales pueden darnos cuenta del avance del proceso de financiarización.

**Figura 28***Venta de inversiones permanentes*

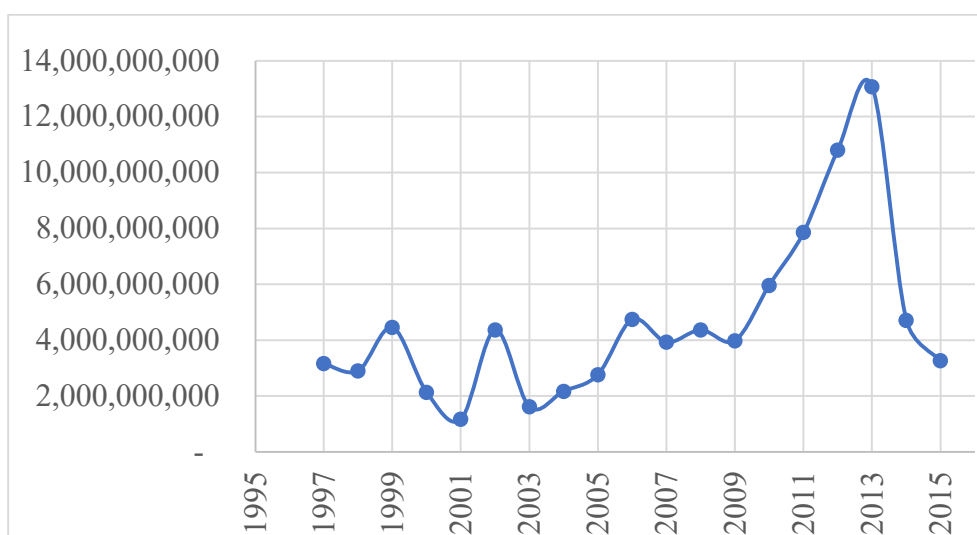
*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

**Figura 29***Venta de inversiones temporales*

*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

**Figura 30***Compra de inversiones temporales*

*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

**Figura 31***Compra de inversiones permanentes*

*Nota.* Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de sociedades (2023). Cifras expresadas en miles de pesos.

## **Análisis inferencial de la financiarización en Colombia**

Algunos autores han utilizado modelos econométricos para analizar los determinantes y consecuencias de la financiarización en empresas no financieras. Akkemik y Özen (2014) emplearon un modelo de datos panel con efectos fijos para estudiar los factores macroeconómicos e institucionales que impulsan la financiarización en empresas turcas. Bruno y Shin (2017) desarrollaron un modelo de regresión a nivel de empresa para investigar la relación entre el crédito global en dólares, las operaciones de carry trade y la financiarización. Davis (2018) también utilizó un modelo de regresión a nivel de empresa para analizar cómo la financiarización afecta el comportamiento de inversión de las empresas estadounidenses. Yu y Jo (2022) emplearon un modelo de datos panel para examinar el impacto de la financiarización en las inversiones reales y de I+D en empresas surcoreanas. Zeolla y Santarcángelo (2023) analizaron la relación entre la financiarización, los activos financieros y la inversión productiva en empresas latinoamericanas utilizando datos panel y modelos de regresión. En línea con estos estudios, este trabajo de grado utiliza un modelo de datos panel, inspirado en el trabajo de Soener (2015), quien mediante una regresión lineal exploró los factores que llevan a las empresas del sector del calzado en Estados Unidos a la financiarización.

El modelo de Soener (2015) se basa en la siguiente ecuación:

$$\text{Financiarización} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon$$

Donde:

**Financiarización:** Es la variable dependiente que representa el grado de financiarización de una empresa. Soener (2015) utiliza diferentes medidas para cuantificar la financiarización, tales como la proporción de activos financieros sobre el total de activos, ratio de ingresos financieros

sobre los ingresos totales, ratio de gastos financieros sobre los ingresos totales, ratio de dividendos pagados sobre las ganancias, ratio de recompra de acciones sobre las ganancias y el crecimiento de los activos financieros.

$\beta_0$ : Es la constante del modelo.

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$  : Son los coeficientes de las variables independientes. Estos coeficientes indican la influencia de cada variable independiente en la financiarización.

$X_1, X_2, \dots, X_n$ : Son las variables independientes que Soener (2015) utiliza para explicar la financiarización.

$\varepsilon$ : Representa el término de error del modelo.

Las variables independientes que utiliza Soener (2015) se dividen en cuatro categorías:

### **1. Características de la empresa**

En su modelo, Soener (2015) incluye diversas características de la empresa para explicar la financiarización. Entre ellas se encuentran el tamaño de la empresa, medido por los activos totales, y la rentabilidad, medida por el margen de beneficio. Además, se considera la existencia de sindicato en la empresa y si la empresa es auditada por una de las "Big Four" (las cuatro mayores firmas de auditoría). Finalmente, Soener (2015) distingue entre tres tipos de empresa: manufactureras, comercializadoras (que se enfocan en la marca y subcontratan la producción) y minoristas. Esta clasificación permite analizar si la propensión a la financiarización varía según la estructura y el modelo de negocio de la empresa.

### **2. Condiciones macroeconómicas**

Para la investigación de Soener (2015), la condición macroeconómica que se tuvo en cuenta fue el nivel de incertidumbre económica medido a partir de la volatilidad del índice bursátil S&P 500.

### **3. Factores institucionales**

Soener (2015) no incluye variables específicas en esta categoría, pero menciona que la financiarización puede estar influenciada por factores institucionales como la regulación financiera y las políticas gubernamentales, algo similar a la conclusión que se ha sacado del capítulo dos de este trabajo de grado.

### **4. Factores globales:**

Soener (2015) no incluye variables específicas en esta categoría, pero reconoce que la financiarización es un fenómeno global que puede estar influenciado por factores como la globalización financiera y la competencia internacional.

### **Principales hallazgos de Soener (2015):**

Los hallazgos de Soener (2015) revelan algunas tendencias interesantes en la financiarización de las empresas del sector del calzado en Estados Unidos. El estudio muestra que las empresas comercializadoras, que se enfocan en la marca y subcontratan la producción, son más propensas a la financiarización que las empresas manufactureras y los minoristas. Contrario a lo que se podría esperar, la rentabilidad no muestra una influencia significativa en la financiarización. Sorprendentemente, las empresas con sindicato resultan ser más susceptibles a la financiarización, posiblemente como una estrategia para desviar recursos de la producción hacia actividades financieras. Finalmente, Soener (2015) observa que la incertidumbre económica, medida por la volatilidad del mercado bursátil, tiende a reducir la financiarización, lo que sugiere que las

empresas son más cautelosas en sus inversiones financieras durante periodos de mayor incertidumbre.

Es importante destacar que el modelo de Soener (2015) se centra en el sector del calzado en Estados Unidos, por lo que sus resultados pueden no ser generalizables a otros sectores o países.

### **Objetivo del modelo de Soener (2015)**

El objetivo que se ha planteado para la estructuración de este modelo busca analizar la relación entre los activos financieros de una empresa y sus posibles variables explicativas, considerando la literatura expuesta anteriormente, las variables propuestas son: el efectivo de la empresa, la tasa de rentabilidad, aunque Soener (2015) encontró que en las empresas de calzado de los estados unidos es una variable que no explica el avance de la financiarización, el contexto de las empresas analizadas en este trabajo de grado es diferente, el CIU suponiendo que cierto tipo de sectores sean más propensos a financiarizar, el auditor, esperando sacar una conclusión al respecto de si la presencia de un auditor de una firma en específico promueve la financiarización,

La información está organizada como un panel de datos en donde se presentan las empresas, la variable dependiente y las variables independientes, por cada uno de los años de información, del año 2015 a 2022.

### **Formalización del modelo para Colombia**

Para el análisis de los datos, en este caso, se aplicó un modelo de datos panel . Los datos de panel, también conocidos como datos longitudinales o datos de series cruzadas, son datos que siguen a múltiples sujetos (por ejemplo, individuos, empresas, países, entre otros.) a través del

tiempo. Este tipo de modelo es muy útil para analizar cómo las variables cambian tanto a lo largo del tiempo como entre las unidades de observación (Croissant y Millo, 2008).

Se ha aplicado un modelo de efectos fijos, en el cual se realizaron varias pruebas de especificación y se corrigió la autocorrelación con AR(1).

La ecuación del modelo en términos matemáticos es la siguiente:

$$\ln(AF_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \ln E_{it} + \beta_2 TR_{it} + \beta_3 CIIU_{it} + \beta_4 AUD_{it} + \beta_5 \ln AF_{it-1} + \beta_6 \ln PF_{it-1} + \beta_7 A_{it} + U_i + \varepsilon_{it}$$

Donde:

$\ln(AF_{it})$ : Logaritmo natural de los activos financieros de la empresa  $i$  en el año  $t$ .

$\beta_0$ : Intercepto del modelo.

$\beta_1$ : Coeficiente de la variable "logaritmo natural del efectivo"  $\ln E_{it}$

$\beta_2$ : Coeficiente de la variable "tasa de rentabilidad"  $TR_{it}$

$\beta_3$ : Coeficiente de la variable "clasificación industrial"  $CIIU_{it}$

$\beta_4$ : Coeficiente de la variable "firma auditora"  $AUD_{it}$

$\beta_5$ : Coeficiente de la variable "logaritmo natural de los activos financieros del año anterior"  $\ln AF_{it-1}$

$\beta_6$ : Coeficiente de la variable "logaritmo natural de los pasivos financieros del año anterior"  $\ln PF_{it-1}$

$\beta_7$ : Coeficiente de la variable "año"  $A_{it}$

$U_i$ : Efecto individual de la empresa  $i$ .

$\varepsilon_{it}$ : Término de error idiosincrásico de la empresa  $i$  en el año  $t$ .

Las variables se explican de la siguiente manera de acuerdo con el objetivo de la aplicación del modelo:

$\ln(AF_{it})$ : Representa la variable dependiente, que es el logaritmo natural de los activos financieros de la empresa  $i$  en el año  $t$ . La transformación logarítmica se utiliza para linealizar la relación y estabilizar la varianza.

$\ln E_{it}$ : Logaritmo natural del efectivo de la empresa  $i$  en el año  $t$ . Se espera que un mayor nivel de efectivo esté asociado a un mayor volumen de activos financieros.

$TR_{it}$ : Tasa de rentabilidad de la empresa  $i$  en el año  $t$ . Se espera que empresas más rentables tiendan a acumular más activos financieros.

$CIIU_{it}$ : Variable categórica que representa la clasificación industrial de la empresa  $i$  en el año  $t$ . Se analiza si la industria a la que pertenece la empresa influye en sus decisiones de inversión y, por lo tanto, en sus activos financieros lo que representaría un sector más financierizado.

$AUD_{it}$ : Variable categórica que representa la firma auditora de la empresa  $i$  en el año  $t$ . Se analiza si la firma auditora tiene alguna relación con la acumulación de activos financieros.

$\ln AF_{it-}$ : Logaritmo natural de los activos financieros de la empresa  $i$  en el año anterior ( $t-1$ ). Se incluye para capturar la persistencia de los activos financieros en el tiempo.

$\ln PF_{it-1}$ : Logaritmo natural de los pasivos financieros de la empresa  $i$  en el año anterior ( $t-1$ ). Se incluye para analizar si la estructura de financiamiento de la empresa en el pasado influye en sus activos financieros actuales.

$A_{it}$ : Variable categórica que representa el año t. Se incluye para controlar los efectos temporales comunes a todas las empresas, como cambios en las condiciones macroeconómicas.

$U_i$ : Representa el efecto individual de la empresa i. En un modelo de efectos aleatorios, se asume que  $U_i$  es una variable aleatoria con media cero y varianza constante.

$\varepsilon_{it}$ : Representa el término de error idiosincrásico de la empresa i en el año t.

En conclusión, el modelo busca explicar la variación en el logaritmo natural de los activos financieros de las empresas a lo largo del tiempo (datos panel) utilizando un conjunto de variables independientes. La transformación logarítmica de la variable dependiente y de las variables efectivo y pasivos financieros tiene como objetivo linealizar la relación entre las variables y estabilizar la varianza. El modelo incluye efectos individuales ( $U_i$ ) para capturar las heterogeneidades no observables entre las empresas que podrían influir en sus activos financieros. En un modelo de efectos aleatorios, estos efectos se consideran aleatorios. La inclusión de la variable "factor(anio)" controla los efectos temporales comunes a todas las empresas. La autocorrelación serial se corrige mediante la inclusión de un término AR(1) en el modelo. La estimación de los coeficientes se realiza mediante el método de mínimos cuadrados generalizados (MCG), que considera la estructura de datos panel y la posible heterocedasticidad y autocorrelación.

### **Resultados del modelo**

Al aplicar un modelo de efectos fijos, en el cual se realizaron varias pruebas de especificación y se corrigió la autocorrelación con AR(1) el resultado que se obtuvo es el siguiente:

**Cuadro 14**

*Resultado del modelo de efectos fijos con corrección de la autocorrelación con AR(1).*

Variables		Estimate	Std. Error	t - value	P-value
Efectivo		0.406	0.015	26.38	0
Tasa de rentabilidad		0.009	0.002	4.186	0
Sector	Explotación de minas y canteras	-1.834	1.239	-1.481	0.139
	Industrias manufactureras	1.995	0.892	2.236	0.025
	Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado	2.739	2.247	1.219	0.223
	Construcción	0.405	0.989	0.41	0.682
	Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas	1.05	0.854	1.23	0.219
	Transporte y almacenamiento	6.087	2.378	2.56	0.01
	Alojamiento y servicios de comida	1.35	1.306	1.033	0.302
	Información y comunicaciones	-0.365	1.08	-0.338	0.736
	Actividades financieras y de seguros	-0.065	1.12	-0.058	0.954
	Actividades inmobiliarias	0.493	0.87	0.567	0.571
	Actividades profesionales, científicas y técnicas	1.016	0.957	1.062	0.288
	Actividades de servicios administrativos y de apoyo	0.821	1.042	0.789	0.43
	Actividades de atención de la salud humana y de asistencia social	-1.45	2.622	-0.553	0.58
	Actividades artísticas de entretenimiento y recreación	7.718	2.185	3.532	0
Otras actividades de servicios	1.844	1.637	1.127	0.26	
Firma de auditoría	PWC	-1.039	0.316	-3.295	0.001
	EY	-0.183	0.31	-0.592	0.554
	KPMG	-0.966	0.321	-3.009	0.003
	Otras	-0.982	0.272	-3.618	0
	No reporta	-0.736	0.309	-2.38	0.017
Activos Financieros del periodo anterior		0.108	0.006	16.649	0
Pasivos Financieros del periodo anterior		0.003	0.006	0.528	0.597
Total Sum of squares		330010			
Residual Sum of squares		309050			
R-Squared		0.063526			
Adj. R-Squared		-0.15384			
F-statistic		48.4178 on 24 and 17130 DF			
P-value		< 2.22e-16			

Nota. Elaboración propia.

### **Interpretación de los coeficientes:**

**Efectivo:** Un aumento del 1% en el efectivo disponible de las empresas se asocia con un aumento del 0.406% en el tamaño de sus activos financieros. Este coeficiente es altamente significativo ( $p\text{-value} = 0$ ). Esto quiere decir que cuando las empresas tienen gran cantidad de efectivo tienden a tener más activos financieros lo cual sugiere que el efectivo es una variable que hace que las empresas no financieras tiendan a la financiarización.

**Tasa de rentabilidad:** Un aumento de un punto porcentual en la tasa de rentabilidad se asocia con un aumento de 0.009 puntos porcentuales en el tamaño de los activos financieros. Este coeficiente es altamente significativo ( $p\text{-value} = 0$ ). Esto indica que las empresas no financieras más rentables tienden a tener más activos financieros.

**Sector (CIIU):** Algunas categorías de CIIU tienen coeficientes significativos, lo que indica que el sector industrial influye en los activos financieros, aunque teniendo en cuenta la caracterización de la base de datos se podría inferir que posiblemente esta conclusión no tenga fuerza por efecto de la industria si no por la cantidad de empresas que se hayan analizado en ese sector. Para este caso el resultado del modelo indica que los sectores de industrias manufacturera, transporte y almacenamiento y actividades artísticas, de entretenimiento y recreación tienen un impacto positivo mientras que el sector de explotación de minas y canteras tiene un impacto negativo, el sector de referencia es Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

**Factor (Auditor):** Las empresas auditadas por las firmas PWC, KPMG, Otros revisores fiscales y no reportan tienen, en general, coeficientes negativos y significativos, lo que sugiere que tienen menos activos financieros que las auditadas por la firma de referencia (Deloitte).

Activos Financieros: corresponde con la relación al periodo anterior y nos indica que un aumento del 1% en el tamaño de los activos financieros en el periodo anterior se asocia con un aumento del 0.108% en el tamaño de los activos financieros en el periodo actual. Este coeficiente es altamente significativo ( $p\text{-valor} = 0$ ), lo que sugiere una relación de persistencia o inercia en la evolución de los activos de las empresas, esto quiere decir que aquellas empresas que destinan excedentes de liquidez para la compra de activos financieros se mantienen en esta práctica en el tiempo.

Pasivos Financieros: El coeficiente no es significativo ( $p\text{-value} = 0.597$ ), lo que nos permite inferir que los pasivos financieros del año anterior no tienen una influencia significativa en los activos financieros del año actual.

### **Conclusión de la aplicación del modelo:**

El modelo AR1 con efectos fijos muestra que el efectivo, la tasa de rentabilidad, el sector industrial, la firma auditora y la persistencia de los activos financieros tienen un impacto significativo en los activos financieros de las empresas colombianas. Sin embargo, también pueden existir otros factores que no se están considerando en el modelo y que pueden tener una incidencia importante.

### **Análisis diagnóstico del modelo PLM en R**

Para ajustar el modelo PLM en R de efectos fijos AR (1) se realizó un análisis diagnóstico para evaluar la calidad y validez de los supuestos. Algunas pruebas realizadas sobre el panel de datos se presentan a continuación.

### 1. Prueba del Multiplicador de Lagrange para Efectos Aleatorios (Breusch-Pagan):

<b>chisp</b>	0.05973
<b>df</b>	1
<b>p – value</b>	0.8069

El p-value es mayor que 0.05, por lo que no se rechaza la hipótesis nula de no existencia de efectos aleatorios. Esto significa que no hay evidencia de heterocedasticidad significativa en los errores del modelo. Sin embargo, esto no implica que un modelo pooled OLS (Mínimos Cuadrados Ordinarios Agrupados) que es un modelo de regresión lineal que combina datos de diferentes individuos o unidades a lo largo del tiempo sea adecuado para analizar estos datos de panel. Es importante considerar si existen otros factores que justifiquen el uso de un modelo de efectos fijos o un modelo de efectos aleatorios más complejo.

### 2. Prueba de Hausman:

<b>chisp</b>	18051
<b>df</b>	31
<b>p - value</b>	< 2.2e-16

El p-value de la prueba de Hausman es extremadamente bajo, lo que indica un rechazo contundente de la hipótesis nula. Esto significa que el modelo de efectos fijos es preferible al modelo de efectos aleatorios para este tipo de panel de datos. Hay evidencia de que las diferencias entre empresas no son aleatorias y podrían estar correlacionadas con las variables explicativas. La prueba de Hausman destaca la importancia de considerar la estructura de panel de los datos y de elegir un modelo que tenga en cuenta la heterogeneidad no observada entre las empresas.

### 3. Prueba de Wooldridge para autocorrelación:

<b>chisp</b>	5.1581
<b>df</b>	1
<b>p - value</b>	0.02314

La prueba de Breusch-Godfrey/Wooldridge detecta que hay autocorrelación serial en los errores. El p-value es menor que 0.05, lo que indica un rechazo de la hipótesis nula de no autocorrelación. Hay evidencia de autocorrelación serial en los errores idiosincrásicos del modelo.

### 4. Prueba de Breusch-Pagan para correlación contemporánea:

<b>chisp</b>	9229180
<b>df</b>	5766967
<b>p - value</b>	< 2.2e-16

La prueba de Breusch-Pagan para dependencia cruzada en paneles muestra un p-value menor que 2.2e-16, lo que indica un rechazo contundente de la hipótesis nula de no dependencia cruzada. Esto sugiere que los errores del modelo de efectos fijos presentan una correlación significativa entre las empresas del panel. Esta evidencia de dependencia cruzada podría deberse a factores comunes no observados que afectan a las empresas de manera similar, como la volatilidad del mercado, las políticas económicas o las tendencias generales de la industria. Es importante considerar la influencia de la dependencia cruzada en la interpretación de los coeficientes del modelo y evaluar las posibles estrategias para controlarla.

### 5. Prueba de Wald y prueba modificada de Wald para Heterocedasticidad:

Para este caso se obtuvo un error en el modelo al intentar usar autocorrelation = "ar1" con un modelo de efectos aleatorios (model = "random") la razón es que no se tienen suficientes períodos de tiempo en los datos para estimar todos los coeficientes con el método Swamy-Arora. Ya las pruebas anteriores habían concluido que un modelo de efectos fijos es preferible.

Teniendo en cuenta estas pruebas se estructuró el modelo de efectos fijos con AR(1) que se presenta en este capítulo, adicionalmente se hicieron pruebas con modelos similares lo que arrojó los resultados que se muestran a continuación.

**1. Modelo con errores estándar robustos a la heterocedasticidad:**

<b>Total Sum of squares</b>	748140
<b>Residual Sum of squares</b>	522540
<b>R-Squared</b>	0.30156
<b>Adj. R-Squared</b>	0.30047
<b>Chisq</b>	8479.43 on 33 DF
<b>P-value</b>	< 2.22e-16

**2. Modelo FGLS para corregir heterocedasticidad, correlación contemporánea y autocorrelación:**

<b>Total Sum of squares</b>	330010
<b>Residual Sum of squares</b>	309050
<b>R-Squared</b>	0.063526
<b>Adj. R-Squared</b>	-0.15384
<b>F-statistic</b>	48.4178 on 24 and 17130 DF
<b>P-value</b>	< 2.22e-16

**3. Modelo PCSE para corregir heterocedasticidad, correlación contemporánea y autocorrelación:**

<b>Total Sum of squares</b>	331900
<b>Residual Sum of squares</b>	309050
<b>R-Squared</b>	0.06884
<b>Adj. R-Squared</b>	-0.14729
<b>F-statistic</b>	40.852 on 31 and 17130 DF
<b>P-value</b>	< 2.22e-16

Interpretación de coeficientes: La interpretación de los coeficientes sigue siendo la misma, pero ahora se puede confiar más en los p-values y la significancia estadística de las variables del modelo utilizado.

### **Conclusiones de la evaluación de la información financiera**

Este capítulo se propuso encontrar evidencia del proceso de financiarización en empresas no financieras colombianas entre 1996 y 2022. El análisis se basó en dos bases de datos, una para el periodo 1996 a 2015 bajo el DR 2649 de 1993 y otra para el periodo 2015 a 2022 bajo el modelo IASB - IFRS. La evaluación de la información financiera, siguiendo las metodologías de autores como Rabinovich (2020) y Soener (2015), reveló un incremento sostenido en las partidas relacionadas con la disposición de excedentes de liquidez para la compra de activos financieros, lo que sugiere un avance del proceso de financiarización.

En ambas bases de datos, se observa un aumento en los activos financieros, especialmente las inversiones de corto y largo plazo, con una tendencia al alza más pronunciada en el periodo bajo NIIF. Sin embargo, el año 2020 presenta una disminución considerable en los activos financieros, posiblemente debido a la pandemia. Se destaca la riqueza de información bajo el DR 2649, que permite un análisis más desagregado de las cuentas, a diferencia de las NIIF. Un desafío identificado es la falta de desagregación en los ingresos financieros, lo que dificulta un análisis más preciso de la financiarización desde la perspectiva de los ingresos.

Para complementar el análisis descriptivo, se aplicó un modelo de datos panel AR1 con efectos fijos. Los resultados confirman la influencia significativa del efectivo, la tasa de rentabilidad, el sector industrial, la firma auditora y la persistencia de los activos financieros en la acumulación de activos financieros en las empresas colombianas. Sin embargo, el bajo R-cuadrado

del modelo indica que existen otros factores no considerados que podrían estar jugando un papel relevante en la financiarización.

En definitiva, el análisis de la información financiera, tanto descriptivo como a través del modelo econométrico, aporta evidencia del avance de la financiarización en las empresas no financieras colombianas. Se observa una tendencia creciente a la inversión en activos financieros, lo que sugiere un cambio en la lógica empresarial hacia la búsqueda de rentabilidad financiera.

## CONCLUSIONES

Este trabajo de grado se propuso analizar la incidencia de la financiarización en la información financiera de empresas no financieras en Colombia durante el período 1996-2022, objetivo general que se abordó a través de tres objetivos específicos. En primer lugar, se caracterizó históricamente la financiarización en el contexto colombiano, considerando la información financiera y los eventos económicos, políticos y sociales que marcaron la trayectoria del país desde inicios del siglo XX. En segundo lugar, se evaluó la información financiera de las empresas para determinar si la disposición de excedentes de liquidez se destinaba a la obtención de rendimientos financieros ajenos a su actividad principal. Finalmente, se buscó establecer relaciones entre el proceso de financiarización y la información financiera, analizando cómo las normas contables vigentes (DR 2649 de 1993 y el modelo IASB - IFRS) podrían estar influyendo en este fenómeno.

La revisión exhaustiva de la literatura permitió conceptualizar la financiarización desde sus múltiples enfoques, comprendiéndola como un modo de acumulación, como la maximización del valor para el accionista y como un fenómeno que permea la vida cotidiana. Se exploró cómo este proceso se ha instaurado globalmente, incluyendo los países en desarrollo bajo la lógica de la financiarización subordinada. La riqueza de la literatura consultada abre un panorama amplio para comprender la complejidad de la financiarización y sus implicaciones en la configuración del mundo actual.

La caracterización histórica de la financiarización en Colombia, desde los inicios del siglo XX, reveló la profunda transformación del contexto nacional en sus dimensiones económica, política y social. Se evidenció la influencia de eventos como la apertura económica de 1990 y la Constitución de 1991 en el desarrollo de un modelo económico favorable a la financiarización. Esta contextualización histórica, poco explorada en la literatura existente, ofrece una valiosa

perspectiva para comprender la trayectoria de la financiarización en Colombia y su relación con la evolución del régimen de acumulación y el modo de regulación, cumpliendo así con el primer objetivo específico.

El análisis de la información financiera, proveniente de la base de datos de la Superintendencia de Sociedades, constituyó un desafío y una oportunidad para el segundo objetivo específico. El reto radicó en la organización, limpieza y unificación de la información, separada en dos bases de datos (1996-2015 y 2015-2022) que reflejan las diferentes normas contables vigentes (DR 2649 de 1993 y DR 2420 de 2015). Este proceso permitió identificar patrones y tendencias en la información financiera, revelando un aumento sostenido en los activos financieros, especialmente las inversiones de corto y largo plazo, lo que sugiere un avance del proceso de financiarización. Se destaca el valor de la información detallada disponible bajo el DR 2649, que permite un análisis más profundo que el proporcionado por las NIIF.

La aplicación de un modelo econométrico de datos panel AR1 con efectos fijos, inspirado en el trabajo de Soener (2015), confirmó la influencia del efectivo, la rentabilidad, el sector industrial, la firma auditora y la persistencia de los activos financieros en la acumulación de activos financieros en las empresas no financieras colombianas. Sin embargo, el bajo R-cuadrado del modelo señala la existencia de otros factores relevantes aún no considerados. Este modelo, sumado al análisis descriptivo, aporta evidencia empírica que corrobora la presencia de la financiarización en Colombia y su impacto en las decisiones financieras de las empresas.

A lo largo de este trabajo, se ha logrado establecer una relación clara entre el proceso de financiarización y la información financiera, cumpliendo así con el tercer objetivo específico. Se ha evidenciado que las normas contables, el DR 2649 de 1993 y el modelo IASB-IFRS, influyeron

en cómo las empresas gestionan sus recursos financieros y en la creciente importancia de los activos financieros.

Este trabajo de grado no solo ha contribuido a la literatura sobre la financiarización, sino que también ha generado una profunda reflexión personal sobre el papel de este fenómeno en la vida cotidiana. La financiarización permea las decisiones individuales y empresariales, influye en la configuración de las políticas públicas y modela las relaciones sociales. Es un proceso complejo y multifacético que requiere una comprensión integral para poder ser entendido.

Se abren así nuevas líneas de investigación, como el impacto de la financiarización en la inversión real, el crecimiento económico, la estabilidad financiera y la soberanía de los países. Este trabajo invita a seguir explorando la relación entre la financiarización y la información contable, a profundizar en el análisis sectorial y a considerar la inclusión de variables macroeconómicas en los modelos. Asimismo, se insta a las entidades de control a evaluar la posibilidad de incorporar en la información financiera solicitada a las empresas indicadores que permitan medir de forma más precisa la financiarización.

En definitiva, esta tesis ha sido un viaje de aprendizaje que ha permitido entender la financiarización a través de la lupa de la información financiera (contable), cumpliendo con los objetivos propuestos. Se ha revelado su impacto en las empresas colombianas, en el contexto social, económico y político del país y en la propia reflexión personal sobre el modelo de acumulación dominante.

## BIBLIOGRAFÍA

Abeles, M., Pérez Caldentey, E., & Valdecantos, S. (2018). Estudios sobre financierización en América Latina. Cepal.

Admati, A. R. (2017). A skeptical view of financialized corporate governance. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 131-150.

Aglietta, M., & Cartelier, J. (2002). Orden monetario de las economías de mercado. *Cuadernos de economía*, 21(36), 41-75.

Aglietta, M., & Reberieux, A. (2005). *Corporate governance adrift: a critique of shareholder value*. Edward Elgar Publishing.

Ahumada, C. (1996). El modelo neoliberal y su impacto en la sociedad colombiana.

Akkemik, K. A., & Özen, Ş. (2014). Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of Turkey. *Socio-economic review*, 12(1), 71-98.

Alfonso-Corredor, V. A. (2018). El uso de forwards peso dólar en las empresas colombianas del sector real. *Borradores de Economía*; No. 1058.

Álvarez, H. Á., & Jimenez, J. H. C. (2018). La supra-regulación contable y la financierización económica. *Revista En-Contexto*, 6(9), 51-82.

Álvarez, J. E. (2006). Las reformas estructurales y la construcción del orden neoliberal en Colombia. *Los Desafíos de Las Emancipaciones Em Um Contexto Militarizado*. Colección Grupos de Trabajo de CLACSO. Buenos Aires, CLACSO Libros, 247-84.

Aoki, M., & Patrick, H. (Eds.). (1995). *The Japanese main bank system: its relevance for developing and transforming economies*. Clarendon Press.

Arango, G. M. (2019). *Regímenes de acumulación y modos de regulación: Colombia 1910-2010*. Universidad Nacional de Colombia, Facultad de Ciencias Económicas, Instituto de Estudios Políticos y Relaciones Internacionales.

Arrighi, G. (1999). *El largo siglo XX* (Vol. 3). Ediciones Akal.

Banco de la República (2023). <https://www.banrep.gov.co/es>

Benito, S. M. R., Ortiz, L. P., & Trujillo, M. P. (2016). Financiarización de la economía mundial y transformación en la calidad del empleo. *Revista de Derecho de la Seguridad Social, Laborum*, (6).

Bensadon, D. (2016). *IFRS in a Global World International and Critical Perspectives on Accounting*. Springer International Publishing Switzerland.

Boyd, J. H., & Prescott, E. C. (1986). Financial intermediary-coalitions. *Journal of Economic theory*, 38(2), 211-232.

Boyer, R. (1986). *La théorie de la régulation: une analyse critique*. (No Title).

Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and society*, 29(1), 111-145.

Boyer, R., & Saillard, Y. (1995). *Un précis de la régulation. Théorie de la régulation: l'état des savoirs*. Paris: La Découverte.

Bruno, V., & Shin, H. S. (2017). Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis. *The Review of Financial Studies*, 30(3), 703-749.

Caballero, J., Panizza, U., & Powell, A. (2016). The second wave of global liquidity: Why are firms acting like financial intermediaries?.

Caldentey, E. P., & Vernengo, M. (2021). Financialization, premature deindustrialization, and instability in Latin America. *Review of Keynesian Economics*, 9(4), 493-511.

Centro de Escritura Javeriano. (2020). Manual APA 7a edición. Pontificia Universidad Javeriana. <https://www.javerianacali.edu.co/centro-escritura/recursos/manual-apa-7a-edicion>

Chakraborty, S., & Ray, T. (2006). Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis. *Journal of Monetary Economics*, 53(2), 329-350.

Chiapello, E. (2016). How IFRS contribute to the financialization of capitalism. IFRS in a global world: international and critical perspectives on accounting, 71-84.

Christophers, B. (2012). Anaemic geographies of financialisation. *New Political Economy*, 17(3), 271-291.

Correa, E., & Vidal, G. (2012). Financialization and global financial crisis in Latin American countries. *Journal of Economic Issues*, 46(2), 541-548.

Croissant, Y., & Millo, G. (2008). Panel data econometrics in R: The plm package. R Foundation for Statistical Computing. <https://cran.r-project.org/web/packages/plm/vignettes/plm.pdf>

Crotty, J. (2005). The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and 'modern' financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. *Financialization and the world economy*, 1, 77-110.

Crotty, J. R. (1990). Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: A critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky. *Journal of post keynesian economics*, 12(4), 519-542.

Davis, L. (2018). Financialization, shareholder orientation and the cash holdings of US corporations. *Review of Political Economy*, 30(1), 1-27.

Davis, L. E. (2016). Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the US economy: A decomposition of firm-level balance sheets. *Journal of Post Keynesian Economics*, 39(1), 115-141.

Davis, L. E. (2018). Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Metroeconomica*, 69(1), 270-307.

Decreto 2420 de 2015 (2015, 14 de diciembre). Presidencia de la República. Diario Oficial 49726. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=76745>

Decreto 2649 de 1993 (1993, 29 de diciembre) Presidencia de la República. Diario Oficial 41156. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=9863>

Decreto 2650 de 1993 (1993, 29 de diciembre) Presidencia de la República. Diario Oficial 41156.

Delgadillo, V. (2021). Financiarización de la vivienda y de la (re) producción del espacio urbano. *Revista INVI*, 36(103), 1-18.

Departamento Administrativo de Estadística (DANE). Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas. Revisión 4 Adaptada para Colombia CIIU Rev. 4 A.C. (2020)

Duménil, G. y D. Lévy (2011), *The Crisis of Neoliberalism*, Cambridge, Harvard University Press.

Epstein, G. A. (Ed.). (2005). *Capital flight and capital controls in developing countries*. Edward Elgar Publishing.

Epstein, G. A. (Ed.). (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing.

Erturk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2007). The democratization of finance? Promises, outcomes and conditions. *Review of international political economy*, 14(4), 553-575.

Farhi, E., & Borghi, M. (2009). Saving and investing for early retirement: A theoretical analysis. *Journal of Economic Theory*, 144(5), 1956-1984.

Foster, J. B. (2007). The financialization of capitalism. *Monthly review*, 58(11), 1-12.

Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2000). Financialization and strategy: Narrative and numbers. *Economy and Society*, 29(2), 278-301.

Gaceta 517 del Congreso de la República. (2007, 11 de octubre)

Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Belknap Press of Harvard University Press.

Giraldo, C. (2005). CAPÍTULO 6 FINANCIARIZACIÓN: UN NUEVO ORDEN SOCIAL Y POLÍTICO<sup>1</sup>. *Sistemas de protección social: entre la volatilidad económica y la vulnerabilidad social*, 1, 233.

Gómez-Villegas, M. (2016). NIIF y MIPYMES: retos de la contabilidad para el contexto y la productividad. *Cuadernos de administración*, 29(53), 49-76.

González, S. L. S. (2023). Financiarización de la naturaleza. *Ola Financiera*, 16(44), 161-166.

Graeber, D. (2012). *Debt: The first 5000 years*. Penguin UK.

Gygli, Savina, Florian Haelg, Niklas Potrafke and Jan-Egbert Sturm (2019): The KOF Globalisation Index – Revisited, *Review of International Organizations*, 14(3), 543-574 external page <https://doi.org/10.1007/s11558-019-09344-2> call\_made.

Hein, E. (2013a). Finance-dominated capitalism, re-distribution and the financial and economic crises: A European perspective 1. In *Post-Keynesian Views of the Crisis and Its Remedies* (pp. 15-45). Routledge.

Hein, E. (2013b). On the importance of the retention ratio in a Kaleckian distribution and growth model with debt accumulation—A comment on Sasaki and Fujita (2012). *Metroeconomica*, 64(1), 186-196.

J. Sarmiento. (2023) *Comentarios de clase*.

Junguito Bonnet, R., & Pizano Salazar, D. (1991). *Producción de café en Colombia*. (No Title).

Junguito, R. (1978). *Economía cafetera colombiana*. Bogotá: Fedesarrollo y Fondo Cultural Cafetero.

Junguito, R., & Pizano, D. (1997). *Instituciones e instrumentos de la política cafetera en Colombia*. Fondo Cultural Cafetero-Fedesarrollo, Bogotá.

Kalmanovitz, S. (2001). Constitución y modelo económico. Memorias Seminario: Diez Años de la Constitución Colombiana (14-15 de junio de 2001). Universidad nacional: Bogotá, DC.

Keynes, J. M. (1937). The general theory of employment. *The quarterly journal of economics*, 51(2), 209-223.

Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-economic review*, 3(2), 173-208.

Lapavitsas, C. (2010). Financialisation and Capitalist Accumulation: Structural Accounts of the Crisis of 2007-9. *Research on Money and Finance. Discussion Papers*, (16).

Lapavitsas, C. (2014). *Profiting without producing: How finance exploits us all*. Verso Books.

Lapavitsas, C. (2016). *Beneficios sin producción. Cómo nos explotan las finanzas*. Madrid.

Lapavitsas, C., & Soydan, A. (2022). Financialisation in developing countries: approaches, concepts, and metrics. *International Review of Applied Economics*, 36(3), 424-447

Lavoie, M. (1992). *Foundations of post-Keynesian economic analysis*. Books.

Lazonick, W., & O'sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13-35.

Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: which is better?. *Journal of financial intermediation*, 11(4), 398-428.

Ley 1314 de 2009 (2009, 13 de julio). Congreso de la República. Diario Oficial 47409. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=36833>

Lin, K. H., & Tomaskovic-Devey, D. (2013). Financialization and US income inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology*, 118(5), 1284-1329.

Malic, E., & Santarcángelo, J. (2022). Financiarización subordinada en América Latina: dolarización, endeudamiento externo e internacionalización de la riqueza. *El trimestre económico*, 89(356), 1033-1065.

Marambio-Tapia, A. (2018). El peso de la financiarización de la vida diaria del nuevo proletariado de servicios en Chile.

Marco conceptual de las NIIF. International Accounting Standards Board [IASB], 2018; originalmente publicado en 1989

Mateo, J. (2015). La Financiarización Como Teoría De La Crisis En Perspectiva Histórica (Financialization as a Theory of Crisis in a Historical Perspective). *Cuadernos de Economía*, 34(64), 23-44.

Narváez, M. I. M. (2018). El fenómeno de la financiarización y sus efectos sociales. Breve análisis del caso colombiano. In *Vestigium Ire*, 12(1), 186-216.

Nelson, R., & Schultz, T. P. (2008). Cambio estructural en una economía en desarrollo. *Problemas y perspectivas de Colombia*. Books, 1.

Nepomuceno, V. (2014). ¿IFRS para quién?. *Revista Visión Contable*, (12), 15-37.

Orhangazi, Ö. (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge journal of economics*, 32(6), 863-886.

Orléan, A. (2006). El poder de las Finanzas. Books, 1.

Palacios Mejía, H. (1996). Los servicios públicos domiciliarios en la Constitución. Constitución económica de Colombia.

Palley, T. I., & Palley, T. I. (2013). Financialization: what it is and why it matters (pp. 17-40). Palgrave Macmillan UK.

Plihon, D. (2001). Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas liberales. F. Chesnais (comp.), La mundialización financiera: génesis, costos y desafíos, 115-163.

Powell, J. (2018). Towards a Marxist theory of financialized capitalism.

Preda, A. (2005). The investor as a cultural figure of global capitalism. The sociology of financial markets, 141-162.

Rabinovich, J. (2018). The financialisation of the nonfinancial corporation. A critique to the financial rentierization hypothesis.

Rabinovich, J. (2019). The financialization of the non-financial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis. *Metroeconomica*, 70(4), 738-775.

Rabinovich, J. (2019). The financialization of the non-financial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis. *Metroeconomica*, 70(4), 738-775.

Rabinovich, J., & Artica, R. P. (2020). El aumento de los activos financieros en firmas de América Latina. ¿ Un caso de financiarización?. *Realidad económica*, 49(333), 113-a.

Rabinovich, J., & Auvray, T. (2018). La reconfiguración reciente de las corporaciones no financieras estadounidenses.

Rabinovich, J., & Pérez Artica, R. (2023). Cash holdings and corporate financialization: Evidence from listed Latin American firms. *Competition & Change*, 27(3-4), 635-655.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (2001). Financial systems, industrial structure, and growth. *Oxford review of economic Policy*, 17(4), 467-482.

Real Academia Española. <https://dle.rae.es/sistemico>

Ricardo, S., & Alberto, C. (2023). La financiarización de la educación terciaria durante el neoliberalismo: los créditos universitarios en Chile y Estados Unidos.

Rossi Júnior, J. L. (2013). The impact of exchange rate volatility on exports: Evidence from Brazil. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(1), 82-91.

Sawyer, M. (2013). What is financialization?. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 5-18.

Sawyer, M. (2014). Bank-based versus market-based financial systems: a critique of the dichotomy (No. wpaper19).

Scharfstein, D. (1988). The disciplinary role of takeovers. *The Review of Economic Studies*, 55(2), 185-199.

Shin, H. S., & Zhao, L. (2013). Financial globalization, corporate savings, and international capital flows. *Journal of International Economics*, 91(1), 1-19.

Soener, M. (2015). Why do firms financialize. Meso-level evidence from the US apparel and.

Sosa Varrotti, A. P., & Frederico, S. (2018). Las estrategias empresariales del agronegocio en la era de la financiarización. El caso de El Tejar. *Mundo Agrario*, 19(41), 86-e1.

Stiglitz, J. E. (1985). Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, credit and Banking*, 17(2), 133-152.

Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge journal of economics*, 28(5), 719-741.

Subaşat, T., & Mavroudeas, S. (2023). Financialization Hypothesis: A Theoretical and Empirical Critique.

Superintendencia de Sociedades (2022). <https://siis.ia.supersociedades.gov.co/#/>

Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-economic review*, 12(1), 99-129.

Villavicencio, G., & Meireles, M. (2019). Discusión teórica sobre la financiarización: marxistas, poskeynesianos y en economías subdesarrolladas. *Revista Ola Financiera*, 12(32), 1-52.

Warriner, D. (1964). Gershenkron, A." Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays"(Book Review). *Slavonic and East European Review*, 43(100), 235.

Yu, Y., & Jo, J. I. (2022). Financialization of South Korean non-financial firms: an empirical analysis of the impacts on firms' real and research and development investments. *Journal of Post Keynesian Economics*, 45(2), 184-209.

Zeidan, R., & Rodrigues, C. M. (2013). Exchange rate volatility and exports: New evidence from the GCC countries. *Economic Modelling*, 30, 203-208.

Zeolla, N. H., & Santarcángelo, J. E. (2023). Financialization, financial assets and productive investment in Latin America: evidence from large public listed companies 1995–2015. *Journal of Post Keynesian Economics*, 1-25.

Zhang, Y., & Andrew, J. (2014). Financialisation and the conceptual framework. *Critical perspectives on accounting*, 25(1), 17-26.