



Colegio de Estudios
Superiores de Administración

Proyecto de Grado

**Determinantes de la Estructura de Capital
de las Empresas en Colombia**

Presentado Por
LINA MARIA BERMUDEZ QUINTANA

Director
Edgardo Cayón

Bogotá, Octubre de 2015

Word no encontró ninguna entrada para la tabla de contenido.

Tabla de Contenido

1. Introducción	4
2. Revisión de Literatura	6
3. Metodología	10
3.1 Variables	10
3.2 Objetivos específicos e hipótesis nulas	14
4. Resultados	15
5. Conclusiones	18
6. Bibliografía	21
7. Anexos	23

Listado de tablas

Tabla 1 – Resultados incluyendo total de las muestras	16
Tabla 2 – Resultados excluyendo muestras en cero	17

1. Introducción

Durante las últimas décadas se han realizado múltiples estudios que buscan determinar cual debería ser la estructura óptima de capital para compañías del sector corporativo. La mayoría de estos estudios se han llevado a cabo en países desarrollados donde el número de compañías públicas o listadas en bolsa es alto asegurando así la calidad y confiabilidad de la información.

En el caso de Colombia, el número de estudios existentes no es tan amplio debido precisamente a las limitaciones de información que existen. En este documento se hará referencia a dos de ellos, ambos realizados por el equipo de Investigaciones Económicas del Banco de La República entre los años 1996–2002¹ y 2008-2010. Otros estudios disponibles sobre este tema no son concluyentes sobre si existe o no una estructura óptima de capital entre las compañías Colombianas.

La teoría financiera se consolidó en las décadas de los años sesenta y setenta con el desarrollo de tres pilares complementarios, los teoremas Modigliani – Miller, la teoría del portafolio y la teoría de los mercados eficientes². Estas teorías concluyen que la “división de capital de una empresa entre deuda y capital accionario (estructura de capital) no altera ni el costo de capital que ella enfrenta ni su valor de mercado”, como lo explican Tenjo, López y Samudio en su artículo de 2002, *Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas [1]*. Por lo tanto, se podría concluir que independientemente de cual sea la estrategia, equipo directivo, industria, planeación, dos empresas con igual tecnología, inversiones en maquinaria y mano de obra deberían tener el mismo valor de mercado³.

¹ Tenjo, F, López, E y Zamudio, N (2002), “Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996 – 2002), Investigaciones Banco de La República.

² Tenjo, F, López, E y Zamudio, N (2002), “Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996 – 2002), Investigaciones Banco de La República. Pp 3.

³ Varian, H. (1987) "The Arbitrage Principle in Financial Economics." Journal of Economic Perspectives, Vol. 1 No. 2, pp 55-72

Esta investigación busca encontrar cuales son los determinantes de la estructura de capital de las 500 empresas más grandes de Colombia en la última década. La totalidad de las empresas analizadas en este estudio hacen parte del sector corporativo, no fueron incluidas instituciones financieras. Dado que en Colombia son pocas las compañías públicas, la principal fuente de información de este estudio es la Superintendencia de Sociedades de Colombia y la información que es reportada a esta de forma anual con fines regulatorios. Cuando se compara a Colombia con países de características similares en la región como Chile y Perú, en términos de tamaño y nivel de desarrollo de industria, Colombia reporta 81 empresas emisoras en Bolsa (*Anexo 1*), mientras que Chile y Perú reportan 227 y 282 respectivamente⁴. Una de las principales razones para que esta brecha exista es que en el mercado Colombiano las empresas no se han visto en la obligación de realizar emisiones locales ya que el sector financiero Colombiano se ha caracterizado por apoyar consistentemente a la industria Colombiana por medio de la financiación de necesidades de corto y largo plazo a precios y condiciones muchas veces mas competitivas que las que las mismas compañías podrían conseguir en el mercado de valores. Es por esta razón que varios de los estudios realizados décadas atrás, no lograron contener información suficiente o relevante que permitiera llegar a obtener conclusiones confiables sobre la estructura de capital de las compañías Colombianas.

Se han propuesto muchas teorías sobre estructuras óptimas de capital, enfocadas especialmente en el análisis de los niveles de endeudamiento de cada compañía. Como explican *Titman y Wessels (1988)*, la teoría sugiere que las compañías eligen sus estructuras de capital dependiendo de los atributos que determinen los costos y beneficios asociados a la deuda y financiación del patrimonio. Si esto es así, cuáles serían entonces esos atributos que afectan las decisiones de la compañía con respecto a su estructura de capital en Colombia? Al igual que *Titman y Wessels*⁵, en su artículo "*The Determinants of Capital Structure Choice*" [3], se analizara el efecto o relación que tiene la estructura de capital con: la estructura de los activos, los beneficios tributarios con respecto a la deuda, el

⁴ Fuente: MILA. <http://www.mercadomila.com>

⁵ Titman, S y R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*. Vol 43, No. 1. March, 1988, pp 1 – 19.

crecimiento, la clasificación de la industria, el tamaño de la compañía, la volatilidad de las ganancias y la rentabilidad.

2. Revisión de Literatura

Para efectos de este artículo se utilizan tres artículos bases:

- i) *The determinants of capital structure choice*, escrito por Titman y Wessels [3],
- ii) *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, escrito por Modigliani y Miller [5], y
- iii) *A study in determinants of capital structure in India*, escrito por Handoo y Sharma[6]

De acuerdo con Handoo y Sharma⁶, se puede hacer seguimiento a la idea de una estructura de capital desde la época de Modigliani y Miller (1958), quienes concluyen que el valor de una compañía apalancada y una no apalancada es el mismo (asumiendo un mundo sin impuestos). Luego encuentran en una segunda investigación (1963) que lo dicho anteriormente no hace del todo sentido pues está basado en condiciones de mercado que no son reales y por lo tanto, toman los impuestos como parte de una realidad que hace que la deuda incremente el valor de una compañía y por lo tanto, una compañía apalancada tendría mayor valor que una compañía sin apalancamiento.

Además de Modigliani y Miller, hay otros estudios que afirman que si existe una estructura de capital óptima, basado principalmente por las fuentes de las investigaciones realizadas por Taggart (1977), Jensen (1986) y Myers (1977).

Myers en “Determinants of corporate borrowing”⁷ encuentra evidencia que dice que la rentabilidad es el determinante más importante del endeudamiento. Basado en pruebas empíricas, con datos de corte transversal para Estados Unidos, Inglaterra, Alemania,

⁶ Handoo, A y Sharma, K, (2014). “A study on determinants of capital structure in India”, Acropolis Faculty of Management and Research, Devi Ahilya University, Indore, India.

⁷ Myers, SC (1977), “Determinants of corporate borrowing”, Journal of Financial Economics 5, pp 147 – 175.

Francia y Japón, encuentra que las empresas más rentables tienden a endeudarse en menor proporción que las empresas menos rentables. Adicionalmente, concluye que las empresas con mayores activos intangibles tienden a endeudarse más lo que incrementa el riesgo de quiebra.

El mismo Myers⁸ luego asegura que no siempre los inversionistas tienen forma de saber cuál es el VPN exacto de las oportunidades de inversión que puedan presentárseles a las empresas. Por lo tanto, esta asimetría de la información hace que no siempre pueda existir una estructura óptima de capital. Luego en otro artículo escrito junto con Majluf (1984)⁹, los autores confirman que los inversionistas están menos informados que los empleados o directivos de la misma compañía en el momento en que se hace una emisión de deuda para incrementar capital y esto hace que en la mayoría de los casos se encuentren diferencias en precios o valoraciones de la compañías.

Por otro lado, Titman y Wessels¹⁰ encuentran evidencia suficiente para afirmar que dentro de las estructuras de capital de compañías de pequeño tamaño, el endeudamiento a corto plazo tiene un peso mucho mayor que en las empresas de mayor tamaño. La diferencia entre ambos tipos de empresas (medido por tamaño en ventas) es que estas compañías pequeñas no alcanzan a pagar los costos de una emisión de deuda o capital a largo plazo y por lo tanto, muchas veces no logran a obtener los beneficios que estos tipos de capital pueden ofrecer. La tesis de Titman y Wessels es válida también para el caso de Colombia, ya que las 81 compañías que ha emitido en algún momento en el mercado de valores hacen parte del listado de las 500 compañías más grandes del país, todas incluidas en proyecto.

Adicionalmente, Titman y Wessels sugieren que incrementos en el valor del patrimonio de una compañía, debido al incremento en los ingresos operacionales no son del todo reemplazados por los beneficios generados por los incrementos en el nivel de

⁸ Myers, SC (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, pp 147 – 175.

⁹ Myers, SC y Majluf, N (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp 187 – 221.

¹⁰ Titman, S y R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*. Vol 43, No. 1. March, 1988, pp 1 – 19.

endeudamiento¹¹. Esto puede proporcionar evidencia adicional para asumir que las compañías preferirán asumir el costo transaccional que deben cubrir en el día a día a través de financiación con capital interno (accionistas) y no con deuda externa o financiera, como también concluye Myers¹².

Por último, Titman y Wessels¹³ concluyen que los resultados encontrados en sus investigaciones no son del todo concluyentes pero que aun así sirven como trabajo empírico para afirmar que se pueden encontrar niveles de deuda que están negativamente relacionados con el tipo de industria donde se encuentre una compañía. También confirman que el costo de conseguir deuda a largo plazo es un factor determinante de las decisiones de estructura de capital que se tomen. Afirman además que toda empresa pequeña por tamaño de ventas y activos va a preferir un endeudamiento a corto plazo viceversa, una empresa de mayor tamaño generalmente tratará de conseguir endeudamiento de largo plazo para sacar mejor provecho de los beneficios que la deuda pueda ofrecerle.

En el año 1995, Rajan y Zingales¹⁴, se concentran en analizar los determinantes mas significativos en la elección de la estructura de capital, enfocado en las empresas de los mercados desarrollados. Concluyen, que la mayoría de estas empresas son muy similares, con excepciones donde existan normas o leyes cambiantes en algunos de los países analizados. Al comparar los resultados encontrados en distintos países del mundo, se encuentra que en los países árabes de Omán, Kuwait y Jordania y Arabia Saudita, las compañías no muestran que al tener que pagar un mayor porcentaje de impuestos se genere un mayor nivel de endeudamiento, Omet y Mashharawe¹⁵ (2002).

¹¹ Titman, S y R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", Journal of Finance. Vol 43, No. 1. March, 1988, pp 1 – 19.

¹² Myers, SC (1977), "Determinants of corporate borrowing", Journal of Financial Economics 5, pp 147 – 175.

¹³ Titman, S y R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", Journal of Finance. Vol 43, No. 1. March, 1988, pp 1 – 19.

¹⁴ Rajan, R y Zingales, L (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". Journal of Finance No. 50, pp 1421 – 1460.

¹⁵ Omet y Mashharawe (2002), "The capital structure choice in tax contrasting environments: Evidence from the Jordanian, Kuwaiti, Omani and Saudi Corporate Sectors". Faculty of Economics & Administrative Sciences. The Hashenite University Jordan.

Existen estudios similares realizados en Brasil¹⁶ y México¹⁷. En Brasil por su lado, el estudio realizado sobre mas de 800 empresas arrojó evidencia que permitía concluir que las variables activos tangibles y tamaño tiene un efecto positivo en el nivel de endeudamiento y la variable rentabilidad por el contrario, tiene un efecto negativo sobre esta misma.

En México, el estudio realizado en 2012, estuvo enfocado principalmente en las empresas pequeñas y familiares, en donde se sugiere que el tamaño y la antigüedad de las empresas influye en el nivel de apalancamiento. Más aun, identifica variables como la edad del director, la estrategia del control familiar, estrategias administrativas que influyen de igual manera en las decisiones de estructura de capital de las compañías.

Para la India¹⁸ se realizó un estudio donde se analizaron aproximadamente 700 compañías entre los años 2001 - 2010, comparando variables de endeudamiento contra determinantes de crecimiento, tamaño, utilidades, costo de deuda, liquidez, tasa impositiva y años en el mercado. Se encontró que la disciplina que tiene una compañía en términos fiscales es una de las consideraciones más importantes al determinar su estructura de capital. O que cuando se analizan empresas con muchos años en el mercado, en donde se conocen los ciclos del negocio y sus flujos de caja, estas deberían incluir mayores niveles de deuda a sus balances y aprovechar oportunidades de inversión. Por otro lado, empresas que tienen mayor incertidumbre en cuanto a sus flujos de caja y ciclos de negocio, deberían ser mucho más cuidadosas en los niveles de endeudamiento que mantienen pues deben tener cierto nivel de flexibilidad para afrontar posibles crisis.

¹⁶ Rangel, J.A. (2011), "Cuales son los determinantes de la estructura de capital? Evidencia empírica desde Brasil". Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas. Edición 1.

¹⁷ Garcia, B, Gonzalez, J, Garcia, P y Gomenge, R (2012), "Determinantes de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa familiar en México". Contaduría y Administración. Vol. 53, No. 3, pp 67 - 96.

¹⁸ Handoo, A y Sharma, K, "A study on determinants of capital structure in India", Acropolis Faculty of Management and Research, Devi Ahilya University, Indore, India.

3. Metodología

El objetivo de este estudio es analizar los determinantes de la estructura de capital de las compañías Colombianas de forma empírica utilizando la metodología propuesta por Titman y Wessels [3], junto con la metodología utilizada por Handoo y Sharma [6]. Se busca identificar cuales de los factores determinantes son considerados por las compañías Colombianas ante sus necesidades de financiación y se analiza el impacto de cada una de las variables independientes cuando una compañía en Colombia está en proceso de evaluar sus opciones de endeudamiento.

Como se menciona anteriormente, el panel de información es creado con la información financiera obtenida de las 500 empresas que a 2013 reportan mayores niveles de ingresos según la Superintendencia de Sociedades de Colombia (Anexo 2). Todas las compañías hacen parte del sector corporativo, excluyendo empresas públicas y entidades financieras. El panel de datos se construye con la información financiera recopilada entre los años 2003 y 2013. Esta información ha sido tabulada y analizada estadísticamente con la herramienta EViews8, y luego interpretada en el siguiente capítulo.

Se realizaron múltiples regresiones lineales de acuerdo a la metodología propuesta por Handoo y Sharma¹⁹, en donde se analizan principalmente los test de: normalidad, test de homocedasticidad, test de linealidad, test de Durbin-Watson y finalmente el test de multicolinealidad, con el fin de determinar que variables juegan un papel determinante en la estructura de capital de las compañías analizadas y cuales no.

Finalmente se evalúan cuales de los determinantes explican el nivel de endeudamiento de las compañías, tales como el valor de los activos como colateral, crecimiento, unicidad, tamaño, y ganancias.

¹⁹ Handoo, A y Sharma, K, "A study on determinants of capital structure in India", Acropolis Faculty of Management and Research, Devi Ahilya University, Indore, India.

3.1 Variables

La ecuación base para nuestra regresión es:

$$RDT_t = \beta + X_1VAC_t + X_2C_t + X_3U_t + X_4T_t + X_5G_t + \epsilon \quad (1)$$

Donde la variables dependiente es:

Razón de deuda total (RDT)

La razón de deuda total indica el porcentaje de los activos de una compañía que son financiados a través de deuda.

La formula es: *Deuda Total / Activos Totales*.

Y las variables independientes son:

1. Valor de Activos como Colateral (VAC)

Los activos que hacen parte de una compañía pueden llegar hasta cierta medida a determinar la estructura de capital de la misma. “Se esperaría que compañías que tengan activos que puedan ser utilizados como colateral sean mas propensos a emitir deuda para obtener ventaja de esta oportunidad”²⁰.

En este caso se incluyen dos razones:

i. Activos Intangibles / Activos Totales (IGP / TA)

Esta razón se relaciona negativamente con el valor del active como colateral

ii. Activos Tangibles / Activos Totales (INT / TA)

A diferencia de la primera, esta razón se relaciona positivamente con el valor del activo como colateral. Activos intangibles se miden como: inventarios + propiedad, planta y equipos.

²⁰ Titman, S y R. Wessels (1988), “The Determinants of Capital Structure Choice”, Journal of Finance. Vol 43, No. 1. March, 1988, pp 1 – 19.

2. Crecimiento (C)

Como mencionan Titman y Wessels en su artículo, se debe tener en cuenta que las oportunidades de crecimiento están en adquirir activos de capital que agreguen valor a la compañía pero que no puedan ser colateralizados y tampoco generen beneficios impositivos.²¹ Por lo tanto se espera que exista una relación negativa entre la deuda y las oportunidades de crecimiento. Para este análisis se incluyen dos razones:

i. *CAPEX / Activos Totales (CE / TA)*

ii. *Cambio en los Activos Totales año a año (GTA)*

Crecimiento de los activos totales medido como el porcentaje de cambio en los activos totales año a año.

3. Unicidad (U)

En el artículo también escrito por Titman, "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision"²², se presenta un modelo en donde se sugiere que la decisión de liquidar una compañía está atada a su situación frente a la bancarrota. Por esto, los costos que las firmas puedan trasladar a sus clientes, proveedores y empleados al liquidar la compañía estarían ligados a su decisión de estructura de capital, entonces se esperaría que la unicidad estuviera relacionada negativamente con las razones de deuda. Este indicador también podría estar relacionado con el valor de los activos como colaterales, pues algunos de los rubros que componen los gastos de ventas podrían ser considerados como bienes de capital, que a su vez son catalogados como gastos y por ende no podrían ser utilizados como colateral. Por esta razón, se consideraría que existe una relación negativa con la razón de endeudamiento por una relación negativa con el valor del capital como colateral²³. La razón evaluada dentro de unicidad es:

i. *Gastos de ventas / Ingresos o Ventas (SE / S)*

²¹ Titman, S y R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", Journal of Finance. Vol 43, No. 1. March, 1988, pp 1 - 19.

²² Titman, S (1984), "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision". Journal of Financial Economics 13 (March 1984), pp 137 - 151.

²³ Titman, S y R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", Journal of Finance. Vol 43, No. 1. March, 1988, pp 1 - 19.

4. Tamaño (T)

Dentro de varios estudios se ha llegado a sugerir que el nivel de endeudamiento de una compañía está completamente relacionado con su tamaño. Se menciona constantemente que las compañías con mayor tamaño usualmente tienen mayor endeudamiento e incluso el endeudamiento es a un plazo mayor que el de las compañías más pequeñas. Adicionalmente, “las compañías grandes usualmente están más diversificadas y tienen flujos de caja más estables y predecibles, lo que conlleva a una menor probabilidad de quiebra y por ende a menores costos de endeudamiento que las compañías más pequeñas.”²⁴

La razón utilizada en este caso es:

- Logaritmo natural de las ventas ($\ln S$)

5. Ganancias (G)

Como menciona Myers en su artículo, “The capital structure puzzle”, las compañías prefieren siempre obtener capital principalmente de sus utilidades retenidas, luego por medio de deuda y por último a través de sus accionistas o emisión de acciones²⁵. Dado que las ganancias son la principal fuente para obtener nuevo capital, hace sin duda parte fundamental de la estructura de capital de las compañías.

En este caso se utilizan las siguientes razones:

- Ingresos operacionales / ventas (OI / S)
- Ingresos operacionales / activos totales (OI / TA)

²⁴ Handoo, A y Sharma, K, “A study on determinants of capital structure in India”, Acropolis Faculty of Management and Research, Devi Ahilya University, Indore, India.

²⁵ Myers, S (1984), “The capital structure puzzle”. Journal of Finance 39, pp 575 – 592.

3.2 Objetivos Específicos e Hipótesis Nula²⁶

3.2.1 Objetivos Específicos:

- 3.2.1.1 Analizar los determinantes de capital en las compañías Colombianas analizando el impacto de los activos como colaterales en el nivel de apalancamiento total
- 3.2.1.2 Analizar los determinantes de capital en las compañías Colombianas analizando el impacto de crecimiento en el nivel de apalancamiento total
- 3.2.1.3 Analizar los determinantes de capital en las compañías Colombianas analizando el impacto de la unicidad en el nivel de apalancamiento total
- 3.2.1.4 Analizar los determinantes de capital en las compañías Colombianas analizando el impacto del tamaño de la compañía en el nivel de apalancamiento total
- 3.2.1.5 Analizar los determinantes de capital en las compañías Colombianas analizando el impacto de las ganancias en el nivel de apalancamiento total

3.2.2 Hipótesis Nula:

Los uno o mas determinantes de capital no tienen un impacto significativo sobre el nivel de apalancamiento en las compañías Colombianas

²⁶ Fuente: Metodología: Handoo, A y Sharma, K. "A study on the determinants of capital structure in India". Acropolis Faculty of Management and Reserach, Devil Ahilya Unviersity

4. Resultados

En base en la información financiera disponible sobre las 500 compañías mas grandes de Colombia se corrieron modelos de regresión lineal con el fin de determinar si es posible o no establecer una relación entre la razón de deuda total de las compañías y los factores determinantes definidos.

El primer modelo de regresión que corrió tenía en cuenta todos los datos recolectados y no hacia ningún tipo de discriminación por compañía o año de análisis. Como era de esperarse el resultado de la regresión fue un modelo con un R2 muy bajo que no permitía establecer un nivel alto de confianza cuales de los determinantes analizados están en capacidad de explicar el comportamiento de la razón total de deuda de las compañías analizadas. Con el estadístico F que arrojaba este modelo no era posible rechazar la hipótesis nula planteada.

El segundo modelo corrido busca aislar el efecto del factor tiempo en el análisis, es decir, busca realizar el análisis entre la RDT y los diferentes determinaste año tras año. Aunque el R2 de este modelo es levemente mejor, los resultados siguen siendo básicamente los mismos que los obtenidos con el modelo 1.

El tercer modelo analizado no tiene en cuenta el efecto tiempo pero si el efecto Compañía, es decir, se crean variables dummies para las compañías de tal que se logra analizar los datos de forma independiente para cada compañía a través del tiempo. El R2 de este modelo mejora significativamente comparado con los dos modelos anteriores pasando de valor de 21% a 75%. La mejora en la significación del modelo al hacer el ajuste o discriminación por compañía tiene sentido ya que dentro de la muestra de compañías analizadas se encuentran compañías de todos los tipos de industrias en las estrategias de apalancamiento funcionan de forma diferente. Por otro lado el estadístico F del modelo de regresión es significativo lo cual nos permite rechazar la hipótesis nula planteada, es decir los determinaste analizados si nos permiten explicar la RDT de las compañías mas grandes del Colombia.

Al analizar en mas detalle los estadísticos t de cada uno de los determinantes utilizados para explicar la RTD en el tercer modelo se puede observar que los coeficientes asociados a la razón (Deuda / Patrimonio), IGP / TA , INT / TA , Ventas, OI / TA y SE / S son significativos con una confianza del 95%.

Teniendo en cuenta los resultados encontrados en el tercer modelo, se puede ver que de las 5 variables independientes definidas 3 de ellas permiten explicar la RDT de las compañías analizadas, estas son: i) Valor de activos como colateral, ii) Tamaño y iii) Ganancias. Por otro lado, aunque el coeficiente asociado a las otras dos variables definidas arrojaron la relación esperada, estos no fueron significativos y por lo tanto no nos permiten explicar la RDT de las compañías analizadas. Estas variables fueron Crecimiento y Unicidad, y tienen una relación negativa con la variable dependiente es decir a mayor Crecimiento o existencia de Unicidad menor RDT tendría una compañía, lo que estaría en línea con los resultados encontrados por Titman y Wessels.

De la primera variable analizada, Valor Activos como Colateral, tanto la razón (Activos Intangibles/Activos Totales) y (Activos Tangibles / Activos Totales) tienen coeficientes significativos. Como era de esperarse a mayor activos tangibles mayor nivel deuda, ya que estos pueden ser utilizados como colateral permitiendo el acceso a mejores condiciones en términos de plazo y precio comparado con compañías pequeñas que no tienen esta posibilidad. Por otra lado, la relación entre RDT y nivel de activos intangibles es negativa sugiriendo que a mayor valor de activos intangibles menor nivel de deuda, relación que es bastante intuitiva basada en la dificultad de la valoración de los activos intangibles afectando la posibilidad de que estos puedan ser utilizados como colateral para garantizar nueva deuda.

Sobre las variables Tamaño y Ganancias, aunque los coeficiente asociados a las ventas y a la razón (OI / TA) son significativos los signos de estos son contrarios. Existe una relación positiva entre tamaño y RDT mientras que la relación entre Ganancias y RDT es negativa. Esta relación también era de esperarse ya que va en línea con los resultados obtenidos en

otras investigaciones. Un mayor nivel de venta en la mayoría de los casos tiene como resultado un mayor nivel de ganancias y un mayor nivel de ganancias le da a las compañías una mayor capacidad y nivel de endeudamiento. A mayor nivel de ventas mayor es el poder de negociación de una compañía para acceder a términos y condiciones de deuda mas favorables que los de compañías mas pequeñas.

Adicionalmente, se corrieron dos modelos de regresión mas. El cuarto modelo partía del modelo 3 pero también se incluían variables dummies para ajustar para ajustar por la variable años. No se encontraron diferencias significativas entre los dos modelos, las variables significativas y su tipo de relación en el tercer modelo lo continúan siendo aun cuando se analiza la información año a año.

El quinto y ultimo modelo tomaba como base el cuarto modelo y hacia una corrección por heterocedasticidad. Los resultados obtenidos no son fueron diferentes a los arrojados por el tercer modelo lo nos permite concluir que no existen problemas de heterocedasticidad dentro de los datos analizados, e decir correlación entre la información financiera de las compañías analizadas.

Las siguientes tablas muestran el resumen de las significancias de los modelos de regresión así como el nivel de significancia de las variables explicativas y los coeficientes asociados a las variables significativas del tercer modelo.

Tabla 1 – Comparación Significancia de Modelos

Modelo	R2	Estadístico F
I	0.21	143.27
II	0.21	72.47
III	0.75	22.57
IV	0.75	22.37
V	0.75	22.37

Tabla 2 – Comparación significancia de variables entre modelos

Variable / Modelo	Estadístico t				
	I	II	III	IV	V
D / P	6.27	6.17	7.23	7.09	4.80
IGP / TA	-0.91	-0.93	-7.62	-7.63	-9.21
INT / TA	12.75	12.83	12.38	12.35	10.45
LN (S)	17.11	15.41	26.62	23.37	18.17
OI / TA	-10.05	-10.06	-7.11	-7.22	-3.07

Tabla 3 – Coeficientes y tipo de relación

Variable	Coeficiente
D / P	0.00
IGP / TA	-0.20
INT / TA	0.39
LN (S)	0.01
OI / TA	-0.06

5. Conclusiones

Los hallazgos buscan contribuir a que exista un mejor entendimiento de las decisiones tomadas por las compañías Colombianas en los últimos años, con respecto a su estructura de capital y financiamiento. Este artículo, aunque no llega a obtener resultados completamente concluyentes, por imperfecciones en la información y falta de la misma sobre algunas empresas, abre un espacio para la discusión y análisis de aquellos atributos que en alguna medida definen las decisiones de endeudamiento de las compañías.

Al igual que lo encontrado en el estudio realizado por Tenjo, López y Zamudio, “la relación directa entre el tamaño de la empresa y sus niveles de endeudamiento es un elemento común en la mayoría de los estudios sobre la estructura de capital”²⁷. Una vez mas se demuestra que aquellas empresas con mayor tamaño tienden a buscar los beneficios de un mayor endeudamiento, por lo que en su mayoría, reportan un endeudamiento mas elevado que las compañías de menor tamaño.

A diferencia del estudio realizado por Titman y Wessels, el presente estudio sí muestra que los activos como colaterales es una variable significativa al momento de decidir sobre el apalancamiento de una compañía en Colombia. Una de las razones por las que esto puede pasar, es como bien lo explican los mismos Titman y Wessels, “algunos incentivos pueden inducir a una relación positiva entre los ratios de endeudamiento y la capacidad de las empresas para colateralizar la deuda”²⁸.

“En lo referente a las variables que representan características de las firmas, las variables margen de ganancias y rentabilidad se relacionan negativamente con la razón de endeudamiento de las firmas, en concordancia a lo esperado según la teoría de la jerarquía

²⁷ Tenjo, F, López, E y Zamudio, N (2002), “Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996 – 2002), Investigaciones Banco de La Republica.
<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/bora380.pdf>

²⁸ Titman, S y R. Wessels (1988), “The Determinants of Capital Structure Choice”, Journal of Finance. Vol 43, No. 1. March, 1988, pp 1 – 19.

de las preferencias”²⁹. Es interesante que estas variables sean negativas en relación a la deuda, pues muchos estudios encuentran lo contrario, especialmente para países desarrollados. Es por esto que se menciona lo encontrado en el estudio realizado por la CAF en el año 2010, en donde obtiene los mismos resultados para los países latinoamericanos, en donde por supuesto se estudian casos colombianos y de empresas muy parecidas por tamaño y nivel de industrialización. Además de incertidumbres políticas y cambios económicos constantes, como falta de información por la cantidad mínima de empresas públicas e información imperfecta.

Dentro del estudio también se encuentra que la variable de unicidad no es significativa al momento de explicar el endeudamiento de las compañías. Este resultado podría estar relacionado con que no se obtuvo para este estudio información completa que permitiera estudiar completamente la variable de acuerdo a la metodología utilizada, por lo tanto al no tener información suficiente sobre las inversiones realizadas para investigación y desarrollo, no se logra explicar del todo la variable. Sin embargo, si se logra encontrar que la variable de unicidad explicada por la razón de gastos de ventas sobre ventas, no es significativa para explicar el apalancamiento en las compañías.

Para futuros estudios se propone tener en cuenta variables como volatilidad y escudos fiscales, pues no se logró obtener suficiente información que lograra arrojar resultados concluyentes. Estas variables sin duda son claves para explicar lo que al final busca el estudio sobre los determinantes de la estructura de capital y nivel de apalancamiento de las empresas Colombianas. También se deja la puerta abierta para trabajar con modelos estadísticos que permitan tener un mejor entendimiento de las variables independientes sobre la dependiente como: The Pesaran & Smith (1995), “mean group (MG) estimator”, “Seemingly unrelated regression (SUR) model” o “The swamy (1970) random coefficient model (RCM) estimator”. Métodos que por ejemplo permitan eliminar efectos de correlación que puedan estar afectando los resultados o modelos dinámicos que permitan entender relaciones de rezago.

²⁹ Arbeláez, M.A., Perry, G y Becerra, A (2010), “Estructura de financiamiento y restricciones financieras de las empresas en Colombia”. CAF, Documento de trabajo No. 2010/07. Septiembre, 2010.

6. Bibliografía

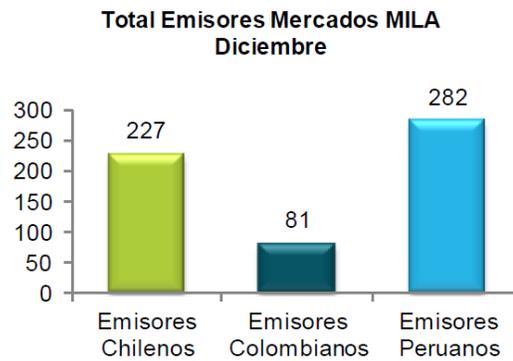
- [1] Tenjo, F, López, E y Zamudio, N (2002), "Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996 - 2002), Investigaciones Banco de La Republica. <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/bora380.pdf>
- [2] Varian, H. (1987) "The Arbitrage Principle in Financial Economics." Journal of Economic Perspectives, Vol. 1 No. 2, pp 55-72.
- [3] Titman, S y R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", Journal of Finance. Vol 43, No. 1. March, 1988, pp 1 - 19.
- [4] Titman, S (1984), "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision". Journal of Financial Economics 13 (March 1984), pp 137 - 151.
- [5] Modigliani, F. y Miller, M.H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp 261 - 29
- [6] Handoo, A y Sharma, K, "A study on determinants of capital structure in India", Acropolis Faculty of Management and Research, Devi Ahilya University, Indore, India.
- [7] Myers, SC (1977), "Determinants of corporate borrowing", Journal of Financial Economics 5, pp 147 - 175.
- [8] Modigliani, F y Miller, M.H. (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital, a correction", American Economic Review. Vol. 53, No. 3, pp 433 - 443.
- [9] Myers, SC y Majluf, N (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics, Vol. 13, No. 2, pp 187 - 221.
- [10] Rajan, R y Zingales, L (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". Journal of Finance No. 50, pp 1421 - 1460.
- [11] Omet y Mashharawe (2002), "The capital structure choice in tax contrasting environments: Evidence from the Jordanian, Kuwaiti, Omani and Saudi Corporate Sectors". Faculty of Economics & Administrative Sciences. The Hashenite University Jordan.
- [12] Rangel, J.A. (2011), "Cuales son los determinantes de la estructura de capital? Evidencia empírica desde Brasil". Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas. Edición 1.
- [13] Garcia, B, Gonzalez, J, Garcia, P y Gomenge, R (2012), "Determinantes de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa familiar en México". Contaduría y Administración. Vol. 53, No. 3, pp 67 - 96.

- [14] Titman, S. (1984), "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision", *Journal of Financial Economics*. Vol 13, March, pp 137 – 151.
- [15] Arbeláez, M.A., Perry, G y Becerra, A (2010), "Estructura de financiamiento y restricciones financieras de las empresas en Colombia". CAF, Documento de trabajo No. 2010/07. Septiembre, 2010.
- [16] Harris, M y Raviv, A (1990), "Capital Structure and the informational role of debt". *Journal of Finance*. Vol 45, No. 2, pp 321 – 349.
- [17] Kraus, A y Litzenberger, R (1973), "A state preference model of optimal financial leverage". *The Journal of Finance*. Vol. 28, No. 4, pp 911 – 922.
- [18] Echeverry, JC (2003), "Determinants and consequences of foreign indebtedness in Colombian firms", *Documentos CEDE*, 2003 – 24. Universidad de Los Andes.
- [19] Jensen, M y Meckling, W (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Finance Economics*, 3: 305 – 360.

7. Anexos

Anexo 1 - Comparación de emisores en los mercados pertenecientes al MILA

Total Emisores en los mercados MILA	
Emisores Chilenos	227
Emisores Colombianos	81
Emisores Peruanos	282
Total Emisores MILA	590



Anexo 2 – Listado compañías Colombianas listadas en bolsa

➤ COMPAÑÍAS COLOMBIANAS

NOMBRE EMISOR	SECTOR
ALMACENES EXITO S.A.	COMERCIAL
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTIAS PROTECCION	FINANCIERO
BANCO COMERCIAL AV VILLAS S.A.	FINANCIERO
BANCO DE BOGOTA S.A.	FINANCIERO
BANCO DE OCCIDENTE S.A.	FINANCIERO
BANCO POPULAR S.A.	FINANCIERO
BANCOLOMBIA S.A.	FINANCIERO
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	FINANCIERO
CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	FINANCIERO
GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	FINANCIERO
HELM BANK S.A.	FINANCIERO
INTERBOLSA S.A.	FINANCIERO
ACERIAS PAZ DEL RIO S.A.	INDUSTRIAL
AGROGUACHAL S.A.	INDUSTRIAL
ALIMENTOS DERIVADOS DE LA CANA S.A.	INDUSTRIAL
AVIANCA TACA HOLDING S.A.	INDUSTRIAL
BIOMAX BIOCOMBUSTIBLES S.A.	INDUSTRIAL
CANACOL ENERGY LTD	INDUSTRIAL
CARACOL TELEVISION S.A.	INDUSTRIAL
CARTON DE COLOMBIA S.A.	INDUSTRIAL
CARVAJAL EMPAQUES S.A.	INDUSTRIAL
CASTILLA AGRICOLA S.A.	INDUSTRIAL
CELSIA S.A. ESP	INDUSTRIAL
CEMENTOS ARGOS S.A.	INDUSTRIAL
CLINICA DE MARLY S.A.	INDUSTRIAL
COLOMBINA S.A.	INDUSTRIAL
COLTEJER S.A.	INDUSTRIAL
COMPANIA AGRICOLA SAN FELIPE S.A.	INDUSTRIAL
COMPANIA DE ELECTRICIDAD DE TULUA S.A. ESP	INDUSTRIAL
COMPANIA DE EMPAQUES S.A.	INDUSTRIAL
CONSTRUCCIONES CIVILES S.A.	INDUSTRIAL
CONSTRUCCIONES EL CONDOR S.A.	INDUSTRIAL

GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	INDUSTRIAL
GRUPO NUTRESA S.A.	INDUSTRIAL
INDUSTRIAS ESTRA S.A.	INDUSTRIAL
INTERCONEXION ELECTRICA S.A. ESP	INDUSTRIAL
INVERSIONES MUNDIAL S.A.	INDUSTRIAL
INVERSIONES VENECIA S.A.	INDUSTRIAL
MANUFACTURAS DE CEMENTO S.A.	INDUSTRIAL
MAYAGUEZ S.A.	INDUSTRIAL
MINEROS S.A.	INDUSTRIAL
ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	INDUSTRIAL
PRODUCTOS FAMILIA S.A.	INDUSTRIAL
PROENERGIA INTERNACIONAL S.A.	INDUSTRIAL
PROMIGAS S.A. ESP	INDUSTRIAL
RCN TELEVISION S.A.	INDUSTRIAL
RIOPAILA CASTILLA S.A.	INDUSTRIAL
SETAS COLOMBIANAS S.A.	INDUSTRIAL
SOCIEDAD DE INVERSIONES EN ENERGIA S.A.	INDUSTRIAL
SOCIEDADES BOLIVAR S.A.	INDUSTRIAL
VALOREM S.A.	INDUSTRIAL
VALORES SIMESA S.A.	INDUSTRIAL
VALORES SIMESA S.A.	INDUSTRIAL
ISAGEN S.A. ESP	PÚBLICO
EDATEL S.A. ESP	SERVICIOS
EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. ESP	SERVICIOS
INGENIO LA CABANA S.A.	SERVICIOS
INVERSIONES EQUIPOS Y SERVICIOS S.A.	SERVICIOS
RIOPAILA AGRICOLA S.A.	SERVICIOS
VALORES INDUSTRIALES S.A.	SERVICIOS
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COLOMBIA	FINANCIERO
BANCO DAVIVIENDA S.A.	FINANCIERO
BMC BOLSA MERCANTIL DE COLOMBIA S.A.	FINANCIERO
FABRICATO S.A.	INDUSTRIAL
PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	INDUSTRIAL
PETROMINERALES LTD	INDUSTRIAL
TABLEMAC S.A.	INDUSTRIAL
TUSCANY INTERNATIONAL DRILLING INC	INDUSTRIAL

Anexo 3 – Resultados Regresiones – Salidas Eviews

Modelo 1: Modelo Base

Dependent Variable: RDT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/13/15 Time: 07:54
 Sample: 2005 2013
 Periods included: 9
 Cross-sections included: 500
 Total panel (unbalanced) observations: 4307

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEUDA__PATRIMONIO	0.000701	0.000112	6.273318	0.0000
GTA	-4.32E-05	0.000154	-0.281411	0.7784
IGP__TA	-0.020189	0.022099	-0.913599	0.3610
INT__TA	0.324066	0.025418	12.74951	0.0000
LNS	0.007384	0.000432	17.10512	0.0000
OI__TA	-0.122985	0.012232	-10.05470	0.0000
OI__S	-0.002942	0.003197	-0.920257	0.3575
SE__S	-0.041212	0.009434	-4.368495	0.0000
C	0.002621	0.006207	0.422290	0.6728
R-squared	0.210531	Mean dependent var		0.152552
Adjusted R-squared	0.209061	S.D. dependent var		0.182867
S.E. of regression	0.162632	Akaike info criterion		-0.792567
Sum squared resid	113.6785	Schwarz criterion		-0.779260
Log likelihood	1715.792	Hannan-Quinn criter.		-0.787867
F-statistic	143.2706	Durbin-Watson stat		0.628829
Prob(F-statistic)	0.000000			

Modelo 2: Corrigiendo por Tiempo

Dependent Variable: RDT
Method: Panel Least Squares
Date: 04/13/15 Time: 07:56
Sample: 2005 2013
Periods included: 9
Cross-sections included: 500
Total panel (unbalanced) observations: 4307

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEUDA__PATRIMONIO	0.000690	0.000112	6.171585	0.0000
GTA	-5.17E-05	0.000154	-0.336020	0.7369
IGP__TA	-0.020562	0.022098	-0.930505	0.3522
INT__TA	0.326951	0.025480	12.83147	0.0000
LNS	0.007168	0.000465	15.40514	0.0000
OI__TA	-0.123153	0.012240	-10.06188	0.0000
OI__S	-0.002943	0.003197	-0.920392	0.3574
SE__S	-0.041784	0.009441	-4.425869	0.0000
C	0.005863	0.006749	0.868837	0.3850

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.212763	Mean dependent var	0.152552
Adjusted R-squared	0.209827	S.D. dependent var	0.182867
S.E. of regression	0.162553	Akaike info criterion	-0.791683
Sum squared resid	113.3570	Schwarz criterion	-0.766549
Log likelihood	1721.890	Hannan-Quinn criter.	-0.782807
F-statistic	72.46502	Durbin-Watson stat	0.626913
Prob(F-statistic)	0.000000		

Modelo 3: Ajustando por Compañía

Dependent Variable: RDT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/13/15 Time: 07:55
 Sample: 2005 2013
 Periods included: 9
 Cross-sections included: 500
 Total panel (unbalanced) observations: 4307

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEUDA__PATRIMONIO	0.000517	7.15E-05	7.227094	0.0000
GTA	-1.55E-05	9.76E-05	-0.159245	0.8735
IGP__TA	-0.204892	0.026873	-7.624363	0.0000
INT__TA	0.391871	0.031647	12.38248	0.0000
LNS	0.009564	0.000359	26.61876	0.0000
OI__TA	-0.063728	0.008966	-7.107907	0.0000
OI__S	0.000893	0.002085	0.428434	0.6684
SE__S	-0.000273	0.006720	-0.040682	0.9676
C	-0.008246	0.004777	-1.726195	0.0844

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.750781	Mean dependent var	0.152552
Adjusted R-squared	0.717522	S.D. dependent var	0.182867
S.E. of regression	0.097191	Akaike info criterion	-1.713881
Sum squared resid	35.88589	Schwarz criterion	-0.962791
Log likelihood	4198.842	Hannan-Quinn criter.	-1.448637
F-statistic	22.57325	Durbin-Watson stat	1.473849
Prob(F-statistic)	0.000000		

Modelo 4: Ajustando por Compañía y Tiempo

Dependent Variable: RDT

Method: Panel Least Squares

Date: 04/13/15 Time: 07:57

Sample: 2005 2013

Periods included: 9

Cross-sections included: 500

Total panel (unbalanced) observations: 4307

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEUDA__PATRIMONIO	0.000506	7.14E-05	7.089484	0.0000
GTA	-1.80E-05	9.76E-05	-0.184341	0.8538
IGP__TA	-0.207581	0.027220	-7.626023	0.0000
INT__TA	0.399230	0.032323	12.35122	0.0000
LNS	0.009385	0.000402	23.37379	0.0000
OI__TA	-0.064663	0.008962	-7.215567	0.0000
OI__S	0.000785	0.002083	0.376871	0.7063
SE__S	-0.000977	0.006717	-0.145435	0.8844
C	-0.005665	0.005627	-1.006872	0.3141

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.752389	Mean dependent var	0.152552
Adjusted R-squared	0.718752	S.D. dependent var	0.182867
S.E. of regression	0.096979	Akaike info criterion	-1.716639
Sum squared resid	35.65433	Schwarz criterion	-0.953722
Log likelihood	4212.783	Hannan-Quinn criter.	-1.447218
F-statistic	22.36763	Durbin-Watson stat	1.473362
Prob(F-statistic)	0.000000		

Modelo 5: Corrigiendo por Compañía, Tiempo y Heterocedasticidad

Dependent Variable: RDT

Method: Panel Least Squares

Date: 04/13/15 Time: 07:57

Sample: 2005 2013

Periods included: 9

Cross-sections included: 500

Total panel (unbalanced) observations: 4307

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced Rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEUDA__PATRIMONIO	0.000506	0.000106	4.795699	0.0000
GTA	-1.80E-05	6.09E-05	-0.295282	0.7678
IGP__TA	-0.207581	0.022538	-9.210319	0.0000
INT__TA	0.399230	0.038204	10.45007	0.0000
LNS	0.009385	0.000517	18.16506	0.0000
OI__TA	-0.064663	0.021072	-3.068719	0.0022
OI__S	0.000785	0.001471	0.533432	0.5938
SE__S	-0.000977	0.003626	-0.269427	0.7876
C	-0.005665	0.002588	-2.189324	0.0286

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.752389	Mean dependent var	0.152552
Adjusted R-squared	0.718752	S.D. dependent var	0.182867
S.E. of regression	0.096979	Akaike info criterion	-1.716639
Sum squared resid	35.65433	Schwarz criterion	-0.953722
Log likelihood	4212.783	Hannan-Quinn criter.	-1.447218
F-statistic	22.36763	Durbin-Watson stat	1.473362
Prob(F-statistic)	0.000000		

Anexo 4 – Listado de compañías colombianas analizadas

<u>RAZON SOCIAL</u>	<u>NIT</u>	<u>RAZON SOCIAL</u>	<u>NIT</u>
REFINERIA DE CARTAGENA S.A.	900112515	VALORES Y CONTRATOS S.A. VALORCON S.A.	800182330
META PETROLEUM CORP SUCURSAL COLOMBIA	830126302	PRODUCTORA DE CABLES S A	860034944
EXXONMOBIL DE COLOMBIA S.A.	860002554	SANTIAGO OIL COMPANY	860507991
TELMEX COLOMBIA S.A.	830053800	AUTONIZA S.A.	860069497
COLOMBIA TELECOMUNICACIONES S.A. E.S.P.	830122566	V D EL MUNDO A SUS PIES S.A.	830513134
CENCOSUD COLOMBIA S.A.	900155107	SIKA COLOMBIA S A	860000896
SUPERTIENDAS Y DROGUERIAS OLIMPICA S.A.	890107487	RTMX LTDA	830068953
DRUMMOND LTD	800021308	GASEOSAS DE CORDOBA S A	891000324
COLOMBIANA DE COMERCIO S.A.	890900943	NEXSYS DE COLOMBIA S.A.	800035776
HOCOL S.A.	860072134	SAN ANTONIO INTERNACIONAL SUCURSAL COLOMBIA	860515770
CARBONES DEL CERREJON LIMITED	860069804	CACHARRERIA MUNDIAL S.A.S.	890903436
C.I. PRODECO S.A	860041312	SEATECHN INTERNATIONAL INC	800072556
SODIMAC COLOMBIA S A	800242106	CONSTRUCTORA NORBERTO ODEBRECHT S A	800155291
GENERAL MOTORS-COLMOTORES S A	860002304	I.R.C.C. LIMITADA INDUSTRIA DE RESTAURANTES CASUALES LTDA	860533413
SOCIEDAD DE FABRICACION DE AUTOMOTORES S A SOFASA	860025792	AMERISUR EXPLORACION COLOMBIA LIMITADA	900089005
INVERSIONES QUORUM LTDA	800186093	PAPELES NACIONALES S A	891400378
EQUION ENERGIA LIMITED	860002426	VETRA E Y P SAS	860352419
CENIT TRANSPORTE Y LOGISTICA DE HIDROCARBUROS SAS	900531210	GENFAR S.A.	817001644
SAMSUNG ELECTRONICS COLOMBIA S.A.	830028931	MULTIDIMENSIONALES S.A.	860530547
PETROMINERALES COLOMBIA LTD SUCURSAL COLOMBIA	830029881	SOCIEDAD EXPORTADORA DE CAFE DE LAS COOPERATIVAS DE CAFICULTORES S.A.	860525060
INDUSTRIA NACIONAL DE GASEOSAS S A	890903858	MONTAJES MORELCO S.A	890312765
PACIFIC STRATUS ENERGY COLOMBIA CORP PACIFIC STATUS ENERGY COLOMBIA.	800128549	M.J S.A.	900061516
COLOMBIA MOVIL S A E S P	830114921	SHELL COLOMBIA S A	860002190
POLIPROPILENO DEL CARIBE S.A.	800059470	COLGATE PALMOLIVE COMPAÑIA	890300546
AMOV COLOMBIA S.A.	900023333	ORGANIZACION SOLARTE Y CIA. S.C.A.	800146425
OCCIDENTAL ANDINA LLC	860004864	HINO MOTORS MANUFACTURING COLOMBIA S.A.	900166896
ALMACENES LA 14 S.A.	890300346	PANASONIC DE COLOMBIA S.A.	830122365
GUNVOR COLOMBIA SAS	900473830	TERMOTECNICA COINDUSTRIAL S A	890903035
MANSAROVAR ENERGY COLOMBIA LTD	800249313	PORSCHE COLOMBIA SAS	900466209
GENERAL DE EQUIPOS DE COLOMBIA S A	860002576	3M COLOMBIA S A	860002693
LG ELECTRONICS COLOMBIA LTDA	830065063	JOHN RESTREPO A. Y CIA S.A.	890900250
SCHLUMBERGER SURENCO S A	860002175	CAMPOLLO S.A.	804016671
FALABELLA DE COLOMBIA S.A.	900017447	DOW QUIMICA DE COLOMBIA S A	860014659
TEPMA B.V.	860536185	PIMPOLLO SAS	891401858
NESTLE DE COLOMBIA S A	860002130	JANSSEN CILAG S.A.	890101553
CEPSA COLOMBIA S A	830080672	ALIMENTOS POLAR COLOMBIA S.A S	830006735
ALIMENTOS CÁRNICOS S.A.S.	890304130	ALANGE ENERGY CORP SUCURSAL COLOMBIA	900242867
SOLLA S.A.	890900291	DELL COLOMBIA INC	830035246
TECNOQUIMICAS S. A.	890300466	COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL MILPA S. A..	860513970
PERENCO OIL AND GAS COLOMBIA LIMITED	860521658	LINDE COLOMBIA S. A.	860005114
UNILEVER ANDINA COLOMBIA LIMITADA	860002518	COMBUSTIBLES DE COLOMBIA S.A.	830513729
BELSTAR S.A.	800018359	GRASAS Y ACEITES VEGETALES S.A.	890100703
CONTEGRAL S.A.	890901271	ACTIUNIDOS S A	830113601
CERREJON ZONA NORTE S A	830078038	CANACOL ENERGY COLOMBIA S A	830095563
BAYER S A	860001942	SYNGENTA S A	830074222

CBI COLOMBIANA S.A.	900190385	NOVAVENTA S A S	811025289
METROKIA S.A	830078966	COMPASS GROUP SERVICES COLOMBIA S A	890929877
C.I. J.GUTIERREZ Y CIA S.A.	890902070	BIOCOMBUSTIBLES SOSTENIBLES DEL CARIBE S.A.	900117087
C.I TRENACO COLOMBIA S.A.S	900185261	NOKIA SOLUTIONS AND NETWORKS COLOMBIA LTDA	900134430
DISTRACOM Y CIA. LTDA.	811009788	PARMALAT COLOMBIA LTDA	800245795
GASEOSAS POSADA TOBON S.A.	890903939	SCHNEIDER ELECTRIC DE COLOMBIA S.A.	890311875
AUDIFARMA S.A.	816001182	GRASAS S.A	891300529
MEXICHEM RESINAS COLOMBIA S A.S	860007277	ALMACENES MAXIMO S.A	860045854
AUTOTECNICA COLOMBIANA S.A.	890900317	COCA COLA SERVICIOS DE COLOMBIA S A	830047819
CONCRETOS ARGOS S.A.	860350697	OLEOFLORES LIMITADA	890102110
OCCIDENTAL DE COLOMBIA LLC	860053930	DERCO COLOMBIA S.A.S.	900327290
PROCTER & GAMBLE COLOMBIA LTDA	800000946	TALISMAN COLOMBIA OIL & GAS LTD	830083619
MAKRO SUPER MAYORISTAS A	900059238	ELECTRICAS DE MEDELLIN -INGENIERIA Y SERVICIOS S.A	890906413
HALLIBURTON LATIN AMERICA S R L SUCURSAL COLOMBIA	860051812	INTERNACIONAL DE VEHICULOS LTDA.	860040872
PETROBRAS COLOMBIA COMBUSTIBLES S.A.	900047822	DIAGEO COLOMBIA S A	830006051
CARBONE RODRIGUEZ Y CIA S.C.A.	860026895	PETROSANTANDER (COLOMBIA) INC	800000750
QUALA S.A.	860074450	IMPRESISTEM S A	800091549
DISTRIBUIDORA NISSAN S A	860001307	KENWORTH DE LA MONTAÑA S. A. S.	800125639
JOHNSON & JOHNSON DE COLOMBIA S.A.	890101815	INPROICO S. A.	800148160
HEWLETT PACKARD COLOMBIA LTDA	800241958	TECNOSUR S.A.S.	817000808
FULLCARGA COLOMBIA S A	830508017	AVICOLA EL MADRONO S A	800000276
HYUNDAI COLOMBIA AUTOMOTRIZ S A	800173557	C.I. GOLDEX S.A.	811030022
PAREX RESOURCES COLOMBIA LTD SUCURSAL	900268747	PETROWORKS S.A.S.	830116134
DIACO S. A.	891800111	UNION DE DROGUISTAS DE LOS SANTANDERES S.A.	890208788
AVON COLOMBIA LTDA	900041914	LATINOAMERICANA DE CONSTRUCCIONES S.A.	800233881
COLOMBIANA KIMBERLY COLPAPEL S. A.	860015753	COMPAÑIA MANUFACTURERA MANISOL S A	890801339
COMERCIALIZADORA GIRALDO Y GOMEZ Y CIA S.A.	805027970	ANHIDRIDOS Y DERIVADOS DE COLOMBIA S A	890903310
CONALVIAS CONSTRUCCIONES S A.S	890318278	COLOMBIAN COMMODITY GROUP CI SAS	900411999
WEATHERFORD COLOMBIA LIMITED	800230209	SIDERURGICA DE CALDAS S.A.S	900174468
FORD MOTOR DE COLOMBIA SUCURSAL	800186142	MASERING SAS	800038391
CERVECERIA UNION S.A	890900168	CONSTRUCTORA CAPITAL MEDELLIN S.A.S.	811032292
CRYSTAL S AS	890901672	C I TECNICAS BALTIME DE COLOMBIA S A	890918965
EMERALD ENERGY PLC SUCURSAL COLOMBIA	830024043	SP INGENIEROS S.A.S.	890932424
PETROLIFERA PETROLEUM COLOMBIA LIMITED	900139306	CARVAJAL EDUCACION SAS	800099903
GRAN TIERRA ENERGY COLOMBIA LTD	860516431	URBANIZADORA MARIN VALENCIA S.A.	830012053
YANBAL DE COLOMBIA S A	860512249	DISTRIBUIDORA AVICOLA S.A. S,	890205142
HOLCIM (COLOMBIA) S.A.	860009808	THE ELITE FLOWER SAS CI	800141506
CERVECERIA DEL VALLE, S. A.	900136638	PRODUCTOS RAMO S A	860003831
IBM DE COLOMBIA & CIA S.C.A.	860002120	C I YUMBO S A	817002533
FERRASA S A S	890932389	SKBERGE COLOMBIA SAS	900241676
INGENIO DEL CAUCA S A	891300237	ARCOS DORADOS COLOMBIA S A S	800244387
SIEMENS S.A.	860031028	TENARIS TUBOCARIBE LTDA	800011987
DIRECTV COLOMBIA LTDA	805006014	PAPELES DEL CAUCA S A	817002676
AVIDESA MAC POLLO S.A.	890201881	AGOFER S. A.S.	800216499
FARMASANITAS S.A.S.	800149695	PEPSI COLA COLOMBIA LTDA	890301918
MONOMEROS COLOMBO VENEZOLANOS S A EMA	860020439	SUPERPOLO S A	830092963
C.I METALES HERMANOS S.A	900165320	CONSTRUCTORA CAPITAL BOGOTA S A S	900192711
PEPSICO ALIMENTOS COLOMBIA LTDA	890920304	MULTIENLACE S A	811008963
DIANA CORPORACION S A	860031606	RAMSHORN INTERNATIONAL LIMITED	830132875
PFIZER S.A.S.	860039561	SIDERURGICA DEL OCCIDENTE S.A.	890333023
PRODUCTOS ROCHE S A	860003216	CONSORCIO METALURGICO NACIONAL LTDA.	860002459
CABLES DE ENERGIA Y DE TELECOMUNICACIONES	890300431	CONSTRUCCIONES MARVAL S.A.	890211777

S.A.			
GRUPO C & C ENERGIA (BARBADOS) SUCURSAL COLOMBIA	900035084	INGENIERIA DE VIAS S. A.	800186228
MOLINOS ROA S A	891100445	LEVEL 3 COLOMBIA S A.	800136835
ABONOS COLOMBIANOS S.A.	860006333	CARACOL PRIMERA CADENA RADIAL COLOMBIANA S A	860014923
OLEODUCTO CENTRAL S.A.	800251163	CINE COLOMBIA S. A.	890900076
FABRICA NACIONAL DE AUTOPARTES S.A.	890301886	CHALLENGER S A	860017005
BAKER HUGHES DE COLOMBIA	800206842	S K N CARIBECAFE LTDA	860000898
ALTIPAL BOGOTA LTDA	800186960	KMA CONSTRUCCIONES S A	830094920
INDUSTRIA COLOMBIANA DE MOTOCICLETAS YAMAHA S A	890916911	CREPES Y WAFFLES S.A.	860076919
INDUSTRIAS HACEB S.A.	890900281	YARA COLOMBIA S A S.	800188702
INDUSTRIA COLOMBIANA DE CAFE S A S	890903532	CASS CONSTRUCTORES & CIA. S.C.A.	900018975
DISTRIBUIDORA TOYOTA SAS.	860020058	SOBERANA S.A.S.	811022981
SOLIDDA GROUP S A S.	800227487	ITANSUCA PROYECTOS DE INGENIERIA S A S	800107832
FUNDICION RAMIREZ ZONA FRANCA SAS	900479267	ERICSSON DE COLOMBIA S A	860025285
SUCESORES DE JOSE JESUS RESTREPO Y CIA S.A	890800718	INGENIO RISARALDA S.A	891401705
ISMOCOL S A	890209174	INDICOMERSOCIOS S.A.	800148159
CERROMATOSO S A	860069378	SED INTERNATIONAL DE COLOMBIA SAS	830036108
SURA ASSET MANAGEMENT S.A	900464054	DISTRIBUIDORA DE PAPELES S A DISPAPPELES	860028580
LABORATORIOS BAXTER S.A. (SUCURSAL DE SOCIEDAD EXTRANJERA)	890300292	TELEPERFORMANCE COLOMBIA SAS	900323853
DAIMLER COLOMBIA S A	830044266	WORLD FUEL SERVICES COMPANY INC SUCURSAL DE COLOMBIA	830112215
CONSORCIO MINERO UNIDO S.A.	800103090	COLOMBINA DEL CAUCA S.A.	817000705
TOYOTA DE COLOMBIA S.A	900230012	CASALIMPIA S.A.	860010451
GYJ FERRETERIAS S.A.	800130426	EXTRAS S.A.	890327120
COMPAÑIA NACIONAL DE CHOCOLATES S.A.S.	811036030	EFFECTIVO SOCIEDAD ANONIMA	830024809
COMPAÑIA DE GALLETAS NOEL S A S	811014994	PAVIMENTOS COLOMBIA S.AS	860024586
HARINERA DEL VALLE S.A.	891300382	INTERNACIONAL DE DISTRIBUCIONES DE VESTUARIO DE MODA S.A.	811017000
CRISTALERIA PELDAR S.A	890900118	FABRICA DE GRASAS Y PRODUCTOS QUIMICOS LTDA	860005264
CSS CONSTRUCTORES S.A.	832006599	INCUBADORA SANTANDER S.A.	890200474
AJECOLOMBIA S.A.	830081407	SAINC INGENIEROS CONSTRUCTORES S.A.	890311243
NEW GRANADA ENERGY CORPORATION SUCURSAL COLOMBIANA	900129967	ALMACENES CORONA S A	860500480
MANUFACTURAS ELIOT S.A.	860000452	ADECCO COLOMBIA S.A.	860050906
CASA EDITORIAL EL TIEMPO S.A.	860001022	CUEROS VELEZ S.A.	800191700
INGRDION COLOMBIA S.A.	890301690	ZANDOR CAPITAL S A COLOMBIA	900306309
OLEODUCTO DE LOS LLANOS ORIENTALES S.A.	900203441	DEPOSITO DE MEDICAMENTOS POS S.A.	811016426
ALIMENTOS FINCA S A S	8600004828	MERCADO ZAPATOCA LTDA.	800106774
COMERCIALIZACIÓN INTERNACIONAL ANTIOQUEÑA DE EXPORTACIONES S.A.S.	900332718	SUPPLA S.A.	890903295
COMERCIALIZADORA COLOMBIANA DE CARBONES Y COQUES S A	900203461	FLEXO SPRING S. A. S.	800218958
PANAMERICANA LIBRERIA Y PAPELERIA S A	830037946	C.I. EMPRESA COLOMBIANA DE SERVICIOS PETROLERO S.A.	802023228
LOUIS DREYFUS COMMODITIES COLOMBIA LTDA.	900174478	P A S H S.AS.	860503159
INGENIO PROVIDENCIA S.A.	891300238	PEPSICO ALIMENTOS ZF LTDA	900189181
ETICOS SERRANO GOMEZ LTDA	892300678	POINTPAY COLOMBIA LTDA	900095198
SANOFI - AVENTIS PHARMA S A	830010337	OUTSPAN COLOMBIA S.AS. CI	900110594
GASEOSAS LUX S A	860001697	KELLOGG DE COLOMBIA S.A.	890900535
COMERCIAL INTERNACIONAL DE EQUIPOS Y MAQUINARIA S A.S.	890903024	PIONEER DE COLOMBIA SDAD LTDA.	900160905
SODEXHO S.A.	800230447	ALIMENTOS CONCENTRADOS DEL CARIBE S.A.	890103400
TELMEX TELECOMUNICACIONES S A E S P	830140108	COMPAÑIA DE INVERSIONES TEXTILES DE MODA	900123408
STUDIO F INTERNATIONAL FASHION	805003626	CONSTRUCTORA DE INFRAESTRUCTURA VIAL S.A.S.	900390238

CORPORATION S.A			
LABORATORIO FRANCO COLOMBIANO	890301463	QMAX SOLUTIONS COLOMBIA	830095262
LAFRANCOL S.A			
MANUELITA S A	891300241	CARTONES AMERICA S A	860026759
MABE COLOMBIA S.A.S.	890801748	CONINSA RAMON H. S.A.	890911431
NOVARTIS DE COLOMBIA S A	860002538	RECKITT BENCKISER COLOMBIA S.A.	890300684
COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL DE METALES PRECIOSOS DE COLOMBIA S.A.	900118612	PRODUCTION TESTING SERVICES COLOMBIA LTDA P.T.S. COLOMBIA LTDA	800180808
CARVAJAL PULPA Y PAPEL S.A.	890301960	SAXON SERVICES DE PANAMA S A SUCURSAL COLOMBIA	900020750
MECANICOS ASOCIADOS S A	891102723	MARVAL S.A.	890205645
RAVENBIRD S.A.S.	900319312	H A BICICLETAS S.A.	890905360
TEAM FOODS COLOMBIA SA	860000006	C.I. ENERGIA SOLAR S.A. ES WINDOWS	890112475
ITALCOL DE OCCIDENTE S A	891304762	PROCOPAL S.A.	890906388
ABBOTT LABORATORIES DE COLOMBIA S A	860002134	CASA MOTOR S A	813000898
ACERIAS DE COLOMBIA ACESCO S A S	860026753	AUTOMOTORA NACIONAL S A	860007884
PROCAPS S.A.	890106527	MAKRO COMPUTO S A	800200336
EFICACIA S.A.	800137960	MEYAN S.A.	800143586
COMPAÑIA COLOMBIANA DE TABACO S A	890900043	TECNOGLASS S A	800229035
DOW AGROSCIENCES DE COLOMBIA S.A.	800087795	M-I OVERSEAS LIMITED	800037241
DETERGENTES LTDA	860007955	CLARIANT COLOMBIA S.A.	830011337
COMERCIALIZADORA ARTURO CALLE SAS	900342297	ABBVIE SAS	900514524
CASA TORO AUTOMOTRIZ S.A.	830004993	SCHRADER CAMARGO INGENIEROS ASOCIADOS S A	860036081
COMPAÑIA COLOMBIANA AUTOMOTRIZ S A EN LIQUIDACION	860038515	CONSTRUCTORA COLPATRIA S.A	860058070
SONY COLOMBIA S.A.	900261429	NABORS DRILLING INTERNATIONAL LTD BERMUDA	830069311
MEXICHEM COLOMBIA SAS	860005050	UNION DE ARROCEROS S.A.	890700058
ALFAGRES S A	860032550	COMPAÑIA COLOMBIANA AGROINDUSTRIAL S A .	800148312
C. I. RACAFAE & CIA. S.C.A.	860000996	ALIMENTOS BALANCEADOS TEQUENDAMA S.A.	800149149
M P S MAYORISTA DE COLOMBIA S A	830018214	MADECENTRO COLOMBIA S.A.	811028650
ACTIVOS S.A.	860090915	CONTAC CENTER AMERICAS S. A.	830126395
COMPAÑIA GLOBAL DE PINTURAS S.A.	890900148	DISTRIBUIDORA DE TEXTILES Y CONFECCIONES S A	890917020
ALMACENES FLAMINGO S A	890914526	FRISBY S.A.	891408584
POLLOS EL BUCANERO S.A.	800197463	EL ZUQUE S.A.	900104079
BIMBO DE COLOMBIA S A	830002366	COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL BANANEROS UNIDOS DE SANTA MARTA S.A.	900031088
ACCION S.A.	890309556	DIMANTEC LTDA.	800066199
BIOFILM S.A.	800048943	MELEXA S A S	860531287
KUEHNE & NAGEL S.A.S.	800039996	INVERSIONES EURO S.A.	811045607
ORACLE COLOMBIA LIMITADA	800103052	DISTRIBUIDORA DE ABONOS S.A	890901264
COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL COLOMBIAN NATURAL RESOURCES I S.A.S.	900333530	ZULUAGA & SOTO SAS	860532244
GLAXOSMITHKLINE COLOMBIA S A	830012969	SOUTHEAST INVESTMENT CORPORATION	830093262
BRINSA S A	800221789	DUFLO LTDA "SERVICIOS PETROLEROS"	891856718
BRITISH AMERICAN TOBACCO COLOMBIA S.A.S	900462511	ADAMA ANDINA B V SUCURSAL COLOMBIA	802019339
GRUPO ICT II SAS	900329889	ALMACENES YEP S. A.	891100024
HIDROCARBUROS DEL CASANARE S.A.	900171154	PRODUCTOS AUTOADHESIVOS ARCLAD S.A.	890925215
MEALS MERCADEO DE ALIMENTOS DE COLOMBIA S A S	860008448	EXPERIAN COLOMBIA SA	900422614
TENARIS GLOBAL SERVICES (PANAMA) SUCURSAL COLOMBIA	830052651	PRODUCTOS ALIMENTICIOS DORIA S A S	860017055
GASEOSAS COLOMBIANAS S A	860005265	RADIO CADENA NACIONAL S.A.	890903910
GEOPARK COLOMBIA SAS	900493698	LA RIVIERA S A S	830022634
AUTGERMANA S.A.	860509514	MERCANTIL COLPATRIA S.A.	830034723
ADIDAS COLOMBIA LIMITADA	805011074	QBCO S.A.	800012375
MOLINO FLORHUILA S A	891100190	HMV INGENIEROS LTDA	860000656

FAMILIA DEL PACIFICO S.A.S	817000680	OFD COMERCIAL S.A.S.	900319404
INDEPENDENCE DRILLING S.A.	890110188	BOEHRINGER INGELHEIM S A	860000753
HUAWEI TECHNOLOGIES COLOMBIA S.A.S	830140321	PRECISAGRO S.A.S.	900326523
CADBURY ADAMS COLOMBIA S.A.	890300686	COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL TEQUENDAMA S.A.S.	819004712
GRUPO EDS AUTOGAS S.A.S	900459737	ADMINEGOCIOS & CIA S C A	830113598
VALE COAL COLOMBIA LIMITED	900268901	WOOD GROUP COLOMBIA S.A.	830090773
ZONA FRANCA ARGOS S.A.S	900164755	IMPREGILO COLOMBIA SAS	900397359
SICIM COLOMBIA SUCURSAL DE SICIM S.P.A.	900412461	INVERCOMER DEL CARIBE SAS	900383385
COMERCIAL NUTRESA S.A.S	900341086	BIOTOSCANA FARMA S..A	800251760
INGENIERIA CONSTRUCCIONES Y EQUIPOS CONEQUIPOS ING. LTDA	860037232	VENTAS Y MARCAS SAS	832000662
CARBONES DE LA JAGUA S A	802024439	ACCIONES Y SERVICIOS S.A.	800162612
COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL BANACOL S A	890926766	PRODUCTOS QUIMICOS PANAMERICANOS S.A.	860042141
COEXITO S.A.	890300225	TEXTILES LAFAYETTE S A S	860001965
PERENCO COLOMBIA LIMITED	860032463	MOTORES DEL VALLE MOTOVALLE LTDA	890301680
PRACO DIDACOL S AS	860047657	ALDIA S.A.	890208890
ZEUSS PETROLEUM S A	811043174	CAROLINA CORPORACION S.A.S	900483378
ARQUITECTOS E INGENIEROS ASOCIADOS S.A.	890904815	HLF COLOMBIA LTDA	900172963
BASF QUIMICA COLOMBIANA S A	860056150	REPRESENTACIONES CONTINENTAL S.A.	860054249
CARCAFE LTDA	891903333	SUPERTIENDAS CAÑAVERAL S.A.	805028041
AVIDESA DE OCCIDENTE S.A.	815000863	YOKOMOTOR S.A.	800041829
OLEODUCTO DE COLOMBIA S.A.	800068713	COMPAÑIA INDUSTRIAL DE PRODUCTOS AGROPECUARIOS CIPA S A	890907163
VAS COLOMBIA S.A.	900216859	PHILIPS COLOMBIANA S.A.S.	860005396
PRICESMART DE COLOMBIA S.A.S	900319753	SOLARTE NACIONAL DE COSTRUCIONES S A S	830129289
MONTENEGRO Y LEROY COAL CO S A S	800140716	DISTRIBUIDORA COLOMBINA LTDA.	890301163
MONTAJES JM LTDA	844000670	P V C GERFOR S A	860502509
SURAMERICANA S.A.	811019012	SANAUTOS S.A.	890200179
SOCIEDAD DE COMERCIALIZACION INTERNACIONAL LEONISA S.A.	811044814	ECOFERTIL S.A.	830095890
C.I. DE METALES PRECIOSOS Y METALES COMUNES INVERSIONES GENERA	811009244	LABORATORIOS LA SANTE S.A.	800013834
CARVAJAL Y TECNOLOGÍA Y SERVICIOS S.A.S	890321151	TECNICONTROL S.A.	860035996
GASEOSAS HIPINTO S.A.S.	890200463	AMWAY COLOMBIA	830007716
PETROAMERICA INTERNATIONAL COLOMBIA CORP SUCURSAL	900409542	MEICO S.A.	890101176
ACEITES MANUELITA S.A.	900015051	PGI COLOMBIA LTDA	815002042
SAP COLOMBIA SAS	900320612	CONMIL S.A.S.	800200598
CONTINENTAL AUTOMOTORA S A	860015118	NEC DE COLOMBIA S.A.	800057310
SIDERURGICA NACIONAL SIDENAL S.A.	830043252	HELMERICH & PAYNE COLOMBIA DRILLING CO	860038023
INDUSTRIA COLOMBIANA DE LLANTAS S A	860002127	DISTRIBUIDORA PASTEUR S.A.	890941663
COMPAÑIA NACIONAL DE LEVADURAS LEVAPAN S A	860000261	GTECH COLOMBIA LTDA	900037148
C I METAL COMERCIO SAS	900203661	DRYPERS ANDINA S.A.	817002753
ASEA BROWN BOVERI LTDA	860003563	FRESKALECHE S.A.	800114766
HENKEL COLOMBIANA S. A. S.	860000751	COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL SUNSHINE BOUQUET COLOMBIA LTDA	830010738
GOODYEAR DE COLOMBIA S A	860004855	INGENIO PICHICHI S.A.	891300513
PERMODA LTDA	860516806	AUTOLARTE S A	890900081
NALSANI S A S	800020706	CARBONES COLOMBIANOS DEL CERREJON S.A.	830021417
BIO D S.A.	900104517	COMERCIALIZADORA CFC S A	830038607
MERCK SHARP & DOHME COLOMBIA S A S	860002392	MINEROIL COMBUSTIBLES S.A.S.	900497906
MINCIVIL S.A.	890930545	LEGRAND COLOMBIA S.A.	860005669
BRENNTAG COLOMBIA S. A.	860002590	ARROZ CARIBE S.A.S.	811022997
C I ACEPALMA S A	800141770	ALIMENTOS FRIKO S.A	890922670

AMERICAS STYRENICS DE COLOMBIA LTDA	900199343	FUREL S.A.	800152208
SUCROAL S.A	891300959	FARMATODO COLOMBIA S. A.	830129327
C I VANOIL S.A.	806004930	RODRIGUEZ FRANCO Y CIA S C S ORGANIZACION	860036892
SUZUKI MOTOR DE COLOMBIA S.A.	891410137	NACIONAL DE COMERCIO ONLY	890100454
GNE SOLUCIONES S.A S	900072847	DUPONT DE COLOMBIA S.A.	900176905
COMPAÑIA DE COSMETICOS VOTRE PASSION S.A.	800100159	TERRANUM CORPORATIVO SAS	890924167
ECODIESEL COLOMBIA S.A	900147693	C.I. HERMECO S.A.	860001963
COMPOUNDING AND MASTERBATCHING	800134853	PROTELA S A	860040094
INDUSTRY LIMITADA COMAI LTDA	890900307	OXIGENOS DE COLOMBIA LTDA.	860007668
GROUP SEB COLOMBIA SA	860000580	ALAMBRES Y MALLAS S.A.	860044013
MERCK S.A.	830065609	URBE CAPITAL S.A.	830039568
CHANEME COMERCIAL S.A.	900276962	ASTRAZENECA COLOMBIA S A	860001777
KOBA COLOMBIA S.A.S		INDUSTRIAS INCA S.A.	