



**Colegio de Estudios  
Superiores de Administración**

## **Re-direccionamiento estratégico en empresas colombianas re-estructuradas**

**Sergey Lonin**

**Colegio de Estudios Superiores de Administración – Sprott School of Business,  
Carleton University**

**Maestría en administración de empresa – MBA Internacional**

**Bogotá**

**2016**

**Re-direccionamiento estratégico en empresas colombianas re-estructuradas**

**Sergey Lonin**

**Director de tesis:**

**Dr. Edgardo Cayón Fallón**

**Colegio de Estudios Superiores de Administración – Sprott School of Business,  
Carleton University**

**Maestría en administración de empresa – MBA Internacional**

**Bogotá**

**2016**

## CONTENIDO

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. Abstract.....                  | 5  |
| 2. Introducción .....             | 6  |
| 3. Hipótesis .....                | 11 |
| 4. Objetivos                      |    |
| 4.1 Generales.....                | 12 |
| 4.2 Específicos .....             | 12 |
| 5 Estado del arte .....           | 12 |
| 6 Marco teórico .....             | 23 |
| 7 Metodología                     |    |
| 7.1 Datos .....                   | 30 |
| 7.2 Variables .....               | 31 |
| 7.3 Modelos .....                 | 33 |
| 8 Resultados.....                 | 35 |
| 9 Discusiones y Conclusiones..... | 41 |
| 10 Anexos .....                   | 43 |
| 11 Bibliografía .....             | 51 |

## LISTA DE GRÁFICOS Y TABLAS

### Listado de gráficos

- Gráfica 1.** Acuerdos de re-estructuraciones iniciados en compañías bajo las condiciones de las leyes 550 y 1116 desde el 2000 hasta el 2015 y catalogados según su tamaño. Fuente: Superintendencia de Sociedades, cálculo y gráfico propio.....7
- Gráfica 2.** Relación de terminación de acuerdos de re-estructuración frente al total número de personas naturales y jurídicas que iniciaron el proceso dentro del marco de la ley 550. Fuente: Superintendencia de Sociedades, cálculo y gráfico propio.....8

### Listado de tablas

- Tabla 1.** Resultado de la regresión para “Flujo de efectivo utilizado por acreedor”.....43
- Tabla 2.** Resultado de la regresión para “Flujo de efectivo utilizado por acreedor”.....44
- Tabla 3.** Análisis de los cambios en los principales rubros de los estados financieros para la variable dependiente del “Flujo de efectivo utilizado por acreedores”.....45
- Tabla 4.** Resultado de la regresión para la variable dependiente “Flujo de efectivo disponible para acreedor”.....46
- Tabla 5.** Resultado de la regresión para la variable dependiente “Flujo de efectivo disponible para acreedor”.....47
- Tabla 6.** Análisis de los cambios en los principales rubros de los estados financieros para la variable dependiente del “Flujo de efectivo disponible para acreedores”.....48
- Tabla 7.** Estadística descriptiva para las principales cuentas de los estados financieros de las empresas exitosas y fracasadas.....49

## **RE-DIRECCIONAMIENTO ESTRATÉGICO EN EMPRESAS COLOMBIANAS RE- ESTRUCTURADAS**

### **Abstract**

El presente estudio infiere sobre los cambios estratégicos implementados en empresas colombianas que pertenecieron a la ley 550, entre los años 2000 y 2010, a partir de razones financieras propias de cada comerciante. Con esto se aspira determinar el impacto que produjeron estas variaciones en su recuperación dada una combinación de parámetros internos de cada compañía. Teniendo en cuenta lo anterior, se elabora un modelo multivariado, con bases de datos de indicadores financieros en formato de panel para evaluar los determinantes del apalancamiento e inferir sobre las estrategias empleadas por las compañías al recuperarse.

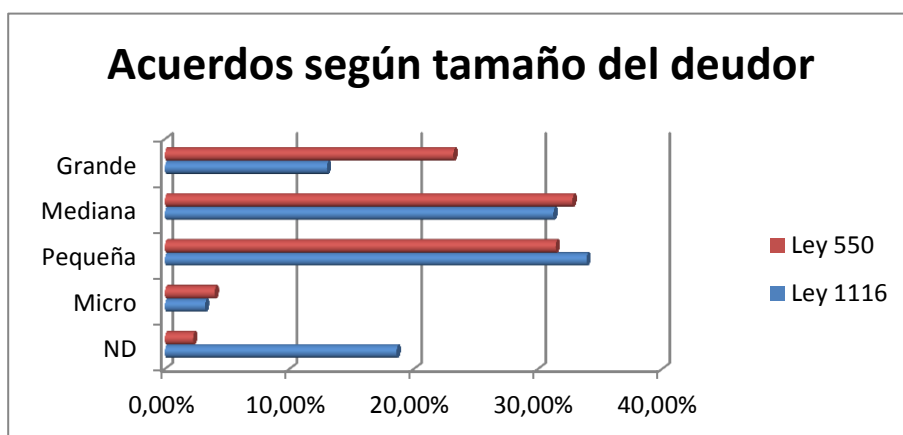
Con base en los resultados del presente trabajo, las futuras investigaciones podrían centrarse en estudiar casos detallados de ejecuciones de las estrategias aquí descritas para explicar cómo se diferencia su implementación entre una y otra compañía recuperada.

**Palabras claves:** re-direccionamiento estratégico, empresas en quiebra, estructura de capital.

**Introducción:**

La ley 550 surge en Colombia como una respuesta del eminente deterioro en el ambiente empresarial y laboral que atravesó el país producto de la crisis de 1999 que afectó tanto la actividad inmobiliaria y financiera, como las demás del sector real. Posteriormente, la ley 1116 siguió la misma ideología de su predecesora con el ánimo de promover un espacio idóneo para flexibilizar las relaciones entre acreedores y sus deudores. Como se logra evidenciar en el estudio realizado por la Superintendencia de Sociedades, durante la crisis colombiana de los años 90, la economía se caracterizó por una rotunda desaceleración en el crecimiento de la demanda agregada (con una caída del 4.3% en esta) y una acentuación en las tasas de desempleo que alcanzaban el 20% (2013).

Desde una perspectiva más aterrizada, la misma Superintendencia de Sociedades ha plasmado que entre los años 2000 y 2015 se han iniciado 1.340 procesos de reestructuración, de estos 883 los ha supervisado la mencionada institución, de los cuales, únicamente en el año 2000, se dieron 223 casos (esto representa un 2.07% del total de las compañías de aquella época que publicaban su información\*). Sin embargo, basándose en las estadísticas, producto de las condiciones estipuladas en la Ley 1116 de 2006, uno puede inferir que las re-organizaciones empresariales es un tema cotidiano. Con respecto a esto, la Superintendencia de Sociedades ha destacado que 915 casos han sido iniciados desde 2006 y su mayoría se concentra principalmente en las pequeñas y medianas empresas.

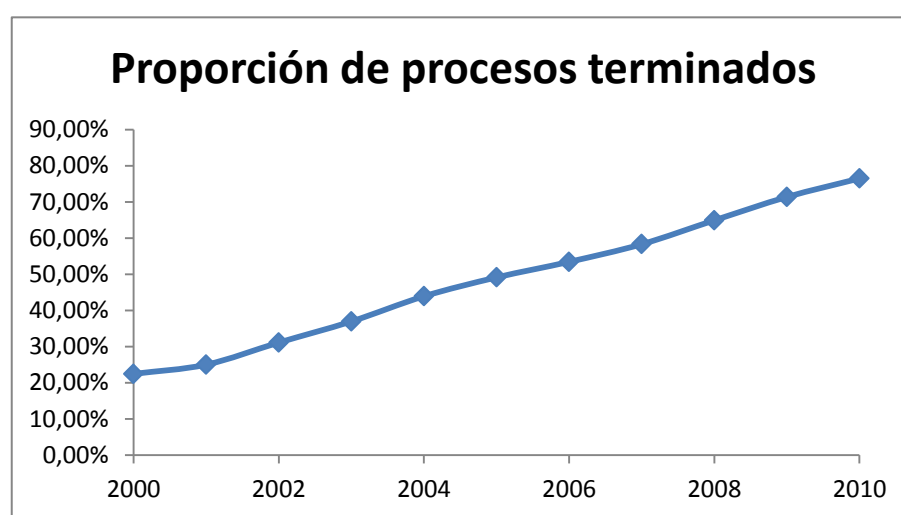


**Gráfica 1:** Acuerdos de re-estructuraciones iniciados en compañías bajo las condiciones de las leyes 550 y 1116 desde el 2000 hasta el 2015 y catalogados según su tamaño. Fuente: Superintendencia de Sociedades, cálculo y gráfico propio. \*El porcentaje se obtuvo según cálculos propios basados en la información de la Superintendencia de Sociedades de Colombia.

De acuerdo a la información proveída en la base de datos de la mencionada entidad pública, entre los años 1998 y 2007 se dieron 1.289 liquidaciones obligatorias reguladas por la ley 222 que por este medio pretendía otorgarle a los acreedores la posibilidad de recuperar sus acreencias. Semejantemente, entre los años 2007 y 2015, se iniciaron 1.015 casos de liquidación judicial para personas naturales y jurídicas enmarcados en la ley 1116 de 2006. Estos hechos son preocupantes ya que, en el caso de la normatividad más reciente, se establece que las compañías que iniciaron el proceso de re-organización procederán a una liquidación judicial en el caso de no cumplir con alguna de las pautas estipuladas en el acuerdo con los acreedores.

Análogamente, la Superintendencia de Sociedades concluye en su estudio que hasta la fecha de su investigación:

“En el contexto colombiano es importante recordar que de las 546 sociedades en reestructuración con información financiera, sólo 168 empresas tuvieron por actuación final el cumplimiento del acuerdo, mientras que las 378 restantes tuvieron por actuación final su liquidación. Ahora bien, de las sociedades que no terminaron en liquidación, el 26% obtuvo pérdidas operativas en los tres años siguientes al proceso de reestructuración, y un 15% se liquidó o canceló su matrícula 3 años después de terminado el proceso de



reestructuración” (2013).

**Gráfica 2:** Relación de terminación de acuerdos de re-estructuración frente al total número de personas naturales y jurídicas que iniciaron el proceso dentro del marco de la ley 550. Para el año 2010 se tenía una razón de culminación del 76.48%. Fuente: Superintendencia de Sociedades, cálculo y gráfico propio.

Tomando en cuenta lo anterior y debido a que no se encontraron estudios con explicativos contundentes sobre la causa del fracaso de las empresas re-estructuradas, sería importante evaluar cuáles fueron las estrategias implementadas por las pymes colombianas, que fueron re-organizadas, para recuperarse y qué hicieron estas antes y después frente a las demás que no tuvieron buenos resultados en este aspecto. Debido a esta tendencia en el mercado colombiano y a consecuencia de posibles fracasos posteriores a los acuerdos de reestructuración, es de gran



importancia resaltar que uno de los factores que se vuelven necesarios estudiar son los cambios estratégicos producidos en las empresas re-orientadas antes de haber empezado su proceso jurídico. Es conveniente destacar que en el presente estudio se hará un enfoque hacia las empresas con pobre desempeño para inferir, con base en indicadores financieros, sobre las estrategias de cambio (el llamado “*turnaround*” en inglés) utilizadas tanto en empresas adquiridas, como en aquellas que tuvieron re-direccionamiento estratégico. Seguido de esto, se balanceará la teoría y los hallazgos del antepuesto grupo con compañías de alto crecimiento (llamadas “gacelas”). Lo anterior permitiría ampliar el conocimiento sobre el estado de arte y encontrar los factores diferenciadores que promueven el éxito de una determinada estrategia en las empresas colombianas. Sobre el asunto, y desde 1978, Mintzberg apoyaba la idea que las empresas cambian constantemente sus estrategias para adaptarse al ambiente en el que operan. Por consiguiente, el presente documento está organizado de tal forma que primero se analiza el estado de arte, con los aspectos arriba mencionados, seguido de un marco teórico, luego una explicación de la metodología de trabajo, en la que se utilizan modelos de regresión tipo panel y finalmente, se expone los resultados de los modelos econométricos con sus conclusiones.

Subsiguientemente, para comprender los efectos de las leyes 550 y 1116 cabe destacar algunos de los elementos que estas normas le proporcionan a las empresas en proceso de re-estructuración. En primer lugar, desde el año 1999 la metodología ha sido configurada de tal manera que los acreedores tengan la posibilidad de influenciar las actividades comerciales de sus deudores y monitorear la ejecución del acuerdo por medio de la asignación de un perito. En segunda instancia, las leyes ya mencionadas le permiten a la compañía deudora renegociar con sus acreedores los plazos y condiciones de pago de los pasivos, de tal manera que la normatividad les admite inclusive capitalizar las deudas (excepto las acreencias fiscales, parafiscales y

pensionales) en acciones y bonos de riesgo. Desde una tercera perspectiva, se le aprueba a la compañía en re-organización exonerar su situación tributaria de los impuestos de renta presuntiva durante y después del acuerdo (por 5 años según la ley 550 y 3 años de acuerdo a lo estipulado en la ley 1116) y solicitar la devolución de la retención en la fuente.

Como contraparte, los acreedores tienen el poder de fijar las políticas de distribución de utilidades y de la repartición de dividendos de sus deudores. Asimismo, se puede concluir que estos últimos obtienen flexibilidad que les permite rediseñar sus actividades de tal manera que no se vuelva a recaer en la incapacidad de pago de sus deudas. Además, el objetivo de las leyes 550 y 1116 consiste en “preservar las empresas con potencial de recuperación con el fin de promover la actividad económica en el país y generar empleo”.

Sin embargo, existen contradicciones encontradas en el estado de arte que demuestran que dos empresas pueden optar por la misma estrategia y obtener derivaciones diferentes. Igualmente, se puede decir que al estudiar únicamente un conjunto de estrategias (como lo realizado por Medina et al. (2010) sobre la integración inter e intra-industrial, o por Sudarsanam y Lai (2001), quienes identifican las variaciones en las estrategias durante las re-organizaciones) no asegura llegar a unas deducciones uniformes y homogéneas para poder concluir sobre la más óptima a elegir. Siendo así importante analizar otros factores, adicionales a las estrategias implementadas en empresas re-estructuradas, que permitan proyectar cuales serían los resultados esperados de una re-organización dados unos parámetros iniciales.

Entre los hallazgos que se encontraron se pueden resaltar que las empresas exitosas realizaron ventas de sus activos fijos de manera intensa lo que va acorde con lo establecido por Nelson y Arshanapalli (2014). Igualmente, las compañías exitosas redujeron sus inversiones de corto y

largo plazo, lo que apoya los resultados de Yandava (2012), Wild (2010) y Angwin y Meadows (2012). Sin embargo, estos descubrimientos contradicen a Guney, Antonion y Pandyal (2002), Cheng (2011) y Mhesh (2012) al encontrar que los márgenes de rentabilidad no son estadísticamente significativos en las recuperaciones empresariales. Asimismo, la intensidad en los cambios de las razones financieras son totalmente opuestas entre los dos grupos de empresas; por ejemplo, las exitosas aumentaron la intensidad en su financiación con obligaciones financieras de corto plazo y redujeron en mayor medida sus cuentas por cobrar, pero ralentizaron la venta de sus activos fijos después del acuerdo. Similarmente, las empresas fracasadas no presentaron variables estadísticamente significativas que hayan estado presentes antes y después al pacto con los acreedores.

### **Hipótesis:**

Primera hipótesis:  $H1_0$ : las empresas que salieron exitosamente de su re-estructuración utilizaron una estrategia de des-inversión, a diferencias de las perdedoras. Esto se vería por las ventas de activos fijos y por una reducción en sus inversiones periféricas.

Segunda hipótesis:  $H2_0$ : Las empresas exitosas, a diferencia de las fracasadas, presentan mayor intensidad, antes y después del acuerdo, en conseguir recursos con la estrategia empleada.

Tercera hipótesis:  $H3_0$ : Las empresas exitosas, a diferencia de las fracasadas, mantuvieron su estrategia desde antes del acuerdo, sin variarla posteriormente.

**Objetivo general:** Determinar la correlación entre las variables financieras fuentes de recursos y los pagos a acreedores para entender el impacto de las estrategias de reestructuración sobre la viabilidad económica de una empresa.

**Objetivo específico:**

- Identificar el universo de estrategias implementadas en empresas re-organizadas en Colombia con el uso de los determinantes de la estructura de capital.
- Identificar las diferencias estratégicas preferidas por los dos grupos de empresas (las empresas que salieron de la crisis con éxito y las fracasadas).
- Cuantificar la intensidad de la re-estructuración segmentado por cada estrategia.

**Estado del arte:**

Existen innumerables estudios sobre estrategias empresariales, en los cuales se aconseja tomar una ruta específica e implementar ciertos cambios que magnifiquen el poder de mercado de una compañía o mejoren su desempeño económico. De esta forma, distintos autores establecen claramente las categorías de las estrategias, tal y como estas se conocen en la teoría, que se hayan implementado en determinadas situaciones (durante recesiones, con pobre desempeño financiero o en dificultades organizacionales). En adición a esto, en muchos casos los investigadores intentan evaluar el impacto que ocasionan los cambios en las orientaciones estratégicas, cuyo éxito se mide con indicadores financieros, según la integración y/o diversificación de los portafolios de bienes y servicios de cada corporación. Sin embargo, al revisar la literatura sobre el tema, es dable destacar ciertas contradicciones en las conclusiones de los hallazgos que dificultan la toma de decisión.

Desde la óptica colombiana, el estudio realizado por Romero (p. 39, 2013) indica que las relaciones financieras más representativas que diferencian a una empresa saludable de una fracasada son sus razones de endeudamiento corriente, total y del nivel de apalancamiento (el pasivo con respecto al patrimonio de los accionistas). Con base en esto, el mencionado autor manifiesta que un aumento en las deudas con los acreedores es la principal razón de la quiebra. Aunque, el investigador en mención no precisa la influencia en la fluctuación de las razones de endeudamiento sobre las demás variables financieras de las compañías analizadas; se podría asumir que una estrategia financiera viable sea la renegociación de los plazos de endeudamiento tanto con proveedores como con acreedores de títulos valores de la deuda. Precisamente, este es uno de los temas que se trabajarán en el presente estudio para identificar los determinantes del apalancamiento que presentaron las empresas re-organizadas exitosamente en Colombia.

Con el ánimo de citar ciertas posturas, primero se destacarán las estrategias que hayan implementado empresas alrededor del mundo en variadas condiciones y en algunos casos, con características incomparables entre los mismos estudios (por temas geográficos, temporales y coyunturales). Debido al amplio universo de investigaciones al respecto y a la imposibilidad de capturar todo el alcance de estos, se estudiarán estrategias que se adoptan por lo general para realizar cambios estructurales, financieros, organizacionales, de mercadeo y de recursos humanos. Acompañado de lo mencionado, se hacen alusiones a las estrategias utilizadas en empresas adquiridas y a las denominadas “*gacelas*” (aquellas con crecimientos anuales superiores o iguales al 20% durante 5 años seguidos, según lo definido por Mohr y Gamsey (p. 36, 2011)). Lo anterior, se realiza con el motivo de conocer los hallazgos en diversas condiciones corporativas y no dejar el presente estudio sesgado hacia un conjunto específico de estrategias. Últimamente, se hará una referencia a las posibles razones por las cuales un dado conjunto de

empresas en re-organización hayan optado por una u otra estrategia de cambio y como lograron implementarlas a su dinámica corporativa.

De esta manera, una de las estrategias más resaltadas en la literatura es la reestructuración de activos puesto que esta metodología ofrece flexibilidad a las empresas para re-direccionarse. Entre los autores que más énfasis hacen en este tema son Orgil (2010) y Wild (2010) quienes explican que las empresas tienden a vender sus negocios periféricos en búsqueda de mejores rendimientos. De aquí uno puede suponer que empresas, que atraviesa un periodo de desaceleración, con una amplia gama de productos y servicios no logra posicionarse firmemente en todos los segmentos del mercado.

Al analizar las posibles metodologías, con las cuales se consiguen implementar las estrategias antes mencionadas, se destacan las descritas por Orgil (2010) y Sudarsanam y Lai (2001) sobre una optimización en el manejo de los activos productivos de una empresa. Sobre el asunto, estos últimos autores exponen que inicialmente, las estrategias (de reconfigurar el CAPEX, de cambios operacionales y adquisiciones estratégicas de expansión) tanto de empresas exitosas en su re-estructuración como de las que fracasan, son las mismas; sin embargo, con el tiempo las rezagadas parecen presentar dificultades en ciertas áreas que le impiden mejorar notoriamente y por consiguiente, ven sus recursos disponibles reducidos. Es así, como los autores concluyen que las compañías exitosas a partir del segundo año reducen su intensidad de re-organización, mientras que los que siguen en *distress* permanecen con altos niveles de cambios al interior de sus establecimientos (2001). Lamentablemente, según la información presentada por los anteriores trabajos, uno podría comentar que la razón por la cual las empresas no mejoran en años posteriores al inicio de su re-direccionamiento estratégico, se debe a que no son firmes en cuanto a la decisión de que estrategia utilizar. Como consecuencia de la situación permanente de fracaso,

las compañías en *distress* ven afectados su capacidad de financiación tanto por el lado de nuevas emisiones de acciones como en títulos de deuda (Sudarsanam y Lai, p. 196, 2001).

Como argumento definitivo, las empresas que finalmente fracasan intentan controlar su flujo de caja en los periodos de re-estructuración al reducir dividendos (para preservar recursos), re-estructurar la deuda con venta de activos y sin la posibilidad de atraer nuevos inversionistas. Mientras que las empresas que logran recuperarse, parecen tener un carácter más agresivo puesto que desde temprano tienden a realizar adquisiciones estratégicas e inversiones en activos productivos. Uno podría asumir, que las empresas que terminan siendo exitosas son más liberales y asumen mayores riesgos durante su etapa de re-estructuración, que aquellas que fracasan en el intento. En últimas, el objetivo primordial de una estrategia de cambio que permite sacar una empresa de sus dificultades es la búsqueda de la reducción de costos (Wild, 2010) y aquella, que al mismo tiempo y como lo mencionan Wild (2010), Pop y Barza (2013), Krug et al. (2014) y Mohr y Gamsey (2011), permita alcanzar una notoria ventaja competitiva frente a los adversarios.

En cuanto a la importancia en los cambios en los activos fijos, estos parecen no tener significancia estadística según Titman et al. (1988) y Guney et al. (2002). Aunque, Nelson et al. (2014) encuentra una relación significativa y con pendiente positiva entre cambios en activos tangibles versus el nivel de apalancamiento. Dentro de esta categoría, Cheng (2011), Song et al. (2005), Guney et al. (2002) y Nelson (2014) utilizan la razón de activos fijos (o todos los activos tangibles) sobre el total de activos.

De manera semejante, en muchos casos se destaca la necesidad de enfocar las actividades empresariales hacia un selecto grupo de negocios o proyectos que una compañía ofrece a sus clientes. Sobre esto, Angwin y Meadows (2012) y Minns (2010), quienes evalúan las empresas

adquiridas, como Yandava (2011) y Wild (2010), quienes estudian las compañías en quiebra confluyen en la conclusión de que un cambio estratégico significativo es la desinversión de negocios periféricos. Además, Hit et al. (1998) señala la importancia de centrarse en el negocio clave para obtener resultados positivos en momentos posteriores a una crisis y Wild (2010) hace hincapié en la necesidad de transferir el know-how de la empresa adquiriente a la adquirida con el fin de crear sinergias.

Es interesante observar que la estrategia del enfoque al negocio base es una práctica llevada a cabo tanto por empresas que previamente presentaban débiles rendimientos, como empresas adquiridas y sorprendentemente, en algunos casos las “*gacelas*”. Al respecto, Parker et al. (2010) explican que estadísticamente, aquellas empresas de rápido y fuerte crecimiento que optaron el enfoque hacia un único producto tuvieron mayores probabilidades de seguir creciendo varios años después, mientras que una estrategia de diversificación en una “*gacela*” hubiese podido llevarla a la quiebra.

Por consiguiente, no es de extrañar que cuantiosos investigadores hayan concluido que la misma venta de activos produce, como resultado, una modificación en la estructura de integración intra e inter-industrial de una empresa. Sobre este aspecto Medina et al. (2010) y Medina et al. (2009) señalan que pueden existir una fuerte tendencias a una concentración (dentro de un mismo sector) para especializarse en un dado segmento del mercado. En el caso de las empresas con estrategias de “*turnaround*” se ha dado que efectivamente, estas venden activos de los negocios periféricos (Heggde y Panikar, 2011) y se vuelven menos integrados verticalmente (Wild, 2010). A pesar de lo anterior, según Orgil (2010), dentro del conjunto de empresas adquiridas, estas parecen obtener beneficio si la empresa adquiriente no se encuentra en el mismo sector (no se da una integración intra-industrial). Además, Hitt et al. (1998) concluyen que las empresas adquiridas obtienen



benéficos post-adquisición siempre y cuando poseen activos complementarios a los de su nueva casa matriz.

Por otro lado, un elemento diferente que ha tomado fuerza en los últimos años ha sido el referente a las inversiones dedicadas a innovación y desarrollo de nuevos productos y servicios. Sobre esto, tanto Hitt et al. (1998), quienes hablan sobre el desempeño de empresas adquiridas, como Parker et al. (2010), quienes destacan las estrategias implementadas en las “*gacelas*” argumentan al respecto. En el caso de los primeros autores, “las empresas adquiridas, que tuvieron éxito, habían incrementado sus inversiones en innovación y desarrollo; las empresas adquiridas que fracasaron, habían hecho lo contrario”. Irónicamente, las “*gacelas*” parecen ser empresas que han encontrado un nicho de mercado y no generan cambios ni promueven nuevas líneas de productos (Parker et al., 2010). Para Titman et al. (1988), los indicadores de originalidad están inversamente relacionados con los niveles de apalancamiento. Para Song (2005), Titman (1988) y Guo et al. (2010), estos son entendidos como los gastos de investigación e innovación comparados frente al total ventas, mientras que para Titman et al. (1988) también se explican cómo gastos de ventas sobre los ingresos operacionales totales.

Al expandir el campo de visión sobre estos temas, aparece una categoría de estrategias, que parece primar en varios casos estudiados y es la correspondiente a las modificaciones en las situaciones financieras de ciertos grupos empresariales. Desde la óptica de una estrategia de crecimiento, es de suma relevancia destacar a Medina et al. (2010) quienes argumentan que las empresas que presentaron beneficios habían optado por controlar su deuda (con menor apalancamiento) y preferían financiarse a costa de los accionistas. Por su lado, López y Puente (2012) apuntan a la importancia de financiar la compañía con recursos externos provenientes principalmente, de los accionistas (la deuda es favorable hasta ciertos niveles). Por lo tanto, es

posible concluir, que las señales de una deterioración en el crecimiento de una empresa se pueden ver vagas al principio, pero se empiezan a manifestar en la reducción del capital de trabajo neto operativo, lo que a su vez produce mayores dificultades para pagar las deudas en el corto y largo plazo (Yandava, 2012); por ende, una excelente estrategia de cambio consiste en reducir el apalancamiento (Heggde y Panikar, 2011).

Basándose en las conclusiones de Titman et al. (1988) y Mhesh (2012), los factores de crecimiento no son significativos estadísticamente. Estos últimos son entendidos por Guney et al. (2002), Cheng (2011), Titman et al. (1988) y Guo et al. (2010) como cambios porcentuales en total activos. Asimismo, Mhesh (2012) y Guo et al. (2010) utilizan cambios porcentuales en ventas. Por último, Titman et al. (1988) adiciona el indicador de CAPEX sobre total de activos. Asimismo, en términos de la rentabilidad como determinante de la estructura de capital, Nelson et al. (2014) encuentran que esta no es significativa estadísticamente. Aunque, Guney et al. (2002), Cheng (2011) y Mhesh (2012) establecen lo contrario y justifican que existe una relación significativa y en tendencia inversa entre los indicadores de rendimiento y de apalancamiento. Sobre lo anterior, Mhesh (2012) concluye que las empresas con buena rentabilidad prefieren reinvertir sus recursos generados internamente y no incrementar sus deudas. Dado este análisis, uno podría argumentar que la anterior justificación puede darse cuando el sector al que pertenece la compañía analizada no esté en recesión.

Similarmente, puede llegar a ser cierto que dentro del universo de las empresas pertenecientes a la ley 550 y 1116, se tendría que estas si buscan endeudamiento externo ya que precisamente su capacidad de pago generado por sus propios ingresos operacionales no alcanza para cubrir las obligaciones financieras. En todo caso, los indicadores más representativos para la medición de los determinantes de rendimiento son los ingresos operacionales antes de intereses e impuestos

sobre el total de activos (Cheng, 2011; Mhesh, 2012; Song et al., 2005; Titman et al., 1988; Guo et al., 2010; Nelson et al., 2014) y la utilidad operacional sobre el total de ingresos del periodo (Guney et al, 2002).

A causa de la incertidumbre entre los estudiosos sobre el asunto, se podría preguntar si la ineficiencia empresarial se da por falta de iniciativa gerencial o si existe un componente adicional. Al respecto del primero, en la literatura es factible encontrar dos posiciones completamente opuestas como es el caso de Sudarsanam y Lai quienes sintetizan sus ideas diciendo que *“la caída en el desempeño es el resultado de la inactividad gerencial, mal “timing” y falta de implementación de estrategias”* (p. 184, 2001). A pesar de lo anterior, los mismos autores concluyen su investigación diciendo que *“la falta de iniciativa no puede ser la razón de quiebra”* (Sudarsaman y Lai, p. 197, 2001); esto se debe a que aquel estudio indica que hubo empresas que iniciaron con el pie derecho el proceso, pero no lograron llegar a su objetivo, mientras que las otras compañías repuntaron implementando las mismas estrategias. Por ende y como argumento de contraposición, autores, como Yandava (2012), defienden la idea de que existe cierta cultura empresarial por las cuales los gerentes no se atreven a modificar lo que antes funcionaba.

Con el ánimo de descubrir nuevos horizontes, se toman en consideración las estrategias de empresas denominadas *gacelas*. En esta materia, autores como Parker, Storey y Witteloostuijn (2010) hablan sobre la ley de Gibrat que establece que el ritmo de crecimiento en un periodo es independiente del tamaño de la empresa, por lo tanto no hay relación en cuanto al crecimiento en el futuro. Adicionalmente, al destacar la literatura sobre el tamaño empresarial como determinante de la estructura de capital, surgen indicadores como el logaritmo de los ingresos netos (presentados por Guney et al., 2002; Song et al., 2005; Titman et al., 1988), del tamaño de

recursos humanos (implementado por Song et al., 2005) y de la magnitud del total de activos (utilizados en los estudios de Guney et al., 2002; Cheng, 2011; Mhesh, 2012). Sobre este asunto, Titman et al. (1988) concluyen que la relación entre las razones de tamaño y el apalancamiento son estadísticamente significativos con tendencia inversamente proporcional, mientras que Guney et al. (2002), Cheng (2011) y Mhesh (2014) afirman que la relación es significativa y directamente proporcional.

En concordancia con lo anterior, la Superintendencia de Sociedades (2013) determinó que dos factores influyeron en la recuperación de las empresas re-estructuradas catalogadas como exitosas; estas tenían márgenes de endeudamiento mejores a la mayoría y presentaban rendimientos operacionales sobre activos más elevados frente a las fracasadas. Asimismo, el anterior estudio establece que el tamaño de la sociedad mercantil parece tener otro efecto sobre la amortización de una crisis, puesto que la probabilidad de quiebra es inversamente proporcional a la magnitud de los activos.

Adicionalmente, tanto Krug, Wright y Kroll (2014), quienes hablan sobre estrategias de cambio como Parker et al. (2010), quienes concluyen sobre las *gacelas*, concuerdan en que reemplazar a los directivos en momentos de crisis o tratar los temas de gobierno corporativo y de recursos humanos no tiene relación alguna con el futuro desempeño empresarial. Además, de acuerdo a Angwin y Meadows (2012), “las empresas con menores cambios se perciben a sí mismas como aquellas que tienen mejores beneficios, frente al grupo de empresas que presentaron mayores modificaciones”.

Por otro lado, hay quienes defienden la idea de que todo depende de las estrategias tomadas en el periodo inicial. Además, partiendo de los hallazgos de Bowman et al. (1999), se podría replicar

que las estrategias más significativas para un proceso de reestructuración son los cambios en la situación financiera y de portafolio, mientras que “organizational restructuring does not have a significant impact on performance” (p. 4, 1999).

Congruentemente, Arogyaswamy et al. (p. 512, 1995) dictaminan que un cambio gerencial puede ser de gran utilidad siempre y cuando la razón del mal desempeño se originen dentro de la misma empresa, ya que en estos casos los nuevos recursos humanos pueden proveer nuevas ideas y perspectivas. Como es de suponer, los anteriores autores encuentran que un cambio gerencial en empresas que se encuentran en un sector desacelerado puede provocar una reducción en la eficiencia durante la implementación de las estrategias de recuperación y que de hecho puede causar confusión y desmotivación. Este comportamiento es similar al descrito por López y Puente (2012) quienes objetan que en las “*gacelas*” se remunera a los empleados con mayores salarios. Por consiguiente, es posible sintetizar que el tema de motivación extrínseca es de suma importancia al momento de implementar estrategias de crecimiento.

Debido al extenso grupo de estrategias, que las empresas parecen poder adoptar, surge la duda de si la viabilidad de una u otra depende de la situación que pudo haber existido antes de haber realizado cambios al interior de alguna firma. Sobre esta perspectiva, autores como Riveros et al. (2008) realzan que sin importar si la estrategia implementada es la referente a la diversificación o a la especialización, el desempeño empresarial ex-post está determinado por factores ex-ante a la misma estrategia. Por consiguiente, una de las respuestas puede emanar del estudio realizado por Mohr y Gamsey (2011), quienes comentan que la mayoría de las empresas catalogadas como *gacelas* fueron fundadas por empresarios seriales (individuos con experiencia en gerencia). Posteriormente, López y Puentes (2012) indican que el factor de crecimiento, en el caso de las

*gacelas*, no está dado por el ciclo económico que podrían afectarlas, sino por factores estructurales de un país que influyen en el desempeño de una compañía.

Por otro lado, Sudarsanam y Lai (2001) señalan que la adaptabilidad, aunque es un elemento importante en las estrategias de cambio, no siempre provoca resultados óptimos. De esta manera, estos investigadores concluyen que las empresas pueden ser víctimas de volatilidades en la dinámica sectorial o de la economía en general. Aquí cabe la necesidad de mencionar a Mohr y Magsey (2011) quienes sostienen la idea de ajustar la empresa dependiendo de la etapa del ciclo de vida en el que esta se encuentre. Por lo tanto, sería interesante evaluar el impacto que ocasionan los factores macroeconómicos y fundamentales a una empresa y definir qué estrategia es la óptima para rescatar una compañía con pobre desempeño.

Seguidamente, Medina et al. (2010) refuerzan el anterior fenómeno argumentando que las empresas posicionadas en sectores de baja volatilidad presentan menores grados de endeudamiento. Con esto los anteriores autores afirman que las compañías tienden a aumentar sus niveles de apalancamiento de manera inversamente proporcional a la volatilidad de su demanda. En este caso, según los hallazgos de Titman et al. (1988) y Guney et al. (2002), el efecto de la volatilidad sobre el apalancamiento no es significativo. Dentro de este universo de determinantes se pueden encontrar estudios de Cheng (2011), Mhesh (2012) y Song et al. (2005) en donde las razones financieras que evalúan son los cambios en los ingresos antes de impuestos e intereses sobre el total de activos y los cambios porcentuales en los ingresos operacionales como lo expuesto por Titman et al. (1988).

Acompañado de lo anterior, para Medina et al. (2009), el enfocarse en un único sector permite aprovechar las oportunidades que este ofrece, al mismo tiempo que puede reducir los niveles de

inversión necesarios para expandirse hacia otras actividades económicas. Por ende, al comparar a los dos trabajos precedentes de Medina et al., que hablan sobre las estrategias de crecimiento y de financiación en general, uno puede comentar que una empresa re-organizada que presentaba un mal desempeño antes de su re-orientación, tenderá a enfocarse en un único sector como mecanismo de re-direccionamiento estratégico (2009).

Una de las conclusiones que emanan de los determinantes de la estructura de capital de una empresa es lo sintetizado por Nelson et al. (2014) quienes dicen que la teoría de los determinantes puede ser aplicada en la práctica siempre y cuando la economía se encuentre en condiciones normales; de lo contrario, cuando la economía resurge de un periodo de recesión, los determinantes no parecen adaptarse al marco teórico.

### **Marco teórico**

Dentro del universo de estrategias es posible destacar dos grupos pertinentes para el presente estudio: 1) las estrategias en general y 2) las estrategias de re-direccionamiento; aunque, en ambas categorías existe cierta probabilidad de encontrar semejanzas. En el primer caso, se resaltan aquellas referentes a los aspectos de integración a lo largo de la cadena de valor y las no relacionadas a la actividad base. Por otra parte, dentro de las estrategias de re-direccionamiento (también conocidas como *turnaround* en inglés) cabe la necesidad de acentuar aquellas referentes a la orientación hacia el negocio base, las organizacionales, el re-enfoque y el re-posicionamiento estratégico.

El primer conjunto es el referente a las integraciones empresariales que suceden, principalmente, por medio de fusiones y adquisiciones o por inversiones en negocios periféricos. Dentro de este

grupo es posible encontrar las estrategias de concentración entendidas como un enfoque hacia un solo sector y en algunos casos se puede referir como estrategia de especialización cuando la compañía provee un bien o servicio único (Medina et al., 2010).

Sin embargo, desde la perspectiva contraria, es dable localizar estrategias de diversificación con las cuales los grupos empresariales pretenden tener presencia en varios sectores a la vez. De este modo, Medina et al. (2009) explican que una compañía puede diversificarse en actividades relacionadas a su negocio principal (en donde un negocio se complementa con otro) o no relacionadas (con dos o más actividades sin un común denominador). Según los anteriores autores, la teoría establece que el principio detrás de una diversificación relacionada es aumentar la presencia en la cadena de valor, crear economías de escala y acrecentar el poder de mercado. Por otro lado, una diversificación no relacionada, pretende transferir un sistema de administración y estructura organizacional (Medina et al., 2009).

Por otra parte, una estrategia de diversificación puede representarse como horizontal o vertical. En el primer caso, la empresa en expansión adquiere su competencia ya sea por medio de absorción o adquisición (Medina et al., 2009). Para esta ocasión, los investigadores precisaron que un movimiento horizontal se debe dar cuando existe mala gerencia dentro de la empresa objetivo, mas no en momentos de recesión. Desde otra perspectiva, los mismos investigadores describen una integración vertical como aquella que consiste en crecer a lo largo de la cadena de valor. Se podría decir coloquialmente, que una integración vertical consiste en convertirse en su propio proveedor o comprador. Lo anterior puede estar incrustado dentro de una estrategia de mercadeo macro, la cual pretende administrar eficazmente las diversas variables del entorno.



Finalmente, se destaca la teoría basada en recursos como explicación para llevar a cabo adquisiciones estratégicas. En este caso en particular, Hitt et al. (1998) indican que las empresas adquirentes utilizan su caja sobrante para invertir en compañías que permitan crear activos co-especializados, difíciles de copiar por la competencia. Por consiguiente, los autores sintetizan que una de las razones de las adquisiciones es complementar las habilidades y capacidades de la casa matriz. Sin embargo, Orgil (2010) señala que existen razones adicionales a la anterior; entre estas sugerencias se encuentran el enfoque de reducción de costos y creación de economías de escala, creación de sinergias, ampliación de poder de mercado y como mecanismo para mejorar los rendimientos marginales, en casos donde las empresas adquiridas presentaban una gerencia de recursos deficitaria.

Las anteriores situaciones se pueden dar dentro de un esquema de financiamiento apalancado o conservador. La estrategia de financiación conservadora la describen Medina et al., como aquella que utiliza recursos generados por la misma empresa o por los aportes de los accionistas (2010). En otras palabras, es la situación en la que una compañía se apoya en su patrimonio únicamente. Como es de suponer, el caso contrario es una financiación apalancada que requiere de recursos externos a la empresa (sistema bancario o colocación de títulos de deuda) para desarrollar el negocio.

Por último, Hanks, Watson, Jansen y Gaylen (1993) quienes fragmentan el universo de empresas por sus respectivas edades tal y como aparece a continuación:

- 1) Orientación de pequeña empresa: negocios con poco o ningún crecimiento y con baja inversión que presenta una visión de supervivencia. Estas empresas por lo general ofrecen un único producto o un portafolio muy reducido de bienes y servicios.

- 2) Orientación hacia la eficiencia de funcionabilidad: comprende aquellas compañías que se han especializado en un único sector industrial, con énfasis en una limitada variedad de productos o servicios.
- 3) Orientación hacia una diversificación relacionada: engloba al conjunto de sociedades comerciales cuyos ritmos de crecimientos son altos y aquellos que desarrollan un negocio base, pero también buscan incorporar empresas complementarias.
- 4) Orientación de diversificación no relacionada: empresas con mayor tamaño a aquellas comprendidas en las anteriores clasificaciones que poseen un campo de visión más amplio y por consiguiente, crecen hacia sectores no relacionados a su negocio original.

Posteriormente, Hanks et al. (1993) indican 5 caminos estratégicos que pueden adoptar las compañías en un momento dado de su existencia, de la siguiente manera:

- 1) Enfoque controlado o enfoque orientado a la eficiencia: estrategia con la cual una empresa desea aumentar el valor de su marca al permanecer en todo momento dentro de un mismo sector económico y orientada hacia la especialización de un solo bien o servicio. Esta decisión puede causar pérdidas de clientes para los cuales se requiera adaptar el producto.
- 2) Trayecto retroactivo: son negocios donde hay poca comprensión del mercado y los gerentes se enfocan en la búsqueda de oportunidades, pero no para crear marca.
- 3) Crecimiento contenido: Es una estrategia que consiste en posicionar la empresa con un producto para después incrementar las actividades relacionadas a este, tanto en un contexto de integración vertical como horizontal. Aunque, por lo general se presenta con una diversificación muy limitada en términos del portafolio de productos.
- 4) Trayectoria de crecimiento dinámico: comprende a las empresas cuya estrategia es promover su presencia en sectores o segmentos de mercado no relacionados a su negocio

base. Este grupo de compañías intenta implementar tecnología de punta, contratar personal altamente calificado y están dirigidos a crear valor.

- 5) Estrategias de reposicionamiento: son estrategias que surgen cuando las empresas que se habían catalogado como “de crecimiento dinámico” son presionadas a reestructurar su condición empresarial por cambios gerenciales, por falta de estabilidad en un sector no relacionado o debido al mal dinamismo económico.

Otro punto importante a resaltar hace referencia a las estrategias de re-direccionamiento, entre las cuales es posible enumerar todas aquellas que produzcan cambios estructurales, operacionales y de enfoque. De esta forma, el lector podría encontrar en la literatura que las empresas en dificultades han utilizado cambios gerenciales y despidos generales para reducir costos, cambios financieros, modificaciones en producción y tácticas de mercadeo. La estrategia de portafolio en este caso hace referencia a cambios significativos en los activos incluyendo liquidaciones, desinversiones, venta de activos y escisiones (Bowman et al., p 34, 1999).

En cuanto a las estrategias de cambios operacionales, se hace referencia a empresas que se enfocan en la cadena de valor, invierten en innovación, tecnología y en calidad, se vuelven eficientes en sus actividades y transforman sus procesos productivos (Yandava, 2012). Seguidamente, el mismo autor indica que las estrategias de re-financiamiento están orientadas a reducir costos, mejorar los niveles de liquidez y optimizar la utilización de los recursos (prolongar plazos de pago a proveedores, vender activos improductivos, reestructurar deuda o cambiar deuda por patrimonio con emisiones de acciones), lo cual a su vez maximizaría las utilidades. Por último, Yandava (2012) indica que las estrategias de orientación hacia los negocios base implican reforzar las inversiones en investigación y desarrollo para ofrecer un producto con características diferenciadoras.

Asimismo, para Wild (2010) existen estrategias de re-posicionamiento, que se materializa con una reconfiguración de la composición de activos para apuntar hacia nuevas actividades o unidades de negocios, de re-enfoque (en el caso opuesto) o adquisiciones estratégicas (que emana de la idea de vincular recursos, conocimientos y capacidades existentes). En el último caso, el mencionado autor explica que se puede asegurar la retención de recursos de empresas adquiridas similares a las de la casa matriz o retener los recursos de las empresas adquiridas enfocadas a negocios diferentes a las de la casa matriz. Paralelamente, Schmitt y Raisch (2013) distinguen entre una estrategia de reducción (“*retrenchment*”) y una de recuperación (“*recovery*”); la primera la explican cómo aquella que está encaminada a mejorar la eficiencia operacional, e incrementar los rendimientos ya sea con recortes en costos o por método de desinversión. Desde la óptica de la segunda estrategia en mención, los autores destacan operaciones como las adquisiciones estratégicas, lanzamiento de nuevos productos, entrada en nuevos mercados y cambios estructurales al interior de las empresas.

Al momento de estudiar las estrategias empleadas por las empresas pertenecientes a las leyes 550 y 1116 existe la posibilidad de evaluarlas utilizando los determinantes de la estructura de capital. Esto es importante puesto que Titman et al. (1988) señalan que la función de financiación está determinada por la valoración de los pasivos empresariales a precios de mercado. De este modo, los autores describen que, inclusive si la estrategia corporativa fuese aleatoria en términos de financiación, la estructura de capital de aquella compañía tomaría proporciones específicas para acoplarse a la demanda de los acreedores por sus títulos valores. Consecuentemente, en teoría al afectar una variable diferente a la financiera (provocado por un re-direccionamiento estratégico), se afectan las razones de endeudamiento. Sobre este asunto, existen ciertas expectativas sobre los niveles de apalancamiento tal como lo describen Nelson et al. (2014), quienes precisan que entre

más activos tangibles tenga una empresa, mayor será el apalancamiento puesto que los acreedores estarán dispuestos a transferir recursos. Del mismo modo, Guney et al. (2002) dicen que durante los momentos de “distress” los activos fijos cobran importancia puesto que pueden servir de garantías colaterales; por esto, existe una relación positiva entre estos y el apalancamiento.

Por otra parte, Mhesh (2012), Cheng (2011), Guo et al. (2010) mencionan la teoría de intercambio (trade-off en inglés) según la cual existe una relación directa entre el apalancamiento y el tamaño de la empresa; esta es positiva y está vinculada entre sí debido a que se presupone que a mayor tamaño de una compañía, esta estará más diversificada y tendrá menor probabilidad de quiebra. Es así como, en palabras de según Mhesh (2012), la anterior suposición se basa en la estructura óptima de capital; en donde el valor de una empresa incrementará si el escudo tributario incrementa, pero como efecto secundario, los beneficios decrecerían ya que el costo de financiamiento puede elevarse y provocar una disminución en el valor a mercado de la empresa.

Semejantemente, Cheng (2011) explica que teóricamente las empresas con mayores niveles de protección tributaria no financiera (conocida en inglés como “*non-debt tax shield*”) tendrán menores niveles de financiamiento con deuda externa. Sobre este tema, Song et al. (2005) precisan un hecho tributario evidente diciendo que la depreciación es un sustituto del pago de intereses para descontar los impuestos al final del periodo. Por lo tanto, al momento de tomar en consideración las variables de análisis, se deberá considerar el escudo tributario como un todo y no por separado entre intereses y la depreciación.

Comparativamente, Cheng (2011) y Guo et al. (2010) mencionan la teoría de la escogencia (“*pecking order theory*”) como aquella que explica que las empresas de mayor prospecto de crecimiento demandarán más capital, pero este será preferiblemente deuda externa. En

concordancia con lo anterior, Cheng (2011) y Guney et al. (2002) predicen que teóricamente, las empresas sufren de *distress* cuando se tienen altos niveles de apalancamiento. Por lo tanto, los anteriores investigadores predicen que la relación entre el rendimiento y el nivel de apalancamiento es negativa. Del mismo modo, Titman et al. (1988) explican que el orden de financiación de cualquier empresa es por lo general empezando por la retención de utilidades, luego se busca incrementar la deuda en los pasivos y en último lugar se toma en consideración una emisión de acciones.

## **Metodología**

### **Datos**

Para el presente trabajo la información financiera anual, desde el año 1995 hasta el 2012, de las pequeñas y medianas empresas colombianas, se tomó de la Superintendencia de Sociedades de Colombia a través del portal SIREM. En Colombia se entiende por Pymes como aquellas sociedades que cuenten como mínimo con 11 trabajadores y máximo 200 y que sumen activos totales entre 501 hasta 30.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes (Ministerio de Industria y Comercio, 2012). Con la finalidad de simplificar la clasificación, se tomarán en cuenta únicamente los montos de los activos y se despreciará el tamaño de la nómina. Una vez se obtuvo el antes mencionado grupo de empresas, se hizo una evaluación de las compañías reorganizadas en cuanto a su nivel de apalancamiento pre y post firma del acuerdo de re-estructuración con fecha de corte tres años antes y después (como mínimo) del descrito hecho. La escogencia del anterior periodo, se basa en el estudio de Sudarsanam y Lai (2001), quienes evaluaron el impacto de estrategias de cambio con un horizonte de tres años posteriores a la decisión de re-estructuración.

## Variables

Para clasificar las empresas en los dos grupos (exitosas y fracasadas), se tomó la relación del pasivo sobre patrimonio (razón de apalancamiento) como variable decisoria. Con base en esta se evaluarán los efectos de re-estructuración sobre las compañías.

VARIABLES DEPENDIENTES:

Flujo de efectivo utilizado por acreedores (FE\_Utilizado\_Por\_Acreedo): Es el flujo de efectivo resultante de una reorganización de los estados financieros publicados en la Superintendencia de Sociedades de tal forma que el uso de los recursos para pagar a los acreedores sea una relación con el saldo entre las demás fuentes y usos de cada empresa. De esta forma, es posible analizar que variable contribuyó en mayor o en menor medida al pago de las deudas contraídas.

Dentro del cálculo de esta variable dependiente se encuentran sumadas las disminuciones en proveedores, la disminución en las cuentas por pagar, los pagos realizados por concepto de obligaciones financieras de corto y largo plazo y la disminución de bonos y papeles comerciales. Con el ánimo de obtener una proporción y poder contrastar cada empresa con las demás, la anterior sumatoria se dividió sobre el activo total del año anterior. De esta forma, la variable no queda sujeta ante cambios en los valores del activo en el año de análisis y se convierte en una razón universalmente comparable.

Flujo de efectivo disponible para los acreedores (FE\_disp\_pa\_acreedo): Consiste en un ordenamiento de la información financiera de tal manera que se obtenga un valor de los recursos como resultado del saldo de las fuentes y usos sin incluir los pagos a los prestamistas. Con esto se pretende ver el efecto que tuvieron los demás rubros para darle liquidez a las empresas, sin importar si se dio o no el pago a los acreedores.

La anterior variable dependiente se calculó al sumar las disminuciones en proveedores, la disminución en cuentas por pagar, el flujo de efectivo neto en actividades de operación, más el flujo de efectivo neto en

actividades de inversión, las nuevas obligaciones financieras de corto y largo plazo, junto con el aumento en bonos y papeles comerciales, el aumento en capital social, los dividendos repartidos en el año y el efectivo del año pasado. La suma se dividió sobre el activo total del año anterior igual como con la primera variable descrita.

Variables independientes:

| <b>Nombre indicador</b>                      | <b>Descripción de la razón</b>                                  | <b>Condición</b>              |
|--|---|-------------------------------|
| Aumento cuentas por pagar                    | $R1 = \frac{Cpp_t - Cpp_{t-1}}{Total\ activos_{t-1}}$           | $Cpp_t > Cpp_{t-1}$           |
| Aumento capital social                       | $R2 = \frac{Ksoc_t - Ksoc_{t-1}}{Total\ activos_{t-1}}$         | $Ksoc_t > Ksoc_{t-1}$         |
| Aumento obligaciones financieras corto plazo | $R3 = \frac{OblFinCP_t - OblFinCP_{t-1}}{Total\ activos_{t-1}}$ | $OblFinCP_t > OblFinCP_{t-1}$ |
| Aumento obligaciones financieras largo plazo | $R4 = \frac{OblFinLP_t - OblFinLP_{t-1}}{Total\ activos_{t-1}}$ | $OblFinLP_t > OblFinLP_{t-1}$ |
| Aumento prima en colocación de acciones      | $R5 = \frac{PrimCol_t - PrimCol_{t-1}}{Total\ activos_{t-1}}$   | $PrimCol_t > PrimCol_{t-1}$   |
| Pago dividendos                              | $R6 = \frac{D_t}{Total\ activos_{t-1}}$                         | $D_t > 0$                     |
| Flujo de efectivo total en fijo              | $R7 = \frac{FEFijo_t - FEFijo_{t-1}}{Total\ activos_{t-1}}$     | $FEFijo_t > FEFijo_{t-1}$     |
| Flujo de efectivo total en inversiones       | $R8 = \frac{FEInv_t - FEInv_{t-1}}{Total\ activos_{t-1}}$       | $FEInv_t > FEInv_{t-1}$       |
| Utilidad antes de gastos no desembolsables   | $R9 = \frac{UAGNO_t}{Total\ activos_{t-1}}$                     |                               |



|  |  |  |
|--|--|--|
| Actividad                                    | $R10 = \frac{Total\ Ventas_t}{Total\ activos_{t-1}}$         |  |
| Rendimiento bruto                            | $R11 = \frac{Utilidad\ Bruta_t}{Total\ activos_{t-1}}$       |  |
| ROA  | $R12 = \frac{Utilidad\ Operacional_t}{Total\ activos_{t-1}}$ |  |
| Utilidad antes de impuestos<br>sobre activos | $R13 = \frac{UANTI_t}{Total\ activos_{t-1}}$                 |  |
| Rendimiento neto                             | $R14 = \frac{Utilidad\ Neta_t}{Total\ activos_{t-1}}$        |  |
| Cambio en cuentas por cobrar                 | $R15 = \frac{CC_t - CC_{t-1}}{Total\ activos_{t-1}}$         |  |
| Cambio en inventarios                        | $R16 = \frac{Inven_t - Inven_{t-1}}{Total\ activos_{t-1}}$   |  |

### Modelos y estadísticos

Con la implementación de las mencionadas razones financieras, se realizaron regresiones lineales, en formato de panel con efecto fijo, que permiten confirmar las tendencias en la estructura de capital de cada ente económico. Dentro de este análisis se incorporaron las variables dependientes aquí presentadas, las cuales se confrontaron, en el modelo, con las razones arriba descritas de la siguiente forma:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde  $y_{it}$  es la variable dependiente,  $x_{it}$  son las observaciones de la variable independiente (de  $i = 1, \dots, N$  y  $t = 1, \dots, T$ ),  $\beta$  es un vector  $K \times 1$  que se va a estimar y  $\alpha$  es el intercepto.

De lo cual, basándose en un modelo panel con efecto fijo se tiene que:

$$\varepsilon_{it} = u_i + v_{it}$$

Donde  $\varepsilon_{it}$  es la medida de perturbación,  $u_i$  es el efecto específico individual de cada observación seccional,  $v_{it}$  es el error restante. Por consiguiente,

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_i + v_{it}$$

El concepto de efecto fijo radica en que  $u_i$  afecta la variable  $y_{it}$  de forma seccional, pero no varía en el tiempo (Brooks, 2008); por ejemplo: la razón social de la empresa o el sector de esta no cambia en el tiempo.

Al tener variables dummies (D) en este trabajo (si  $D = 1$  son empresas exitosas, de lo contrario son las fracasadas), se harán 4 regresiones para segmentar el grupo de compañías en exitosas antes, exitosas después, fracasadas antes y fracasadas después. Lo anterior se hará bajo el siguiente modelo:

$$y_{it} = \beta x_{it} + u_i D_{1i} + \dots + u_N D_{1N} + v_{it}$$

De esta forma, se pretende encontrar una regresión multivariada en la que el valor esperado del error sea igual a cero y las constantes  $\beta_i$  sean estadísticamente significativas. Para comprobar este último elemento, se utilizó el estadístico t (de cada variable dependiente) y el valor crítico de F (del modelo en general); se hizo el análisis con el valor probabilístico (con un nivel de significancia del 1%). De manera similar, se estudiaron las intensidades en la implementación de las estrategias de re-direccionamiento al asociarlas con el resto de la muestra. Con base en este argumento, se puede afirmar o negar si una estrategia de choque puede acentuar la recuperación.

El modelo que evalúa es calculado con el método de mínimos cuadrados y posteriormente, se toma en cuenta el coeficiente de determinación ( $R^2$ ) del modelo para conocer en qué grado la media de la regresión logra acercarse a la media de los datos de panel. De manera alterna, se pretenden evaluar los *lags* o retrasos que puedan existir entre el comportamiento de una variable independiente y su efecto sobre la variable dependiente. En este estudio, se evaluará la posibilidad de que una estrategia, de por ejemplo expansión de la capacidad operacional (al aumentar los activos fijos productivos), tenga un efecto en periodos posteriores sobre el flujo de caja libre y los retornos económicos y no inmediatos.

## **Resultados**

Partiendo del análisis de las regresiones obtenidas para la variable dependiente del flujo de efectivo utilizado por acreedores, antes del acuerdo (tabla 1 del anexo), se deducen los siguientes aspectos:

Los cambios que se perciben en ambos grupos son un aumento de las cuentas por pagar a terceros (las exitosas aprovecharon más este rubro), incremento en las obligaciones financieras (las fracasadas utilizaron este mecanismo en mayor medida), emisión de acciones (las empresas exitosas aprovecharon mayores primas en colocación, mientras las fracasadas se dedicaron a emitir acciones por mayor valor). Asimismo, las dos categorías parecían ser proclives a vender sus activos fijos (las exitosas tenían ligeramente mayor intensidad en el tema) y se enfocaban en la reducción de las cuentas por cobrar, donde las compañías fracasadas obtuvieron mejores resultados en el asunto.

Sin embargo, las empresas exitosas también parecen haber logrado conseguir recursos al disminuir los niveles de inventarios (si aplicaba a la empresa) y trataban de crear economías de

escala (al incrementar sus ventas), lo cual era contra-productivo por la situación financiera que atravesaban (el coeficiente de esta variable es negativo, indicando posibles desmejora en márgenes de rendimiento). Por otro lado, dentro del grupo de compañías fracasadas se puede apreciar que estas al intentar mejorar su utilidad antes de impuestos, en realidad perjudicaban la liquidez del negocio. Una posible explicación para estos dos últimos sucesos (que en cierta forma se relacionan entre los dos grupos) consiste en que el modelo de regresión indica los impactos de los rubros seleccionados sobre la capacidad de pago de cada persona jurídica, mas no sobre la evolución de los ítems de los estados financieros en el periodo del análisis. Por consiguiente, se puede inferir que un aumento en ventas, manteniendo los márgenes constantes, incrementaría la utilidad sobre el activo, pero no la liquidez del agente. Luego, existe la posibilidad que el crecimiento demande mayor capital de trabajo (dependiendo de la industria).

Siguiendo con el análisis, con la información posterior al acuerdo (tabla 2), se pueden concluir lo siguiente:

Las actividades que compartieron las dos categorías fueron aumentar su financiación con base en emisiones de acciones (similar al caso anterior, las exitosas se enfocaron en hacerlo por medio de primas de colocación, pero también en esta ocasión sus emisiones se dieron con más intensidad que en el caso de las fracasadas). Lo mismo sucedió con el incremento en el rubro de las obligaciones financieras de corto plazo. De manera diferente, las fracasadas presentaron un enfoque de largo plazo en sus obligaciones crediticias.

Igualmente, las dos categorías de empresas siguieron deshaciendo-se de sus activos fijos (aunque en esta ocasión las compañías exitosas presentaron menor intensidad en este procedimiento, con respecto a las fracasadas en el mismo periodo de estudio). Similarmente, las dos categorías

continuaron mejorando la rotación de sus cuentas por cobrar, en este caso las empresas fracasadas aprovecharon mejor estos recursos. También, según el caso, las compañías exitosas se vieron inclinadas a aprovechar la liberación de los recursos de los inventarios. Asimismo, este grupo presenta que una disminución en las inversiones totales (estratégicas y/o temporales) y un incremento en la utilidad sin incluir los gastos no desembolsables es estadísticamente significativo. Mientras que las fracasadas tendieron a incrementar sus cuentas por pagar a terceros. Con base en estas conclusiones, habría que mirar con quien se apalancaron las compañías fracasadas, puesto que si fue con los socios se darían unos resultados más homogéneos entre las dos categorías al poder considerar los nuevos préstamos provenientes de los mismos accionistas. Del mismo modo, se debería de hacer un estudio de caso que evalúe que inversiones y activos fijos fueron vendidos para tener una mejor percepción; de esos hallazgos se podría rectificar si la estrategia implementada fue de *retrenchment*.

Para finalizar los argumentos de esta variable dependiente (flujo de efectivo utilizado por acreedores), es posible comparar una vez más las acciones de las compañías, de los dos grupos, entre los dos periodos (antes y después) versus los cambios (adopción o dejación de cada una de las estrategias). Según la tabla 3, se puede apreciar que fueron 3 mecanismos que persistieron en ambos grupos sin importar los acuerdos: 1) ambas aumentaron sus obligaciones financieras de corto plazo (las empresas fracasadas disminuyeron su financiación en este rubro posterior al acuerdo en mayor medida que las exitosas), 2) vendieron sus activos fijos (las compañías exitosas disminuyeron su intensidad en este accionar más que el otro grupo) e 3) intentaron rotar sus cuentas por cobrar para obtener recursos más líquidos (de manera intrigante, las empresas exitosas incrementaron su intensidad en este rubro, mientras las fracasadas lo disminuyeron).

Por otro lado, las empresas fracasadas no mantuvieron la tendencia en algunos rubros (por ejemplo, siguieron aumentando sus cuentas por pagar, el capital social y sus obligaciones financieras de largo plazo, aunque en menor medida después del acuerdo) o dejaron de implementar tácticas como disminuir la utilidad antes de impuestos (reducir sus actividades comerciales) y dejaron de aprovechar o poder emitir acciones con mayores primas.

Contrariamente, las compañías exitosas siguieron emitiendo acciones con primas más significativas, continuaron mejorando la rotación de sus inventarios (según el caso) e interesadamente, cambiaron la forma de maniobrar varias de sus cuentas de los estados financieros. Al firmar el acuerdo surgieron nuevos movimientos estadísticamente significativos; por ejemplo, el precio de las acciones nominales ascendieron y se volvieron importantes en el pago a los acreedores (se entregó mayor participación de la sociedad), se decidió vender las inversiones (estratégicas y/o temporales), se produjo un fuerte impacto por una mejora en la utilidad operacional (como porción del activo total) y un aumento en la utilidad sin incluir los gastos desembolsables.

La segunda parte del análisis está enfocada en examinar el tema de liquidez para los acreedores. En ese punto cabe de recordar que no se está viendo que rubro contribuyó a cancelar una deuda, sino cuales de estos ayudaron a generar recursos (cuales fueron fuentes significativas). Al tomar la anterior variable se nota que los rubros que más influyeron antes del acuerdo, tanto en el grupo de las empresas exitosas como en las fracasadas, fueron los aumentos en las obligaciones bancarias de corto y largo plazo y por la venta de activos fijos (tabla 4). Similarmente, un incremento en los ingresos y una disminución en las cuentas por cobrar eran considerados una fuente de recursos significativa para las compañías exitosas. También, se logra apreciar que las

empresas exitosas tenían una política de dividendos activa, la cual causaba una importante reducción en la liquidez.

Posterior al acuerdo de re-estructuración, se observa que las empresas exitosas vendieron parte de sus inversiones y continuaron optimizando sus cuentas por cobrar. Por último, es posible resaltar que ambos grupos empresariales se financiaban a costa de las obligaciones financieras de corto plazo (tabla 5), puesto que los aumentos en este rubro fueron considerados estadísticamente significativos en el análisis econométrico. Esta perspectiva es la misma a la observada con la primera variable dependiente en los años siguientes al acuerdo. Aunque, las empresas fracasadas empezaron a tender a financiarse con emisiones de acciones, aspecto que se compara al grupo exitoso (por medio de primas en colocación de acciones). Las primas en colocación de acciones vienen acompañadas de un coeficiente negativo, aspecto que debería analizarse con estudios de casos de las compañías en las que aplique este suceso. Una hipótesis podría descender del hecho que las compañías en la Ley 550 tienen la posibilidad de plasmar en su acuerdo la capitalización de la deuda por medio de bonos convertibles en acciones. Aspecto que estadísticamente puede alterar la comprensión de esta variable.

Finalmente, en la tabla 6 se logran resumir los cambios en los principales rubros antes y después del acuerdo. Aquí, lo primero que valdría anotar serían los cambios en los mecanismos de financiación puesto que ambas categorías de empresas decidieron apalancarse en sus accionistas, posterior al pacto. Adicionalmente, únicamente las compañías exitosas tomaron la iniciativa de vender sus inversiones temporales y/o de largo plazo. Este punto se debe de mirar en detenimiento para averiguar las diferentes portafolios de los recursos invertidos; quizás en ciertas ocasiones las posiciones largas no sean liquidadas o sean incobrables.

Por otro lado, se puede concluir que las empresas exitosas habían decidido siempre gestionar sus procesos de cobranza, tenían una política de dividendos favorable para los accionistas y eran proclives a apalancarse en créditos de corto plazo. Lo anterior es únicamente válido para las compañías fracasadas en el último punto. Semejantemente, una vez firmado el acuerdo, ambos grupos dejaron de vender sus activos fijos y se restringieron en la financiación crediticia a largo plazo. De aquí sería interesante retomar en próximos estudios la razón por la cual se dieron los incrementos en obligaciones financieras de largo plazo, al igual que los pagos de los dividendos si las empresas estaban en re-estructuración, tenían problemas de liquidez y su percepción de riesgo era elevada.

Para culminar, en la tabla 7 se detallan las principales estadísticas descriptivas de ambas categorías de empresas (antes y después del acuerdo). En este resumen se aprecia que las empresas exitosas en promedio (según su mediana) redujeron sus niveles de apalancamiento, luego se corrobora favorablemente el proceso de selección realizado en este estudio. Sin embargo, al mirar los rangos entre ambas categorías de empresas, uno puede concluir que los mínimos seguían siendo negativos; es decir, el patrimonio tenía signo negativo a causa de pérdidas en ejercicios actuales y/o acumulados. Con esto se pretende argumentar que aunque en promedio las compañías parecen haber normalizado su situación (en el caso de las exitosas), siguen persistiendo problemas de rentabilidad y viabilidad económica en el futuro.

Al comparar los resultados de las estadísticas descriptivas con las regresiones se observan ciertas inconsistencias; por ejemplo, en promedio el pago de los dividendos fue nulo y se argumenta que ninguna categoría de empresas utilizó financiamiento por el sector financiero, mientras que estas dos variables habían sido afectadas según las regresiones. Del mismo modo, en ambos grupos de compañías se aprecia una reducción en la intensidad promedio en las ventas de los activos fijos y



no se vislumbra un cambio en las ventas de inversiones (de corto y largo plazo). Por otra parte, se logra apreciar que las empresas exitosas utilizaron menos recursos de terceros después del acuerdo y lograron reducir más sus inventarios que las fracasadas. Aunque, en términos de rentabilidad, ambas categorías avanzaron favorablemente a pesar de que las compañías exitosas generaron mayores mejoras en sus utilidades operacionales y netas.

A modo de concluir el análisis sobre la tabla 7, se puede mencionar que la mediana de los recursos disponibles para los acreedores (variable dependiente dos) de las empresas fracasadas, antes y después del acuerdo, se mantuvieron relativamente estables. Sin embargo, en la categoría de las exitosas se vio una significativa reducción en periodos posteriores a la re-estructuración. Una causa de esto pudo haber sido mejores resultados en la negociación de los montos y fechas de pagos a los acreedores en el promedio de los casos de los que posteriormente serían considerados exitosos. Por consiguiente, la capacidad de manejar los términos con los acreedores es de suma importancia para postergar o realizar *roll-over* de la deuda en momentos de crisis.

En los casos antes descritos, los *lags* de las variables no representan suficiente relevancia en el presente análisis para describir las fluctuaciones de las dos variables dependientes.

### **Discusiones y conclusión**

El presente estudio sostiene los hallazgos hechos por Nelson et al. (2014) sobre la significancia en las ventas de los activos fijos como estrategia de cambio al igual que lo encontrado por Yandava (2011), Wild (2010) y Angwin y Meadows (2012) en lo referente al efecto positivo de las ventas de las inversiones temporales y las de largo plazo. Paralelamente, para conocer la diferencia (entre los dos grupos de compañías) en el tema de desinversiones, se propone realizar un estudio de caso para determinar la similitud de esta estrategia según lo propuesto por Heggde

y Panikar (2011), Wild (2010), Hit et al. (1998) y Parker et al. (2010) para descubrir el nivel de orientación corporativa hacia el negocio base.

Sin embargo, al parecer los datos aquí desarrollados arrojan una divergencia con respecto a Heggde y Panikar (2011) en cuando a que una reducción en el apalancamiento logra mejorar la viabilidad de una empresa. Se encontró que un incremento en la utilidad operacional efectivamente parece reducir los niveles de apalancamiento (seguramente, al generar mayor recursos internamente), pero no se da una notoria mejoría en la viabilidad del negocio; se han visto casos en los cuales las compañías exitosas (frente a sus acreedores) siguen presentando patrimonios negativos (por acumulaciones de ejercicios pasados con pérdidas netas).

Afortunadamente, se sostiene lo establecido en el estudio de la Superintendencia de Sociedades (2013) cuando se argumenta que las empresas que logran salir de su crisis, se da debido a que su situación inicial era mejor a la de las empresas fracasadas; aspecto que se refuerza en este documento en cuanto a que el nivel de apalancamiento medio de la muestra lo corrobora. Igualmente, se apoyan los hallazgos de Nelson et al. (2014) quienes sustentaban que los márgenes de rentabilidad no son estadísticamente significativos como un mecanismo de re-estructuración. Esto se puede apreciar en los dos grupos de compañías aquí analizadas. Por consiguiente, una estrategia de reducción de costos no parece traer beneficios a largo plazo, lo que contradice a Guney et al. (2002), Cheng (2011) y Mhesh (2012).

En últimas, se puede apreciar que los márgenes de endeudamiento y de apalancamiento de la muestra se reducen en su rango, con una mediana positiva. Esto significa que si bien no todas las empresas exitosas convirtieron sus operaciones en un negocio rentable, si lograron controlar su crisis y evitaron su liquidación.

## Anexos

**Tabla 1.** Resultado de la regresión para la variable dependiente “Flujo de efectivo utilizado por acreedor”. El  $R^2$  para las empresas fracasadas dio 0.9828 y para las exitosas resultó ser 0.886.

Dependent Variable: FE\_UTILIZADO\_POR\_ACREEDO  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/05/15 Time: 13:51  
 Sample: 1995 2013 IF FRACASOANTES=1  
 Periods included: 10  
 Cross-sections included: 14  
 Total panel (unbalanced) observations: 101

Dependent Variable: FE\_UTILIZADO\_POR\_ACREEDO  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/05/15 Time: 13:48  
 Sample: 1995 2013 IF EXITOANTES=1  
 Periods included: 16  
 Cross-sections included: 47  
 Total panel (unbalanced) observations: 349

| Variable               | Coefficient | Prob.  | Variable               | Coefficient | Prob.  |
|------------------------|-------------|--------|------------------------|-------------|--------|
| AUMENTO_CPP            | 0.605574    | 0.64%  | AUMENTO_CPP            | 1.649875    | 0.00%  |
| AUMENTOKSOC            | 1.154837    | 0.37%  | AUMENTOKSOC            | 0.632064    | 5.65%  |
| AUMENTOBLFINCP         | 0.984056    | 0.00%  | AUMENTOBLFINCP         | 0.954814    | 0.00%  |
| AUMENTOBLFINLP         | 0.857274    | 0.00%  | AUMENTOBLFINLP         | 0.855688    | 0.00%  |
| AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | -0.668212   | 0.91%  | AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | 0.167544    | 0.06%  |
| PAGO_DIVIDENDOS        | -0.168784   | 71.93% | PAGO_DIVIDENDOS        | 0.004661    | 98.77% |
| FE_FIJO_TOTAL          | 0.655632    | 0.00%  | FE_FIJO_TOTAL          | 0.750769    | 0.00%  |
| FE_INV_TOTAL           | 0.511321    | 3.63%  | FE_INV_TOTAL           | -0.035335   | 51.21% |
| U_ANTES_DE_GNODESM     | 0.503863    | 2.35%  | U_ANTES_DE_GNODESM     | 0.33938     | 25.24% |
| Y_ACT                  | -0.029263   | 43.10% | Y_ACT                  | -0.115003   | 0.08%  |
| UB_ACT                 | 0.063449    | 40.54% | UB_ACT                 | 0.12972     | 15.02% |
| UOP_ACT                | -0.345001   | 4.32%  | UOP_ACT                | -0.055575   | 70.17% |
| UANTX_ACT              | -1.344005   | 0.20%  | UANTX_ACT              | 0.036686    | 89.28% |
| UN_ACT                 | 0.163755    | 48.02% | UN_ACT                 | -0.12127    | 68.45% |
| DCC_ACT                | 0.775727    | 0.00%  | DCC_ACT                | 0.23941     | 0.02%  |
| DINVENTARIOS_ACT       | 0.317943    | 1.71%  | DINVENTARIOS_ACT       | 0.421331    | 0.15%  |
| C                      | 0.061145    | 10.69% | C                      | 0.089416    | 0.54%  |

**Tabla 2.** Resultado de la regresión para la variable dependiente “Flujo de efectivo utilizado por acreedor”. El  $R^2$  para las empresas fracasadas dio 0.7581 y para las exitosas resultó ser 0.9646.

Dependent Variable: FE\_UTILIZADO\_POR\_ACREEDO  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/05/15 Time: 14:20  
 Sample: 1995 2013 IF FRACASODPS=1  
 Periods included: 13  
 Cross-sections included: 14  
 Total panel (unbalanced) observations: 165

Dependent Variable: FE\_UTILIZADO\_POR\_ACREEDO  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/05/15 Time: 13:53  
 Sample: 1995 2013 IF EXITODPS=1  
 Periods included: 13  
 Cross-sections included: 47  
 Total panel (unbalanced) observations: 522

| Variable               | Coefficient | Prob.  | Variable               | Coefficient | Prob.  |
|------------------------|-------------|--------|------------------------|-------------|--------|
| AUMENTO_CPP            | 0.363029    | 0.08%  | AUMENTO_CPP            | 0.185865    | 3.51%  |
| AUMENTOKSOC            | 0.721108    | 0.00%  | AUMENTOKSOC            | 0.823363    | 0.00%  |
| AUMENTOBLFINCP         | 0.519025    | 0.00%  | AUMENTOBLFINCP         | 0.930023    | 0.00%  |
| AUMENTOBLFINLP         | 0.394374    | 0.00%  | AUMENTOBLFINLP         | 0.152301    | 3.86%  |
| AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | -0.117538   | 68.24% | AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | 0.246273    | 0.02%  |
| PAGO_DIVIDENDOS        | -0.333466   | 43.11% | PAGO_DIVIDENDOS        | -0.345151   | 3.01%  |
| FE_FIJO_TOTAL          | 0.555904    | 0.00%  | FE_FIJO_TOTAL          | 0.274377    | 0.00%  |
| FE_INV_TOTAL           | 0.169247    | 63.21% | FE_INV_TOTAL           | 0.336381    | 0.00%  |
| U_ANTES_DE_GNODESM     | 0.702744    | 1.18%  | U_ANTES_DE_GNODESM     | 0.384432    | 0.00%  |
| Y_ACT                  | 0.061595    | 3.88%  | Y_ACT                  | 0.029761    | 2.96%  |
| UB_ACT                 | 0.103169    | 20.52% | UB_ACT                 | -0.098506   | 6.50%  |
| UOP_ACT                | -0.496759   | 2.43%  | UOP_ACT                | 0.205849    | 0.03%  |
| UANTX_ACT              | 0.223717    | 43.03% | UANTX_ACT              | -0.023276   | 71.17% |
| UN_ACT                 | -0.090898   | 71.57% | UN_ACT                 | -0.170893   | 3.02%  |
| DCC_ACT                | 0.52664     | 0.00%  | DCC_ACT                | 0.473341    | 0.00%  |
| DINVENTARIOS_ACT       | 0.242879    | 11.85% | DINVENTARIOS_ACT       | 0.473815    | 0.00%  |
| C                      | -0.060863   | 3.02%  | C                      | 0.031176    | 1.35%  |

**Tabla 3.** Análisis de los cambios en los principales rubros de los estados financieros para la variable dependiente del “Flujo de efectivo utilizado por acreedores”. El valor de 1 representa la continuidad de una estrategia después del acuerdo de re-estructuración, el 0 indica la adopción de una estrategia posterior al acuerdo (antes no), el -1 significa que antes la empresa había optado por una estrategia en determinado y con el acuerdo la dejó de implementar y el -2 indica que una compañía determinada nunca implementó la estrategia. Las columnas de “Ahora-Antes” destaca el cambio en la intensidad en cada rubro.

|                        | Ahora-antes |    |                        | Ahora-antes |  | Cambios<br>estrategicos |    |
|------------------------|-------------|----|------------------------|-------------|--|-------------------------|----|
| AUMENTO_CPP            | -0.2425     | 1  | AUMENTO_CPP            | -1.4640     |  |                         | -1 |
| AUMENTOKSOC            | -0.4337     | 1  | AUMENTOKSOC            | 0.1913      |  |                         | 0  |
| AUMENTOBLFINCP         | -0.4650     | 1  | AUMENTOBLFINCP         | -0.0248     |  |                         | 1  |
| AUMENTOBLFINLP         | -0.4629     | 1  | AUMENTOBLFINLP         | -0.7034     |  |                         | -1 |
| AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | 0.5507      | -1 | AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | 0.0787      |  |                         | 1  |
| PAGO_DIVIDENDOS        | -0.1647     | -2 | PAGO_DIVIDENDOS        | -0.3498     |  |                         | -2 |
| FE_FIJO_TOTAL          | -0.0997     | 1  | FE_FIJO_TOTAL          | -0.4764     |  |                         | 1  |
| FE_INV_TOTAL           | -0.3421     | -2 | FE_INV_TOTAL           | 0.3717      |  |                         | 0  |
| U_ANTES_DE_GNODESM     | 0.1989      | -2 | U_ANTES_DE_GNODESM     | 0.0451      |  |                         | 0  |
| Y_ACT                  | 0.0909      | -2 | Y_ACT                  | 0.1448      |  |                         | -1 |
| UB_ACT                 | 0.0397      | -2 | UB_ACT                 | -0.2282     |  |                         | -2 |
| UOP_ACT                | -0.1518     | -2 | UOP_ACT                | 0.2614      |  |                         | 0  |
| UANTX_ACT              | 1.5677      | -1 | UANTX_ACT              | -0.0600     |  |                         | -2 |
| UN_ACT                 | -0.2547     | -2 | UN_ACT                 | -0.0496     |  |                         | -2 |
| DCC_ACT                | -0.2491     | 1  | DCC_ACT                | 0.2339      |  |                         | 1  |
| DINVENTARIOS_ACT       | -0.0751     | -2 | DINVENTARIOS_ACT       | 0.0525      |  |                         | 1  |

**Tabla 4.** Resultado de la regresión para la variable dependiente “Flujo de efectivo disponible para acreedor”. El  $R^2$  para las empresas fracasadas dio 0.9345 y para las exitosas resultó ser 0.7425.

Dependent Variable: FE\_DISP\_PA\_ACREED  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/05/15 Time: 13:51  
 Sample: 1995 2013 IF FRACASOANTES=1  
 Periods included: 10  
 Cross-sections included: 14  
 Total panel (unbalanced) observations: 101

Dependent Variable: FE\_DISP\_PA\_ACREED  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/05/15 Time: 13:50  
 Sample: 1995 2013 IF EXITOANTES=1  
 Periods included: 16  
 Cross-sections included: 47  
 Total panel (unbalanced) observations: 349

| Variable               | Coefficient | Prob.  | Variable               | Coefficient | Prob.  |
|------------------------|-------------|--------|------------------------|-------------|--------|
| AUMENTO_CPP            | 1.1217      | 1.35%  | AUMENTO_CPP            | -0.3568     | 16.08% |
| AUMENTOKSOC            | 0.8084      | 30.82% | AUMENTOKSOC            | 0.3036      | 48.08% |
| AUMENTOBLFINCP         | 0.9833      | 0.00%  | AUMENTOBLFINCP         | 0.8164      | 0.00%  |
| AUMENTOBLFINLP         | 1.0626      | 0.00%  | AUMENTOBLFINLP         | 0.7307      | 0.00%  |
| AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | 0.6433      | 21.23% | AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | -0.0297     | 63.68% |
| PAGO_DIVIDENDOS        | -1.4334     | 14.12% | PAGO_DIVIDENDOS        | -1.6008     | 0.01%  |
| FE_FIJO_TOTAL          | 0.7995      | 0.88%  | FE_FIJO_TOTAL          | 0.5848      | 0.01%  |
| FE_INV_TOTAL           | -0.3407     | 49.10% | FE_INV_TOTAL           | -0.0534     | 44.72% |
| U_ANTES_DE_GNODESM     | -0.2438     | 58.71% | U_ANTES_DE_GNODESM     | -0.1503     | 69.70% |
| Y_ACT                  | 0.0805      | 29.36% | Y_ACT                  | 0.1309      | 0.33%  |
| UB_ACT                 | 0.0409      | 79.40% | UB_ACT                 | 0.0267      | 82.02% |
| UOP_ACT                | -0.2419     | 48.44% | UOP_ACT                | 0.0270      | 88.63% |
| UANTX_ACT              | 0.1079      | 90.00% | UANTX_ACT              | -0.1856     | 60.08% |
| UN_ACT                 | 0.5507      | 25.01% | UN_ACT                 | 0.2252      | 56.27% |
| DCC_ACT                | 0.5146      | 2.20%  | DCC_ACT                | 0.3058      | 0.03%  |
| DINVENTARIOS_ACT       | 0.1972      | 46.28% | DINVENTARIOS_ACT       | -0.1046     | 54.15% |
| C                      | -0.0647     | 40.34% | C                      | -0.0819     | 4.97%  |

**Tabla 5.** Resultado de la regresión para la variable dependiente “Flujo de efectivo disponible para acreedor”. El  $R^2$  para las empresas fracasadas dio 0.6061 y para las exitosas resultó ser 0.8674.

Dependent Variable: FE\_DISP\_PA\_ACREED  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/05/15 Time: 14:21  
 Sample: 1995 2013 IF FRACASODPS=1  
 Periods included: 13  
 Cross-sections included: 14  
 Total panel (unbalanced) observations: 165

Dependent Variable: FE\_DISP\_PA\_ACREED  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/05/15 Time: 13:52  
 Sample: 1995 2013 IF EXITODPS=1  
 Periods included: 13  
 Cross-sections included: 47  
 Total panel (unbalanced) observations: 522

| Variable               | Coefficient | Prob.  | Variable               | Coefficient | Prob.  |
|------------------------|-------------|--------|------------------------|-------------|--------|
| AUMENTO_CPP            | 0.2556      | 4.77%  | AUMENTO_CPP            | 0.4194      | 2.23%  |
| AUMENTOKSOC            | 0.4082      | 0.07%  | AUMENTOKSOC            | 0.1616      | 24.65% |
| AUMENTOBLFINCP         | 0.4104      | 0.63%  | AUMENTOBLFINCP         | 0.9577      | 0.00%  |
| AUMENTOBLFINLP         | -0.1851     | 9.05%  | AUMENTOBLFINLP         | 0.0489      | 74.88% |
| AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | -0.6084     | 8.04%  | AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | -0.5361     | 0.01%  |
| PAGO_DIVIDENDOS        | 0.4238      | 40.63% | PAGO_DIVIDENDOS        | -1.0185     | 0.22%  |
| FE_FIJO_TOTAL          | 0.1696      | 13.71% | FE_FIJO_TOTAL          | 0.2675      | 4.17%  |
| FE_INV_TOTAL           | -0.4550     | 28.62% | FE_INV_TOTAL           | 0.4053      | 0.00%  |
| U_ANTES_DE_GNODESM     | 0.2251      | 49.83% | U_ANTES_DE_GNODESM     | -0.1105     | 54.62% |
| Y_ACT                  | -0.0325     | 36.17% | Y_ACT                  | 0.0385      | 17.57% |
| UB_ACT                 | 0.2081      | 3.49%  | UB_ACT                 | -0.0146     | 89.51% |
| UOP_ACT                | 0.2138      | 41.69% | UOP_ACT                | 0.0896      | 44.94% |
| UANTX_ACT              | 0.3315      | 33.22% | UANTX_ACT              | 0.2164      | 9.91%  |
| UN_ACT                 | -0.6422     | 3.42%  | UN_ACT                 | -0.0177     | 91.38% |
| DCC_ACT                | 0.1696      | 5.82%  | DCC_ACT                | 0.2429      | 0.12%  |
| DINVENTARIOS_ACT       | -0.1046     | 57.51% | DINVENTARIOS_ACT       | 0.3396      | 2.72%  |
| C                      | -0.0429     | 20.22% | C                      | -0.0053     | 83.91% |

**Tabla 6.** Análisis de los cambios en los principales rubros de los estados financieros para la variable dependiente del “Flujo de efectivo disponible para acreedores”. El valor de 1 representa la continuidad de una estrategia después del acuerdo de re-estructuración, el 0 indica la adopción de una estrategia posterior al acuerdo (antes no), el -1 significa que antes la empresa había optado por una estrategia en determinado y con el acuerdo la dejó de implementar y el -2 indica que una compañía determinada nunca implemento la estrategia. Las columnas de “Ahora-Antes” destaca el cambio en la intensidad en cada rubro.

|                        | Ahora-antes |                           | Ahora-antes Cambios<br>estrategicos |    |
|------------------------|-------------|---------------------------|-------------------------------------|----|
| AUMENTO_CPP            | -0.8661     | -2 AUMENTO_CPP            | 0.7762                              | -2 |
| AUMENTOKSOC            | -0.4002     | 0 AUMENTOKSOC             | -0.1420                             | -2 |
| AUMENTOBLFINCP         | -0.5729     | 1 AUMENTOBLFINCP          | 0.1413                              | 1  |
| AUMENTOBLFINLP         | -1.2477     | -1 AUMENTOBLFINLP         | -0.6818                             | -1 |
| AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | -1.2517     | -2 AUMENTOPRIMACOLACC_ACT | -0.5064                             | 0  |
| PAGO_DIVIDENDOS        | 1.8572      | -2 PAGO_DIVIDENDOS        | 0.5823                              | 1  |
| FE_FIJO_TOTAL          | -0.6299     | -1 FE_FIJO_TOTAL          | -0.3174                             | -1 |
| FE_INV_TOTAL           | -0.1143     | -2 FE_INV_TOTAL           | 0.4587                              | 0  |
| U_ANTES_DE_GNODESM     | 0.4688      | -2 U_ANTES_DE_GNODESM     | 0.0399                              | -2 |
| Y_ACT                  | -0.1130     | -2 Y_ACT                  | -0.0924                             | -1 |
| UB_ACT                 | 0.1673      | -2 UB_ACT                 | -0.0413                             | -2 |
| UOP_ACT                | 0.4558      | -2 UOP_ACT                | 0.0626                              | -2 |
| UANTX_ACT              | 0.2236      | -2 UANTX_ACT              | 0.4020                              | -2 |
| UN_ACT                 | -1.1929     | -2 UN_ACT                 | -0.2429                             | -2 |
| DCC_ACT                | -0.3450     | -2 DCC_ACT                | -0.0628                             | 1  |
| DINVENTARIOS_ACT       | -0.3018     | -2 DINVENTARIOS_ACT       | 0.4442                              | -2 |



**Tabla 7.** Estadística descriptiva para las principales cuentas de los estados financieros de las empresas exitosas y fracasadas. Para el promedio de cada rubro se tomó la mediana.

Date: 05/05/15 Time: 15:59

Sample: 1995 2013 IF EXITOANTES=1

|              | FE_UTILIZADO_POR<br>_ACREEDO | AUMENTO_CPP | AUMENTOKSOC | AUMENTOBLFINCP | FE_FIJO_TOTAL |
|--------------|------------------------------|-------------|-------------|----------------|---------------|
| Mean         | 24%                          | 3%          | 1%          | 15%            | -1%           |
| Median       | 0.081462                     | 0.007218    | 0           | 0.027139       | -0.009578     |
| Maximum      | 308%                         | 36%         | 25%         | 213%           | 137%          |
| Minimum      | 0%                           | 0%          | 0%          | 0%             | -42%          |
| Std. Dev.    | 0.433544                     | 0.057181    | 0.032761    | 0.292078       | 0.138809      |
| Observations | 349                          | 349         | 349         | 349            | 349           |

Date: 05/05/15 Time: 15:57

Sample: 1995 2013 IF FRACASOANTES=1

|              | FE_UTILIZADO_POR<br>_ACREEDO | AUMENTO_CPP | AUMENTOKSOC | AUMENTOBLFINCP | FE_FIJO_TOTAL |
|--------------|------------------------------|-------------|-------------|----------------|---------------|
| Mean         | 19%                          | 3%          | 1%          | 15%            | -4%           |
| Median       | 0.047896                     | 0.009509    | 0           | 0.01633        | -0.008675     |
| Maximum      | 320%                         | 23%         | 11%         | 291%           | 22%           |
| Minimum      | 0%                           | 0%          | 0%          | 0%             | -43%          |
| Std. Dev.    | 0.494189                     | 0.054149    | 0.027576    | 0.44234        | 0.085167      |
| Observations | 101                          | 101         | 101         | 101            | 101           |

Date: 05/05/15 Time: 15:55

Sample: 1995 2013 IF EXITODPS=1

|              | FE_UTILIZADO_POR<br>_ACREEDO | AUMENTO_CPP | AUMENTOKSOC | AUMENTOBLFINCP | FE_FIJO_TOTAL |
|--------------|------------------------------|-------------|-------------|----------------|---------------|
| Mean         | 11%                          | 2%          | 1%          | 7%             | -2%           |
| Median       | 0.028014                     | 0.000219    | 0           | 0              | -0.006167     |
| Maximum      | 496%                         | 71%         | 99%         | 484%           | 42%           |
| Minimum      | 0%                           | 0%          | 0%          | 0%             | -70%          |
| Std. Dev.    | 0.349454                     | 0.042739    | 0.053478    | 0.348077       | 0.068482      |
| Observations | 522                          | 522         | 522         | 522            | 522           |

Date: 05/05/15 Time: 15:56

Sample: 1995 2013 IF FRACASODPS=1

|           | FE_UTILIZADO_POR<br>_ACREEDO | AUMENTO_CPP | AUMENTOKSOC | AUMENTOBLFINCP | FE_FIJO_TOTAL |
|-----------|------------------------------|-------------|-------------|----------------|---------------|
| Mean      | 12%                          | 5%          | 3%          | 3%             | -2%           |
| Median    | 0.04262                      | 0.00162     | 0           | 0              | -0.002824     |
| Maximum   | 136%                         | 144%        | 151%        | 97%            | 52%           |
| Minimum   | 0%                           | 0%          | 0%          | 0%             | -118%         |
| Std. Dev. | 0.213123                     | 0.158534    | 0.160001    | 0.116686       | 0.147252      |

**Tabla 7.** Estadística descriptiva para las principales cuentas de los estados financieros de las empresas exitosas y fracasadas. (Continuación).

Date: 05/05/15 Time: 15:59  
Sample: 1995 2013 IF EXITOANTES=1

|              | U_ANTES_DE_GNOD<br>ESM | Y_ACT   | UB_ACT   | UOP_ACT   | UANTX_ACT | UN_ACT  | DCC_ACT   | DINVENTARIOS_A<br>CT | APALANCAMIENTO |
|--------------|------------------------|---------|----------|-----------|-----------|---------|-----------|----------------------|----------------|
| Mean         | 2%                     | 101%    | 29%      | 0%        | 2%        | -2%     | -2%       | 1%                   | 4.41           |
| Median       | 0.022801               | 0.87574 | 0.221739 | -0.001653 | 0.018793  | 0       | -0.007069 | 0                    | 1.248948       |
| Maximum      | 92%                    | 392%    | 175%     | 40%       | 21%       | 85%     | 156%      | 77%                  | 86723%         |
| Minimum      | -48%                   | 0%      | -19%     | -58%      | -43%      | -51%    | -110%     | -33%                 | -2652%         |
| Std. Dev.    | 0.12941                | 0.79616 | 0.25439  | 0.12643   | 0.053147  | 0.12949 | 0.181507  | 0.096272             | 46.5817        |
| Observations | 349                    | 349     | 349      | 349       | 349       | 349     | 349       | 349                  | 349            |

Date: 05/05/15 Time: 15:57  
Sample: 1995 2013 IF FRACASOANTES=1

|              | U_ANTES_DE_GNOD<br>ESM | Y_ACT   | UB_ACT  | UOP_ACT  | UANTX_ACT | UN_ACT  | DCC_ACT   | DINVENTARIOS_A<br>CT | APALANCAMIENTO |
|--------------|------------------------|---------|---------|----------|-----------|---------|-----------|----------------------|----------------|
| Mean         | 0%                     | 95%     | 29%     | 1%       | 3%        | -5%     | -2%       | -2%                  | 0.97           |
| Median       | 0.015836               | 0.80069 | 0.24784 | 0.01745  | 0.019532  | 0.00103 | -0.010585 | -0.002281            | 1.571473       |
| Maximum      | 25%                    | 416%    | 144%    | 27%      | 22%       | 20%     | 64%       | 31%                  | 2866%          |
| Minimum      | -58%                   | 0%      | -5%     | -31%     | -8%       | -64%    | -22%      | -33%                 | -14688%        |
| Std. Dev.    | 0.135125               | 0.70738 | 0.21007 | 0.102731 | 0.040315  | 0.14062 | 0.105181  | 0.093455             | 15.51091       |
| Observations | 101                    | 101     | 101     | 101      | 101       | 101     | 101       | 101                  | 101            |

Date: 05/05/15 Time: 15:55  
Sample: 1995 2013 IF EXITODPS=1

|              | U_ANTES_DE_GNOD<br>ESM | Y_ACT   | UB_ACT   | UOP_ACT  | UANTX_ACT | UN_ACT  | DCC_ACT   | DINVENTARIOS_A<br>CT | APALANCAMIENTO |
|--------------|------------------------|---------|----------|----------|-----------|---------|-----------|----------------------|----------------|
| Mean         | 7%                     | 97%     | 30%      | 4%       | 4%        | 2%      | -3%       | -1%                  | 0.55           |
| Median       | 0.058761               | 0.79507 | 0.255493 | 0.021575 | 0.020047  | 0.00659 | -0.009367 | -6.25E-05            | 0.595069       |
| Maximum      | 84%                    | 675%    | 127%     | 85%      | 98%       | 72%     | 49%       | 18%                  | 8726%          |
| Minimum      | -27%                   | 0%      | -10%     | -90%     | -30%      | -30%    | -93%      | -26%                 | -6830%         |
| Std. Dev.    | 0.104888               | 0.83005 | 0.266968 | 0.1171   | 0.10827   | 0.08227 | 0.112013  | 0.047489             | 6.169779       |
| Observations | 522                    | 522     | 522      | 522      | 522       | 522     | 522       | 522                  | 522            |

Date: 05/05/15 Time: 15:56  
Sample: 1995 2013 IF FRACASODPS=1

|           | U_ANTES_DE_GNOD<br>ESM | Y_ACT   | UB_ACT   | UOP_ACT  | UANTX_ACT | UN_ACT  | DCC_ACT   | DINVENTARIOS_A<br>CT | APALANCAMIENTO |
|-----------|------------------------|---------|----------|----------|-----------|---------|-----------|----------------------|----------------|
| Mean      | 5%                     | 127%    | 40%      | 3%       | 2%        | 0%      | -2%       | -2%                  | 2.57           |
| Median    | 0.049388               | 0.96701 | 0.253085 | 0.019873 | 0.022021  | 0.00318 | -0.001932 | -0.001318            | 1.425478       |
| Maximum   | 91%                    | 856%    | 304%     | 97%      | 86%       | 86%     | 60%       | 18%                  | 8329%          |
| Minimum   | -82%                   | 0%      | -9%      | -34%     | -83%      | -83%    | -143%     | -54%                 | -1386%         |
| Std. Dev. | 0.166288               | 1.2067  | 0.468458 | 0.164697 | 0.17919   | 0.15272 | 0.2002    | 0.08701              | 8.193589       |

**Bibliografia:**

- Angwin, D., & Meadows, M. (2012). Acquiring poorly performing companies during a recession. *Journal Of General Management*, 38(1), 1-22.
- Arogyaswamy K., Barker V., Yasai-Ardekani M. (1995). Firm turnarounds: an integrative two-stage model. *Journal of Management Studies* 32(4), 493-525.
- Barker III, V. L. and M. A. Mone (1994). Retrenchment: Cause of turnaround or consequence of decline. *Strategic Management Journal*, 15, pp. 395–405.
- Barney, J.B. (1991), “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage,” *Journal of Management* 17(1): 99–120.
- Bowman, E. H., Singh, H., Useem, M., & Bhadury, R. (1999). When Does Restructuring Improve Economic Performance?. *California Management Review*, 41(2), 33-54.
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. Estados Unidos de América: Cambridge University Press, 2008.
- Cheng T., 2011. Determinants of capital structure, empirical evidence from financial services listed firms in China. BEM department, Xi’an Jiaotong-Liverpool University. *International Journal of Economics and Finance*, V 4, N. 3, doi:10.5539/ijef.v4n3p191.
- Guney Y., Antoniou A., Paudyal K., 2002. Determinants of Corporate Capital Structure, Evidence from European Countries. Centre for Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance, University of Durham

- Guo, E., & Suliman, O. (2010). Corporate operating characteristics and capital structure: causality testing in heterogeneous panel data. *Applied Financial Economics*, 20(24), 1901-1922. doi:10.1080/09603107.2010.526575
- Hambrick, D. C. and S. M. Schecter (1983). Turnaround strategies for mature industrial-product business units. *Academy of Management Journal*, 23(2), pp. 231–248.
- Hanks Steven H., Watson Collin J., Jansen Erik, Chandler Gaylen N. (1993). Tightening the life-cycle construct: A taxonomic study of growth stage configurations in high-technology organizations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 18(2):197–212.
- Heggde, G. S., & Panikar, S. (2011). Causes of Sickness and Turnaround Strategies in Public and Private Sector Organizations. *Vilakshan: The XIMB Journal Of Management*, 7(3), 53-70.
- Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. D., & Best, A. (1998). Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms. *British Journal Of Management*, 9(2), 91-114.
- Hofer, C. W. (1980). Turnaround Strategies. *Journal of Business Strategy*, 1(1 Summer), pp. 19–31.
- HOFER, C. W. and SCHENDEL, D. (1978). *Strategy Formulation: Analytical Concepts*. St. Paul, Minnesota: West Publishing Co.
- Hoffman, R. C. (1989). Strategies for corporate turnarounds: what do we know about them? *Journal of General Management*, 46, pp. 46–66.
- KRUG, J. A., WRIGHT, P., & KROLL, M. J. (2014). TOP MANAGEMENT TURNOVER FOLLOWING MERGERS AND ACQUISITIONS: SOLID RESEARCH TO DATE

BUT STILL MUCH TO BE LEARNED. *Academy Of Management Perspectives*, 28(2), 143. doi:10.5465/amp.2011.0091

Lopez-Garcia, P., & Puente, S. (2012). What makes a high-growth firm? A dynamic probit analysis using Spanish firm-level data. *Small Business Economics*, 39(4), 1029-1041. doi: 10.1007/s11187-011-9321-z

Martynova, M., & Renneboog, L. D. R. (2005). Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives. (TILEC Discussion Paper; Vol. 2005-029). Tilburg: TILEC.

Medina Giacomozzi, A., Sepúlveda Labra, E., & Rojas Caridi, S. (2009). ESTRATEGIAS CORPORATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS GRUPOS ECONÓMICOS EN CHILE. (Spanish). *Estudios Gerenciales*, 25(113), 37-53.

Medina Giacomozzi, A., Sepúlveda Labra, E., Gallegos Muñoz, C., & Rojas Caridi, S. (2010). RELACIÓN ENTRE LAS ESTRATEGIAS CORPORATIVAS DE CRECIMIENTO Y FINANCIAMIENTO DE LOS GRUPOS ECONÓMICOS EN CHILE. (Spanish). *Cuadernos de Administración* (01203592), 23(41), 143-161.

Mhesh T., 2012. Determinants of Capital Structure, Evidence from US companies. The Arab Academy for Banking and Financial Sciences: [http://www.academia.edu/4248944/The\\_Determinants\\_of\\_Capital\\_Structure\\_Evidence\\_from\\_US\\_Companies](http://www.academia.edu/4248944/The_Determinants_of_Capital_Structure_Evidence_from_US_Companies)

Miller, D. (1994). What happens after success: The perils of excellence. *Journal of Management Studies*, 31(3), 326-358.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Ley 550 de 1999. Recuperado el 20 de Diciembre de 2014 de: <http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/HomeMinhacienda/presupuestogeneraldelanacion/Normativapresupuesto/Leyes/Ley%20550%20de%20diciembre%2030%20de%20201999>

Ministerio de Industria y Comercio, Mipymes portal empresarial colombiano (2012). Definición tamaño empresarial micro, pequeña, mediana o grande. Recuperado el 02 de Diciembre de 2014 de <http://www.mipymes.gov.co/publicaciones.php?id=2761>

MINNS, S. E. (2010). Strategic Change in Firms Following Private Equity Acquisition: An Ex Post Study of U.K. Technology, Industrial, and Communications Firms. *Journal Of Private Equity*, 13(3), 22-29.

Mintzberg, H. (1978). Patterns in strategy formation. *Management Science*, 24(9):934–948.

Mohr, V., & Garnsey, E. (2011). HOW DO HIGH-GROWTH FIRMS GROW? EVIDENCE FROM CAMBRIDGE, UK. *Economics, Management & Financial Markets*, 6(4), 29.

Nelson, W., & Arshanapalli, B. (2014). USING QUANTILE REGRESSIONS TO EXAMINE THE CAPITAL STRUCTURE DECISION OF US FIRMS. *Global Conference On Business & Finance Proceedings*, 9(1), 321-328.

O'Neill, H. M. (1986). AN ANALYSIS OF THE TURNAROUND STRATEGY IN COMMERCIAL BANKING. *Journal Of Management Studies*, 23(2), 165.

Orgil, K. (2010). Does corporate takeover improve acquired firm's performance?, 1-45.

- Parker, S., Storey, D., & Witteloostuijn, A. (2010). What happens to gazelles? The importance of dynamic management strategy. *Small Business Economics*, 35(2), 203-226. doi: 10.1007/s11187-009-9250-2
- POP, Z. C., & BORZA, A. (2013). CURRENT STATE OF STRATEGY INSTRUMENTS KNOWLEDGE IN THE ROMANIAN AND GERMAN SMES. *Managerial Challenges Of The Contemporary Society*, (6), 212.
- Riveros, P. H., Pedraja-Rejas, L., López, J. N., & Martínez, P. A. (2008). LAS ESTRATEGIAS CORPORATIVAS Y LOS RESULTADOS EMPRESARIALES: UN ANÁLISIS POR TIPO DE ESTRATEGIA CORPORATIVA Y SECTOR INDUSTRIAL EN ESPAÑA. (Spanish). *Cuadernos De Administración (01203592)*, 21(37), 61-79.
- Romero Espinosa, F. (2013). Variables financieras determinantes del fracaso empresarial para la pequeña y mediana empresa en Colombia: análisis bajo modelo Logit. (Spanish). *Pensamiento & Gestión*, (34), 235-277.
- Schendel, D., G. R. Patton and J. Riggs (1976). Corporate Turnaround Strategies: A Study of Profit Decline and Recovery. *Journal of General Management*, Spring, pp. 3–11.
- Schmitt A. & Raisch S. (2013). Corporate turnarounds: the duality of retrenchment and recovery. *Journal of Management Studies*, 50(7). 1216-1244, doi: 10.1111/joms. 12045
- Song H., 2005. Capital Structure Determinants, An empirical study of Swedish companies. The Royal Institute of Technology, Center of Excellence for Science and Innovation Studies. CESIS Electronic Working Papers Series

Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis. *British Journal Of Management*, 12(3), 183.

Superintendencia de Sociedades (2013). Factores de éxito o fracaso en la aplicación de la ley 550 de 1999. Delegatura Asuntos Económicos y Contables, Grupo de Estudios Económicos y Financieros. (<http://www.supersociedades.gov.co/asuntos-economicos-y-contables/estudios-y-supervision-por-riesgos/estudios-economicos-y-financieros/Documents/Otros%20Documentos%20de%20Inter%20C3%A9s/Ley%20550%20de%201999%20analisis%20y%20resultados%2010Sept2013.pdf>)

Superintendencia de Sociedades de Colombia. Estadísticas de sociedades en reorganización. Recuperado el 20 de Diciembre de 2014 de: <http://www.supersociedades.gov.co/delegatura-para-procesos-de-insolvencia/reorganizacion-y-concordancia/listado-de-sociedades-en-reorganizacion-empresarial/Paginas/default.aspx>

Superintendencia de Sociedades de Colombia. Estadísticas de sociedades en acuerdo de reestructuración. Recuperado el 20 de Diciembre de 2014 de: [http://www.supersociedades.gov.co/delegatura-para-procesos-de-insolvencia/estadisticas/Documents/Acuerdo\\_Reestructuracion\\_Diciembre\\_01\\_2014.htm](http://www.supersociedades.gov.co/delegatura-para-procesos-de-insolvencia/estadisticas/Documents/Acuerdo_Reestructuracion_Diciembre_01_2014.htm)

Superintendencia de Sociedades de Colombia. Ley 1116 de 2006. Recuperado el 20 de Diciembre de 2014 de: <http://www.supersociedades.gov.co/superintendencia/normatividad/leyes/Leyes/LEY%201116%20de%202006.pdf>



Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis.

[http://www.imaainstitute.org/docs/announced%20mergers%20&%20acquisitions%20\(worldwide\).pdf](http://www.imaainstitute.org/docs/announced%20mergers%20&%20acquisitions%20(worldwide).pdf)  
(2014)

Titman S., Wessels R., 1988. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1. (Mar., 1988), pp. 1-19.

Weitzel, W. and E. Jonsson (1989). Decline in organisations: A literature integration and extension. *Administrative Science Quarterly*, 34, pp. 91–109.

Wild, A. M. (2010). Learning the wrong lessons from history: Underestimating strategic change in business turnarounds. *Business History*, 52(4), 617-650.  
doi:10.1080/00076791003753186

Yandava, B. (2012). A Capability-Driven Turnaround Strategy for the Current Economic Environment. *Journal Of Business Strategies*, 29(2), 157-185.

Zitzmann, W. R. (2014). *Gestión financiera* [Presentación para la clase de Gerencia financiera]. Recuperado el 20 de Octubre de 2014 de <http://papernet.cesa.edu.co>