

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA GESTIÓN DEL VALOR PARA FAMILIA S.A,
COLOMBINA S.A., Y CARVAJAL S.A.S DURANTE EL PERIODO 2015 – 2018.

AFFRA BRONSTEIN CAJIAO



CORPORACIÓN UNIVERSITARIA AUTÓNOMA DEL CAUCA
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS, CONTABLES Y ECONÓMICAS
PROGRAMA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
POPAYÁN
2019

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA GESTIÓN DEL VALOR PARA FAMILIA S.A,
COLOMBINA S.A., Y CARVAJAL S.A.S DURANTE EL PERIODO 2015 – 2018.

AFFRA BRONSTEIN CAJIAO

TRABAJO DE GRADO PRESENTADO COMO
REQUISITO PARCIAL PARA OPTAR AL
TITULO DE ADMINISTRADOR DE EMPRESAS

DIRECTOR
MG. VICTORIA PINO

CORPORACIÓN UNIVERSITARIA AUTÓNOMA DEL CAUCA
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS, CONTABLES Y ECONÓMICAS
PROGRAMA ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
POPAYÁN
2019

NOTA DE ACEPTACIÓN

El Director y Jurados del Trabajo titulado “Análisis Comparativo De La Gestión Del Valor Para Familia S.A, Colombina S.A., Y Carvajal S.A.S Durante El Periodo 2015 – 2018.”, elaborado por Affra Bronstein Cajiao, una vez revisado el escrito final y aprobada la sustentación del mismo autorizan para que realicen las gestiones administrativas correspondientes a su título profesional.

Director

Jurado

Jurado

Popayán, octubre de 2019.

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a Dios por dotarme de la fortaleza para poder culminar mi carrera profesional.

A mi familia por darme su apoyo que fue muy importante para la consecución del presente trabajo.

A mi Directora Victoria Pino, por sus orientaciones y aportaciones que fueron relevantes para la culminación de la presente investigación.

A la Corporación Universitaria Autónoma del Cauca, a los docentes y administrativos, cuyo aporte contribuyó a mi formación profesional.

A todas aquellas personas que contribuyeron a la realización del presente trabajo.

DEDICATORIA

Porque gracias a su cariño, guía y apoyo he llegado a realizar uno de mis anhelos más grandes de mi vida, fruto del inmenso apoyo, amor y confianza que en mi se depositó y con los cuales he logrado terminar mis estudios profesionales que constituyen el legado más grande que pudiera recibir y por lo cual les viviré eternamente agradecida. Con cariño y respeto dedico este triunfo a mi Padre Abraham Bronstein y a mi Madre Adriana Cajiao.

Como un testimonio de gratitud ilimitada, a mi hija Sarah, porque su presencia ha sido y será siempre el motivo más grande que ha impulsado para lograr esta meta.

Porque eres de esa clase de personas que todo lo comprenden y dan lo mejor de sí mismos sin esperar nada a cambio... porque sabes escuchar y brindar ayuda cuando es necesario... porque te has ganado el cariño, admiración y respeto sinceramente te dedico este logro mi esposo Andrés Zúñiga.

En reconocimiento a todo, el apoyo brindado a través de mis estudios y con la promesa de seguir siempre adelante, resalto a mis hermanos Michael Bronstein y Hanna Bronstein, como una muestra de mi cariño y agradecimiento, por todo el amor, el apoyo brindado y porque hoy veo llegar a su fin una de las metas de mi vida, le agradezco la orientación que siempre me han otorgado.

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO 1 PROBLEMA	3
1.1. Planteamiento del problema	3
1.2. Justificación	4
1.3. Objetivos	5
1.3.1. Objetivo general	5
1.3.2. Objetivo específico	6
CAPITULO 2 Marco teorico	7
2.1. Estado del Arte	7
2.2. Bases teóricas	17
2.2.1. Mercado Publico De Valores	17
2.2.2. Instrumentos De Renta Variable	18
2.2.3. Índices Bursátiles	19
2.2.4. Análisis Financiero	20
2.2.5. Coeficiente Beta	22
2.2.6. Modelo CAPM	23
2.2.7. Costo De Capital	25
2.2.8. EVA	26
2.2.9. MVA	27
CAPITULO 3 Metodologia	28
3.1. Metodología análisis comparativo entre el desempeño financiero de las empresas industriales del Cauca y su impacto en la economía regional.	28
3.2. Datos	42
3.2.1. Caracterización de las Empresas.	42
CAPITULO 4 Resultados	57
4.1. Creación de Valor De Las Empresas Caucanas.	57
CAPITULO 5 Conclusiones	67
Bibliografia	69

LISTA DE TABLAS

	Pág.
Tabla 1. Modelo de Regresión Empresa Colombina S.A.	30
Tabla 2. Empresa Colombina S.A.	31
Tabla 3. Empresa Colombina S.A.	33
Tabla 4. Empresa Familia S.A.	34
Tabla 5. Empresa Familia S.A.	35
Tabla 6. Empresa Familia S.A.	37
Tabla 7. Empresa Carvajal Empaques S.A.	38
Tabla 8. Empresa Carvajal Empaques S.A.	39
Tabla 9. Empresa Carvajal Empaques S.A.	41
Tabla 10. Cifras Financieras Colombina S.A.	57
Tabla 11. Cifras Financieras Familia S.A.	60
Tabla 12. Cifras Financieras Carvajal Empaques S.A.	63

LISTA DE ILUSTACIONES

	Pág.
Ilustración 1. Relación entre los Activos de Colombina S.A y la Actividad económica del Departamento de Cauca.	29
Ilustración 2. Relación entre los Ingresos de Colombina S.A y la Actividad económica del Departamento de Cauca.	31
Ilustración 3. Relación entre las utilidades de Colombina y la Actividad económica del Departamento del Cauca.	32
Ilustración 4. Relación entre los Activos de Familia y la Actividad económica del Departamento del Cauca.....	33
Ilustración 5. Relación entre los Ingresos de Familia y la Actividad Económica del Departamento del Cauca.....	34
Ilustración 6. Relación entre las Utilidades de Familia y la Actividad económica del Departamento del Cauca.....	36
Ilustración 7. Relación entre los Activos de Carvajal y la Actividad económica del Departamento del Cauca.....	37
Ilustración 8. Relación entre los Ingresos de Carvajal y la Actividad económica del Departamento de Cauca.	38
Ilustración 9. Relación entre las Utilidades de Carvajal Empaques S.A. y la Actividad económica del Departamento del Cauca.	40
Ilustración 10. Identidad Corporativa Colombina S.A.	43
Ilustración 11. Información del emisor.....	44
Ilustración 12. Evolución de las ventas.....	45

Ilustración 13. Evolución de la utilidad.	46
Ilustración 14. Identidad Corporativa Familia SA.	48
Ilustración 15. Información del emisor.	49
Ilustración 16. Ventas Colombina S.A.	58
Ilustración 17. Utilidad Neta Colombina S.A.	59
Ilustración 18. EVA Colombina S.A.	60
Ilustración 19. Ventas Familia S.A.	61
Ilustración 20. Utilidad Neta Familia S.A.	62
Ilustración 21. EVA Familia S.A.	62
Ilustración 22. Ventas Carvajal S.A.	65
Ilustración 23. Utilidad Neta Carvajal S.A.	65
Ilustración 24. EVA Carvajal S.A.	66

RESUMEN

Hoy en día, existe la necesidad de empresarios, Inversionistas y otros actores del mercado de conocer y analizar información financiera actualizada de las empresas del sector industrial que cotizan en Bolsa, para optimizar la toma de decisiones y la gestión de los recursos financieros, con la finalidad de incrementar la efectividad de la gestión. El objetivo de este trabajo es analizar las razones financieras y la evolución de las empresas colombianas del sector industrial que cotizan en Bolsa, a través de la medición y caracterización del desempeño financiero y la creación de valor. Se utilizó una metodología descriptiva, a partir de información histórica de carácter público, comprendida entre los años 2015 y 2018, proveniente de fuentes objetivas y reconocidas en el mercado, entre ellas la Bolsa de Valores de Colombia y la plataforma financiera Bloomberg. Posteriormente, se desarrolló un modelo financiero, para la cuantificación de la creación de valor a través de los indicadores: EVA, MVA y PRICE TO BOOK.

Palabras claves:

Creación de Valor, desempeño financiero, Bolsa de valores y Sector Industrial.

ABSTRACT

Today, there is a need for entrepreneurs, investors and other market players to know and analyze updated list of industrial companies listed companies to optimize decision-making and management of financial resources, financial information with in order to increase the effectiveness of management. The aim of this paper is to analyze the financial ratios and the evolution of Colombian industrial companies listed on the stock exchange, through the measurement and characterization of financial performance and value creation. A descriptive methodology was used, based on historical information public, between the years 2015 and 2018, from objective and recognized sources on the market, including the Colombia Stock Exchange and Bloomberg financial platform. EVA, MVA and PRICE TO BOOK.

Keywords:

Value Creation, financial performance, stock exchange and Industrial Sector.

INTRODUCCIÓN

El entorno actual en el que se desenvuelven las empresas se caracteriza por tener que responder a un mercado altamente competitivo y de constante cambio, dinámica originada principalmente por aspectos como la globalización, el auge de la tecnología, la alta disponibilidad de información, entre otros. En ese contexto y en la búsqueda de un mejor desempeño económico de la empresa, cada vez adquiere mayor importancia la creación de valor como uno de los temas de mayor actualidad financiera. Al respecto, cada vez son más las compañías nacionales e internacionales que se enfocan en la gestión del valor, reconociendo que éste es uno de los objetivos prioritarios de las empresas y en especial de la administración financiera corporativa. En el presente artículo se emplean las medidas más extendidas actualmente de creación de valor adaptadas por empresas de la talla de Nutresa e Isagen: el EVA (Economic Value Added), el MVA (Market Value Added) y el Price to Book.

El trabajo, pretende aportar una herramienta valiosa para el ámbito de la gestión contable y financiera, puesto que partiendo de temáticas y herramientas propias del análisis económico y financiero genera un mayor acervo informativo e interpretativo acerca de las empresas colombianas generadoras de desarrollo, clasificando su desempeño financiero, su estructura de capital y midiendo la generación de valor económico con el fin de caracterizar o referenciar la performance sectorial, las características y especificidades por sector y su evolución a través de los últimos años en un contexto económico y social complejo tanto a nivel nacional como internacional.

Complementariamente, la investigación es relevante porque pretende analizar la relación implícita o explícita entre aspectos como la generación de valor y la estructura de capital a partir

de las emisiones de bonos o títulos crediticios de largo plazo con el fin de validar el asertividad de la teoría financiera corporativa en economías emergentes, como la colombiana. De ahí su importancia, al incorporar temáticas de actualidad en el campo de la gestión partiendo del análisis sectorial aportando información útil y puntos críticos de discusión para los directivos, los inversionistas y académicos del área; a la vez que intenta consolidar y actualizar metodologías, cifras y resultados aportados por investigaciones preliminares sobre la financiación y el desempeño empresarial colombiano.

Al respecto, la presente investigación pretende validar en la práctica los planteamientos de la teoría financiera corporativa a partir de la información financiera de un conjunto de empresas de un mercado emergente como lo es el caso de Colombia, considerando la rentabilidad y creación de valor en años posteriores a un periodo de crisis económica.

CAPITULO 1 PROBLEMA

1.1. Planteamiento del problema

Los retos del nuevo milenio han permitido que cambie la forma cómo las empresas deben afrontar la solución de necesidades dentro del mercado, los avances tecnológicos en los medios de comunicación, por resaltar algún ejemplo, han hecho que se replantee la forma en cómo se debe planificar las estrategias de crecimiento, posicionamiento y fidelización de los clientes para el futuro; “así como en los 80 y 90 predominaron términos como gerencia de la calidad, gerencia del servicio y gerencia del talento humano, el siglo 21 recibe a los empresarios y ejecutivos proponiéndoles una alternativa integral que se denomina gestión del valor” (García, 2003; pp. 5).

Es así como, por gerencia o gestión del Valor se entiende como “la serie de procesos que conducen al alineamiento de todos los funcionarios con el direccionamiento estratégico de la empresa de forma que cuando tomen decisiones ellas propendan por el permanente aumento del valor” (García, 2003; pp. 5 -6), de esta manera, por medio de una buena aplicación de la gerencia del valor se cumplirán las metas propuestas dentro del Objeto Básico Financiero (OBF).

El origen de la creciente preocupación por la generación de valor por parte de las empresas ha saltado de la mirada de corto plazo, como los indicadores de márgenes de utilidad, crecimiento de ventas, utilidades netas entre otros, por aspectos que tienen estrecha interrelación con las perspectivas de largo plazo, las cuales poseen una interdependencia natural con el propósito de aumento de valor de la empresa.

Una compañía sólo crea valor de acuerdo a lo dicho por Cuevas (2001), Vélez (2001) y Pérez (2010) cuando es capaz de lograr inversiones que tengan rendimientos superiores al costo

del capital invertido. Adicionalmente, la administración se debe plantear considerar que la maximización de valor es el principal objetivo financiero, es decir, buscar la maximización de utilidades en el largo plazo, en la medida que en el corto plazo lograr maximizar las utilidades no garantiza la permanencia de la empresa.

Los indicadores tradicionales contables (de rentabilidad, endeudamiento y liquidez), no son aproximaciones reales de generación de valor, pues, se requiere un proceso de depuración y de adopción de un pensamiento orientado a la generación de valor e identificar los elementos claves que lleva a la empresa a lograr el OBF.

De esta manera se utilizará la información financiera de las empresas Familia S.A, Colombina S.A., y Carvajal S.A.S, con el fin de realizar un análisis que permite la implementación de indicadores financieros pertinentes para la valoración de la generación de valor.

¿Cuál ha sido la dinámica de generación del valor para Familia S.A, Colombina S.A., y Carvajal S.A.S durante el periodo 2015 - 2018?

1.2. Justificación

Dadas las perspectivas de la economía a nivel global y local se perciben nuevos retos en los métodos y herramientas utilizadas para la gestión de las organizaciones y sus proyectos. La sostenibilidad de cualquier organización debe estar fundamentada en la creación de valor, dados los requerimientos de gestión y control de expectativas de rentabilidad y riesgo.

El panorama económico global, muestra que las crisis cada vez son más severas, rompen barreras geográficas y tienen ciclos económicos más cortos en el tiempo, presentando nuevos

retos para los gerentes de las empresas que han inducido un cambio en la forma en cómo estos deben afrontar las diferentes problemáticas, en particular que el dinero invertido reditúe lo esperado. En este sentido, el objetivo de cualquier modelo de gestión es lograr la maximización del valor de la empresa, y en estos términos poder repartir la riqueza, expresada en dividendos de forma equitativa entre los interesados, es decir, accionistas, clientes, trabajadores, el Estado, etc.

Por esto se plantea la importancia de incluir en el funcionamiento de un análisis de gestión con enfoque de valor para garantizar el crecimiento, la sostenibilidad de la empresa y fortalecer el impacto en el desarrollo de la región, más aun, en el entendido que Familia S.A, Colombina S.A., y Carvajal S.A.S, son vistas en diversos informes de la Cámara de Comercio del Cauca como empresas líderes en sus sectores que articulada en el proceso de desarrollo de la región.

Finalmente, la aplicación práctica de los conocimientos económicos, financieros y administrativos, conjugados en el análisis de una gestión basada en el valor de tres de las empresas industriales presentes en el departamento del Cauca. Para este proyecto se aplicarán conocimientos y herramientas económicas, financieras y administrativas adquiridas en la Corporación Universitaria Autónoma del Cauca durante el programa de pregrado de Administración de Empresas.

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo general

Analizar la generación del valor para Familia S.A, Colombina S.A., y Carvajal S.A.S durante el periodo 2015 – 2018.

1.3.2. *Objetivo específico*

- Implementar el análisis técnico por medio de los indicadores financieros: Retorno Sobre la Inversión, Ingreso Residual y Valor Económico Agregado articulado a criterios de gestión integral del VBM.
- Realizar un análisis comparativo entre el desempeño financiero, su impacto en la economía regional y el valor de mercado de las empresas objeto de estudio.
- Interpretar los resultados, bajo el objeto de formular conclusiones y determinar alcances y limitaciones de la investigación desde el punto de vista económico y financiero.

CAPITULO 2 MARCO TEORICO

2.1. Estado del Arte

La discusión alrededor del crecimiento económico ha girado sobre conceptos como el incremento del PIB, la reducción del desempleo y el control de la inflación, para la década de los 90s se introduce la importancia del aumento de la productividad del trabajo para impulsar los beneficios empresariales, el fortalecimiento y los salarios reales.

La preocupación por la productividad en un contexto de desaceleración económica mundial genero un gran interés por el papel que juega el avance tecnológico y las sinergias que se han desarrollado en los diferentes sectores que han podido articularse a un nuevo paradigma de producción apalancado en las nuevas tecnologías, dicha innovación tecnológica ha impulsado el incremento en las tasas de rendimiento de los sectores y actividades que han protagonizado los procesos de “destrucción creativa” en la economía mundial. (Greenspan, 1999)

El aumento de la productividad del trabajo estimulado por el cambio tecnológico está en el centro de la discusión moderna del crecimiento económico. Las teorías clásicas identificaron unos factores que determinaban el crecimiento, y siempre asumieron que la “capacidad productiva”, la inversión, las “mejoras tecnológicas” y la “eficiencia de la mano de obra” estaban implícitos en la mecánica de los factores de producción. Solo algunos teóricos alternativos vieron en las invenciones, la ciencia y la tecnología y su incorporación en los procesos de producción un elemento para la formación de valor, la rotación de capital para la obtención de ganancia y crecimiento en general.

Esta perspectiva dio forma a las dos tradiciones fuertes en el campo del análisis del crecimiento económico, la perspectiva endógena y la exógena. La perspectiva exógena, que surge con Solow (1956) y considera ese cambio tecnológico como un efecto residual por fuera del sistema económico, entre tanto la endógena hace girar ese cambio tecnológico como resultado del mismo sistema económico. Estos planteamientos en oposición desencadenan los estudios modernos sobre el crecimiento económico.

Se han incluido factores que dinamizan el crecimiento como el capital humano, hasta las dotaciones iniciales de capital físico, instituciones favorables a los mercados y la apertura comercial (Sala y Martin, 2001). En este sentido la discusión sobre el crecimiento busca determinar los elementos que lo favorecen o lo impulsan.

Solow (1956) es una figura trascendental en las teorías sobre el crecimiento económico, sus aportes teóricos configuran las bases de todas las teorías modernas sobre el crecimiento, sus planteamientos más conocidos surgen como una crítica al modelo de Harrod – Domar de corte Keynesiano que refería un equilibrio en donde en ausencia de cambio tecnológico la tasa natural de crecimiento está en función del aumento del trabajo, y todo esto comparado con una tasa garantizada de crecimiento como función del comportamiento del ahorro y la inversión de los hogares y empresas.

Las conclusiones de Solow (1956) llevan a consolidar la importancia que tiene para el crecimiento económico la acumulación capital y el progreso tecnológico, pues que sin acumulación el progreso tecnológico se estanca. También enfatiza en cómo más allá de la variable trabajo (L), la tecnología, la cualificación del trabajador y las innovaciones se configuran como los motores más importantes del crecimiento económico.

Como ya se había mencionado, la perspectiva contraria es la del crecimiento endógeno, iniciada por Paul Romer y Robert Lucas. La perspectiva endógena afirma que el crecimiento económico es un resultado endógeno del sistema económico y no el resultado de fuerzas externas. Las principales diferencias de Romer con Solow radican en el supuesto de los rendimientos decrecientes, (Romer, 1986) va a partir de las posiciones clásicas de los rendimientos crecientes y el concepto de externalidades de Marshall.

En la una línea cercana a esta perspectiva, aparece Arrow con un modelo de crecimiento dinámico, que identifica que la productividad de una empresa es una función creciente de la inversión acumulada de la industria, Arrow afirma que se obtienen rendimientos crecientes del conocimiento cuando tiene lugar la inversión y la producción de manera simultánea (Learning by doing). Arrow retoma la importancia del cambio tecnológico, y afirma que el conocimiento es creciente en el tiempo, y considera al conocimiento como aprendizaje y fruto de la experiencia y hace que el cambio tecnológico este en función de la “experiencia”.

La nueva perspectiva descarta que el cambio tecnológico sea exógeno, y se impone un modelo de equilibrio con cambio tecnológico endógeno en el cual el crecimiento a largo plazo es impulsado de manera predominante por la acumulación de conocimiento por parte de agentes maximizadores de beneficios, progresistas y dinámicos.

Más allá de la discusión Exógeno/Endógeno se han planteado enfoques conciliatorios o que refuerzan una u otra perspectiva, la hipótesis de la convergencia plantea que los países pobres o en vías de desarrollo crecen más rápido o lo que es lo mismo en el largo plazo las tasas de crecimiento de la productividad tiende a ser inversamente proporcional a los niveles iniciales de productividad.

Revisiones posteriores a los planteamientos de Solow han encontrado que, manteniendo el crecimiento de la población y la acumulación de capital constante, los países convergen a una tasa cercana a lo que pronosticaba el modelo aumentado de Solow. Se encuentra evidencia que soporta la idea de que a un mayor nivel de ingresos estimula la acumulación de capital humano, con una correlación positiva entre el ahorro y el capital humano, y negativa entre aumento de la población y capital humano, en este sentido, incluir el concepto de capital humano en el modelo de Solow ajusta su comportamiento y explica más adecuadamente.

Estas revisiones en el modelo de Solow llevaron a concluir que no solo es suficiente capital físico y trabajo para explicar el crecimiento económico, y que el cambio tecnológico era el determinante esencial, en este sentido diversas investigaciones posteriores llevaron a encontrar causas alternativas del crecimiento. Desde la perspectiva del capital humano, entendido como educación formal, aprendizaje y capacitación en el trabajo, salud, fertilidad, migración configuran las variables de análisis para explicar los desencadenes del crecimiento (Vargas, 2005).

North (1990) señala que desde la perspectiva neoclásica no se tienen en cuenta fricciones entre economías, se asume que la competencia es perfecta, la información es simétrica, y los gobiernos y las instituciones son neutrales, pero en la realidad las instituciones juegan un papel determinante en el crecimiento porque configuran una estructura de incentivos en la sociedad, el autor va a recalcar que toda recomendación económica que decida deliberadamente no tener en cuenta las instituciones está condenada al fracaso.

El autor afirma que las instituciones entendidas como las “reglas de juego en una sociedad” son la base del orden, la civilización y la estabilidad, abre la posibilidad a la

coexistencia de instituciones formales como las normas, leyes, reglamentos etc. con instituciones informales como las normas de comportamiento, convenios culturales etc. La combinación de instituciones formales e informales constituyen los esquemas de incentivos de una sociedad, estos incentivos estimulan el incremento de la productividad y así impulsar el crecimiento.

Aunque se plantea una férrea crítica a los postulados tradicionales, no hay un rompimiento radical con estos, retoman ideas clásicas y neoclásicas, pero el tinte endogenista hace que se aleje de esta última. En estos términos es un enfoque conciliador de diversas corrientes, aunque hacen énfasis en aspectos microeconómicos. van a argumentar que el avance técnico en el principal conductor y catalizador de impulsa espirales virtuosas de inversión en capital físico y humano.

Otro enfoque sobre el crecimiento económico es el denominado “General Purpose Technologies” (GPTs) y se centra en la importancia del progreso tecnológico en general como motor del crecimiento, pero enfatiza en la capacidad de las innovaciones drásticas que generan discontinuidad respecto a las antiguas tecnologías, podría decirse que es una perspectiva de transición tecnológica.

A manera de conclusión, se puede afirmar que el desarrollo económico contemporáneo y el futuro está explicado por el progreso tecnológico y el capital humano en mayor proporción que por los factores clásicos, y en este sentido se hace necesario también tener en cuenta las instituciones que sirven de marco y catalizador para promover el crecimiento económico.

Dado los requerimientos del crecimiento económico futuro y los determinantes que lo explican, la administración del cambio tecnológico y el capital humano en un contexto de instituciones formales e informales requiere de esquemas de gestión en la empresa que se articulen a las dinámicas de avance en estos términos con el objetivo de generar el mayor valor posible dadas unas dotaciones específicas de capital.

Usualmente dentro de cualquier organización los modelos de gestión están enfocados en alcanzar un objetivo específico y para esto implementan una serie de estrategias que direccionan sus acciones hacia ese objetivo, dentro del abanico de posibilidades del que dispone cualquier gerente para diseñar su modelo de gestión aparece la construcción de una gama de indicadores financieros y operativos con multiplicidad de características y alcances que permitirán la evaluación, comparación y trazabilidad de sus acciones en el tiempo, aunado a estas herramientas de medición se combinan ex ante y ex post políticas de operación donde confluyen el cómo, cuándo, dónde y quien se encargara de movilizar las acciones hacia el objetivo propuesto.

Teniendo en cuenta el propósito de lo que será este esfuerzo práctico/analítico orientado hacia el análisis de la incidencia de la gestión basada en el valor para este caso de estudio ofrece un marco conceptual, consideraciones teóricas y categorías de análisis que movilizarán el desarrollo del mismo. Inicialmente se hace necesario abordar el tema de la gestión o gerencia basada u orientada al valor desde sus conceptos tradicionales, siguiendo a Lubian (1999) se puede decir que la gestión es una serie de decisiones que se traducen en acciones para lograr un propósito, el valor por otro lado, comenta el autor, es la diferencia entre la rentabilidad económica y el costo de los recursos empleados.

Aunque la definición de valor que presenta Lubian (1999) requiere de ciertas precisiones y matices sirve como punto de partida, una precisión que se mantendrá constante a lo largo del recuento teórico es la diferenciación entre la perspectiva contable y la económica, en cuanto a la definición de valor antes descrita, involucra la idea de rentabilidad y es necesario aclarar que la rentabilidad económica no es la misma que la rentabilidad contable, la primera hace referencia a una generación de flujo de fondos y la última a un ratio entre información contable, a un cociente entre uno de tantos beneficios contables y uno de tantos costos contables cuya ambigüedad radica en las diferentes metodologías para su cálculo. Por esto el autor termina comentando “la rentabilidad contable es una opinión, la rentabilidad económica es un hecho” (Lubian 1999: pp. 2)

Continuando con las precisiones, una gestión orientada al valor tiene como objetivo la creación de valor, y es necesario hacer una pausa en este punto para decir que la creación de valor implica una serie de ideas que convergen en su esencia; Crear valor hace referencia al futuro, a expectativas y a proyecciones o previsiones y estas implican un compromiso de transparencia en cuanto sean alcanzables, realistas y estén articuladas a los compromisos de acción de los responsables y sus sistemas de monitoreo. También se debe tener en cuenta que los recursos empleados para obtener el flujo de fondos tienen un costo además del riesgo asociado al involucrar incertidumbre en la gestión, por eso dicha gestión debe articular orgánicamente mecanismos para conocer, asumir y controlar en lo posible los riesgos (Lubian 1999).

En resumen, la idea de creación o generación de valor hace referencia, desde una perspectiva financiera, a una decisión, acción, inversión o transacción que tiene la capacidad de retornar un monto de dinero superior al invertido inicialmente, con la condición indefectible de cubrir todos los costos asociados como el costo de oportunidad, concepto proveniente de la teoría

económica. En concreto dicha operación genera ingresos que cubren sus costos operativos y contablemente reporta utilidad además de satisfacer el rendimiento esperado por el inversor o sea su costo de oportunidad, en esta medida, la operación crea o genera valor. En definitiva, se puede mencionar que “Se crea valor al obtener un rendimiento superior al costo de oportunidad del capital invertido” (Copeland 2000: pp. 54).

La gestión basada en el valor toma como criterio la toma de decisiones, esta capacidad de crear valor, este tipo de gestión toma vigor a comienzos de los años 80s derivado de la propuesta de Alfred Rappaport (1981) en donde plantea que los resultados de una empresa deben ser evaluados según su contribución a la creación o destrucción del valor de la inversión efectuada, este enfoque se conocería inicialmente como Shareholder Value Approach para finalmente aceptarse socialmente en el mundo de los negocios y académico como Gerencia Basada en Valor (por sus siglas en inglés VBM).

Se pueden encontrar diversas definiciones sobre VBM, en (Knigh 1998: 101) se lee:

“...una vía que permite al gerente concentrarse en la estrategia de la empresa, lograr una mejor alineación de funciones y una mayor creación de valor. Gerenciar el valor se traduce en la correcta utilización y combinación del capital y otros recursos para generar flujos de efectivo provenientes de las operaciones del negocio; la gerencia del valor no es un evento que ocurre una vez al año, sino que constituye un proceso continuo de decisiones operacionales y de inversión enfocadas en la creación de valor”.

En comparación con (Sharman 1991: pp. 1) quien afirma: “la VBM es un enfoque integral para gerenciar las actividades de una organización, y asegurarse que el rendimiento del accionista se está maximizando. El rendimiento del accionista está representado por beneficios, rendimiento sobre su inversión, lealtad de los clientes, y empleados satisfechos, o, en el caso de departamentos gubernamentales, contribuyentes y usuarios de servicios satisfechos”

Todas estas definiciones poseen un factor común y se pueden contrastar con la precisión hecha por Koller (1994) en donde comenta cómo la base de este enfoque es simple, el valor de una empresa está determinado por sus flujos de efectivo futuros y crea valor solo cuando invierte capital a un rendimiento que excede el costo del capital. Entonces “La VBM se concentra en cómo las empresas aplican estos conceptos para tomar decisiones tanto estratégicas como operativas; al utilizarla adecuadamente, es un enfoque que le permite a la gerencia alinear las diferentes aspiraciones de la empresa, sus técnicas analíticas y sus procesos gerenciales, con los generadores claves del valor” (Koller 1994: pp. 87).

El factor común en todas las anteriores definiciones es la idea de “proceso” en donde se articulan orgánicamente los objetivos, las herramientas y las estrategias de gestión para lograr la creación de valor.

Dado lo anterior, aunque por mucho tiempo se tenían instrumentos contables para acercarse a la medición de la creación del valor en una organización, en Rappaport (1981) y Copeland (2000) se encuentran precisiones sobre los elementos que inciden en la Gerencia Basada en Valor, tanto metodológicamente como conceptualmente, y se convierten en referentes obligados de la literatura respecto al tema.

Esfuerzos por concretar las características del enfoque VBM ganan relevancia en el mundo de los negocios y la academia en la década de los 90s, en trabajos como los de Knigh (1998), Sharman (1991) y Koller (1994) dotan al análisis del valor y la gestión basada en valor de fundamentos para convertirse en la estrategia gerencial predominante en una época de cambio estructural y complejización de un mundo donde operativamente es necesaria la adaptabilidad para garantizar la sostenibilidad de la organización.

Instrumentalmente los aportes más importantes socialmente aceptados por empresas y la academia surgen de diferentes firmas de consultoría como Stern and Stewart (Stewart 1999) que posee la marca registrada de la metodología para el cálculo del Economic Value Added (EVA) en donde se toma la utilidad operacional del negocio, se le resta el monto necesario para cumplir con el rendimiento esperado por pasivo y patrimonio, y si la diferencia arroja un monto positivo se puede afirmar que se está creando valor, si por el contrario la cifra resultante es negativa se estaría destruyendo valor, la utilidad como los costos de capital se ajustan para depurar el efecto de los registros contables.

Adicionalmente, instrumentalmente se tiene la metodología propuesta por Weissenrieder, (1997) y Madden (1999), la primera se trata del cálculo del Valor del Flujo de Efectivo Agregado (Cash Value Added CVA) propuesta por la firma de consultoría europea FWC AB con elementos parecidos al cálculo del EVA partiendo del flujo de efectivo proveniente de operaciones, no de la utilidad operacional. La segunda propuesta es el cálculo del Rendimiento del Flujo de Efectivo sobre Inversión (Cash Flow Return on Investment CFROI) esta es una estimación en términos porcentuales formulada por la compañía de consultoría estadounidense HOLT Associates y BCG.

Trabajos enfocados en la gestión del valor se han realizado en el mundo y en Colombia, se puede mencionar por ejemplo Cunha, & Frezatti (2002) realizado para la industria hotelera de Rio en Brasil en donde se abordaron estrategias para articular indicadores de rendimiento y mostró que las medidas tradicionales presentan numerosas limitaciones son las que siguen direccionando las decisiones de los directivos a pesar de la existencia de medidas basadas en valor que se consideran mucho más completas y avanzadas. Por último, se concluye que el concepto de gestión de valor no se emplea dentro de la realidad de las empresas investigadas.

En Victoria-Mas & Lacasa-Mas (2015) se hace un análisis para una empresa dedicada a la información y se encuentran problemas para una eficiente gestión del valor dada una ventaja competitiva relacionada con el posicionamiento de una marca, se hace un extenso trabajo de comparación con ejercicios de la misma naturaleza para casos análogos.

En Colombia Gonzales y Ramírez (2012) analizaron y diseñaron un modelo de gerencia basado en el valor para una caja de compensación familiar de Caldas teniendo en cuenta que se trató de una organización sin ánimo de lucro se convierte en un referente indispensable para movilizar el análisis que se pretende realizar, en donde se involucra un meta-modelo de Identidad de las Organizaciones con una metodología de relaciones dialógicas propuesta por Etkin y Schvarstein en 1989.

2.2. Bases teóricas

2.2.1. Mercado Publico De Valores

Constituye un elemento fundamental del mercado de capitales, y comprende el conjunto de operaciones realizadas por inversionistas con el fin de negociar títulos valores permitiendo, entre otras cosas, canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo de la

economía. El mercado de valores, está conformado por el mercado bursátil y el mercado mostrador. En Colombia, ambos mercados son regulados por la Superintendencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores.

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

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

2.2.2. Instrumentos De Renta Variable

Conocidos también como títulos de participación, otorgan un conjunto de derechos económicos en una sociedad de capital, tales como el de percibir una parte proporcional de los dividendos y el de recibir una proporción del capital al momento de la liquidación de la sociedad, entre otros; y un conjunto de derechos políticos, inherentes a la calidad de socio. Se denominan de renta variable, en razón a que la rentabilidad de los títulos depende del desempeño de la empresa y sus utilidades generadas, y a las variaciones en la cotización del título en la Bolsa de Valores. En la renta variable, como señalaron Guerra, Cortes y Moreno (2008); se invierte una suma de

dinero determinada, esperando recibir a cambio un flujo de caja con magnitudes no predecibles con certeza en el momento de hacer la inversión.

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

2.2.3. Índices Bursátiles

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

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

2.2.4. Análisis Financiero

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

2.2.4.1. Liquidez

Hace referencia a la capacidad que tiene la empresa de generar los fondos de efectivo suficientes para satisfacer sus obligaciones a corto plazo tanto a nivel operativo como financiero. Es decir, la liquidez, mide la capacidad de pago de la empresa en el corto plazo (menor a un año), para hacer frente a obligaciones o requerimientos como: amortización de créditos bancarios de

corto plazo, pago a proveedores, cancelación de salarios de los empleados, adquisición de materia prima, e inversiones en renovación de la tecnología y ampliación de la capacidad industrial, entre otras. La liquidez de una empresa está determinada por diferentes factores, entre los cuales sobresalen: la inversión de la empresa en activos corrientes, el uso de pasivos corrientes, el tiempo requerido para convertir los activos en dinero (eficiencia operativa), el valor de realización de los activos en dinero y la incertidumbre en el tiempo.

2.2.4.2. Rentabilidad

Indica explícitamente el beneficio que un inversionista espera por el sacrificio económico que realiza comprometiendo fondos en una determinada alternativa. Esta medida, relaciona los beneficios obtenidos durante el ejercicio con la inversión realizada en activos operativos (utilidad vs inversiones) con el fin de establecer la productividad de los recursos y la efectividad de la empresa en determinado negocio. La rentabilidad como medida de la productividad de los recursos empleados por la empresa, constituye una variable financiera residual, es decir, es producto de diferentes políticas y decisiones llevadas a cabo por la empresa y muestra el efecto combinado de la liquidez, la administración de activos, y el uso de la deuda en la generación de resultados operativos.

2.2.4.3. Endeudamiento

El endeudamiento o apalancamiento financiero, muestra el grado en que se utilizan los recursos de terceros obtenidos a través de deuda para financiar las actividades de la empresa y sostener o aumentar su capacidad operativa. El endeudamiento, puede ser de dos tipos: de corto plazo (cuando las obligaciones son exigibles en un periodo menor de un año) o largo plazo (cuando las obligaciones son exigibles en un periodo mayor de un año).

Fuentes del endeudamiento a corto plazo: entre las fuentes más comunes de financiamiento a corto plazo tenemos las cuentas por pagar a proveedores, pasivos acumulados (impuestos por pagar, pasivos laborales, acreedores varios, y anticipos, entre otros) y obligaciones financieras de corto plazo. Los pasivos de corto plazo conforman la estructura corriente de la empresa.

Fuentes del endeudamiento a largo plazo: entre las fuentes más comunes de financiamiento a largo plazo tenemos las Obligaciones financieras de largo plazo, bonos, hipotecas por pagar y el leasing financiero. Los pasivos de largo plazo junto con el patrimonio conforman la estructura de capital de la empresa. Finalmente, la estructura corriente más la estructura de capital dan origen a la estructura financiera de la empresa.

2.2.5. Coeficiente Beta

Desarrollado por William Sharpe, este coeficiente es una medida del riesgo del activo, y se calcula en función de la variación de sus retornos y la variación de los retornos del mercado. Matemáticamente, se expresa como la pendiente de la línea recta que relaciona la rentabilidad individual de un valor y la rentabilidad del mercado en su conjunto, calculado a través de una regresión lineal. La beta se puede interpretar como el grado de respuesta de la variabilidad de los rendimientos de la acción a la variabilidad de los rendimientos del mercado. Si $\beta_A > 1$, entonces tenemos que las variaciones en los rendimientos del valor A serán mayores a las variaciones del rendimiento del mercado. Por lo contrario, si $\beta_A < 1$, entonces el valor A será menos riesgoso que el rendimiento del mercado. Si $\beta_A = 1$, el rendimiento del valor A variará en la misma proporción que la variación del rendimiento de mercado. El coeficiente Beta es de gran utilidad en la gestión de inversiones, ya que como plantea Suarez (2010), cuando un inversionista posee acciones de cualquier empresa, siempre estará atento a minimizar los riesgos, para que todo resulte

favorable según sus planes, pues se entiende que el mercado bursátil es un mercado a largo plazo que ofrece rendimientos variables.

2.2.5.1. Ecuación del Coeficiente Beta

$$\beta_A = \frac{COV(R_A, R_M)}{VAR(R_M)} \quad (1)$$

Donde;

β_A : Beta del activo.

$COV(R_A, R_M)$: Covarianza entre el retorno del activo y el retorno del mercado.

$VAR(R_M)$: Varianza del retorno mercado.

2.2.6. Modelo CAPM

El CAPM (Capital Asset Pricing Model) o modelo de valuación de activos financieros es una herramienta propia de las finanzas corporativas desarrollada en la década de los 60's, de manera simultánea pero independiente por los investigadores: William Sharpe, John Lintner, Jack Treynor y Jan Mossin. Dicho modelo, estructura una ecuación que iguala la tasa de rentabilidad esperada de un activo financiero a la tasa libre de riesgo del mercado más una prima por el riesgo sistemático asumido por el inversionista; proporcionando (aunque no libre de críticas) un modelo intuitivo para determinar la rentabilidad que un inversor debería exigir en una inversión, dado el riesgo implícito del activo de capital. De igual manera, (Alonso y Berggrun, 2010); señalan que otra utilidad de este modelo es servir de base para calcular la línea del mercado de títulos valores (En inglés, Security Market Line, SML) la cual muestra que, en equilibrio, todos los activos deben yacer sobre dicha línea que relaciona el retorno con el riesgo.

2.2.6.1. Supuestos Del Modelo CAPM

El modelo CAPM parte de la condición de eficiencia entre riesgo y rentabilidad estructurada en la teoría de Harry Markowitz (1952) y la Capital Market Line (CML) desarrollada por James Tobin (1958) y entendida como un conjunto de portafolios óptimos a disposición de los inversores.

Supuestos implícitos en el modelo de valoración de activos financieros:

1. Activos continuamente divisibles.
2. Ausencia de impuestos y costos de transacción.
3. El número de inversionistas es lo suficientemente amplio, de tal manera que un inversor no puede, por sí sólo, influir sobre el precio de un activo, mediante compras o ventas del mismo.
4. Los inversores son racionales, es decir, toman sus decisiones buscando obtener la rentabilidad máxima para un nivel dado de riesgo.
5. Se permiten posiciones cortas, sin ninguna limitación.
6. Existe un activo sin riesgo a cuyo tipo de interés se permite a los inversores prestar y pedir prestado, cualquier cantidad que se desee.
7. Todos los inversores definen el período relevante de igual manera,
8. Todos los inversores tienen expectativas homogéneas respecto a la rentabilidad esperada y riesgo de cada activo, así como respecto a la matriz de correlaciones de los valores.

2.2.6.2. Ecuación del Modelo CAPM

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (2)$$

Donde;

R_e : Rentabilidad esperada.

R_f : Rentabilidad libre de Riesgo.

β : Riesgo del activo.

R_m : Rentabilidad del mercado.

2.2.7. Costo De Capital

También conocido como WACC (Weighted Average Cost of Capital), es una tasa de descuento que mide el costo de capital expresado como un promedio del costo de la deuda y del capital propio (rentabilidad esperada) de la empresa teniendo en cuenta la estructura de capital (pasivos más patrimonio) de la misma, y haciendo los ajustes pertinentes de conformidad con las tasas impositivas vigentes. Se entiende como la tasa mínima de rendimiento requerida por la empresa para sus inversiones y se emplea comúnmente en la valoración de empresas, para descontar los flujos de caja futuros generados por la firma. En concordancia con lo planteado por (Mascareñas, 2001) el WACC representa la mínima tasa de rentabilidad a la que deberá remunerar a las diversas fuentes financieras que componen su pasivo, con objeto de mantener a sus inversores satisfechos evitando, paralelamente, que descienda el valor de mercado de sus acciones.

2.2.7.1. Ecuación del WACC

$$WACC = W_p K_p + W_d K_d (1 - T) \quad (3)$$

Donde;

W_p : Participación % del patrimonio.

K_p : Rentabilidad esperada por los accionistas.

W_d : Participación % de la deuda.

K_p : Costo de la deuda.

T: Tasa de impuestos.

2.2.8. EVA

La gerencia de valor constituye uno de los temas de mayor preponderancia en la actualidad financiera de las empresas debido a que contribuye a alcanzar el objetivo básico financiero de maximizar el valor de la empresa. Entre los nuevos indicadores de medición de la creación de valor encontramos al EVA^{®1} (Economic Value Added) Valor Económico Agregado o también conocido como beneficio residual. El EVA es una medida de desempeño que refleja la actualidad económica de la empresa. Como señalaron (Stern y Stewart, 1994) el EVA se calcula como la diferencia entre la utilidad operativa neta después de impuestos (NOPAT) y el costo de oportunidad del capital invertido. Este costo de oportunidad es determinado por el WACC y la cantidad de capital empleado.

2.2.8.1. Ecuación del EVA

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{Capital Operativo Total}) \quad (4)$$

Donde;

NOPAT: Utilidad operativa después de impuestos.

¹ El EVA y el MVA son marcas registradas por Stern Stewart & co., Firma consultora estadounidense en las áreas de operaciones, estrategia, finanzas y gobierno. Fueron desarrollados en la década de los ochenta por el equipo administrativo de Stern Stewart & co. y en la actualidad se emplean para medir la creación de valor en la empresa y para evaluar la calidad de la gestión de los directivos.

WACC: Costo de capital promedio ponderado.

Capital Operativo Total: deudas a corto y largo plazo con costo financiero más el patrimonio neto de la empresa.

2.2.9. MVA

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

2.2.9.1. Ecuación del MVA

$$MVA = V - K \quad (5)$$

Donde;

MVA: Valor de mercado agregado.

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

K: Valor en libros del capital invertido.

CAPITULO 3 METODOLOGIA

3.1. Metodología análisis comparativo entre el desempeño financiero de las empresas industriales del Cauca y su impacto en la economía regional.

La presente investigación, constituye un caso de aplicación de la teoría financiera corporativa al estudio de la relación entre el desempeño financiero de las empresas regionales y su incidencia en la economía departamental, específicamente para el caso de compañías industriales que cotizan en Bolsa y mantienen una presencia activa en el Departamento del Cauca. Es en esencia un estudio de tipo cuantitativo, comparativo y longitudinal que tiene como finalidad, vincular temáticas contemporáneas como la creación de valor, la producción regional y su relación con el desarrollo económico.

Los datos del estudio se obtuvieron de la plataforma financiera Bloomberg profesional service, la cual es una fuente objetiva que contiene información global y relevante para todas las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. La información respectiva de las firmas corresponde a datos anuales entre 2014 y 2018, con corte a 31 de diciembre, para un total aproximado de 75 observaciones por año.

Para establecer la relación entre creación de valor y actividad económica departamental se desarrolló un ejercicio de tipo econométrico a través de modelos de regresión en un panel de datos balanceado. El PIB regional y el crecimiento del PIB fueron la variable dependiente y los factores: activo total, ingresos de la firma, y la utilidad o creación de valor fueron las variables independientes.

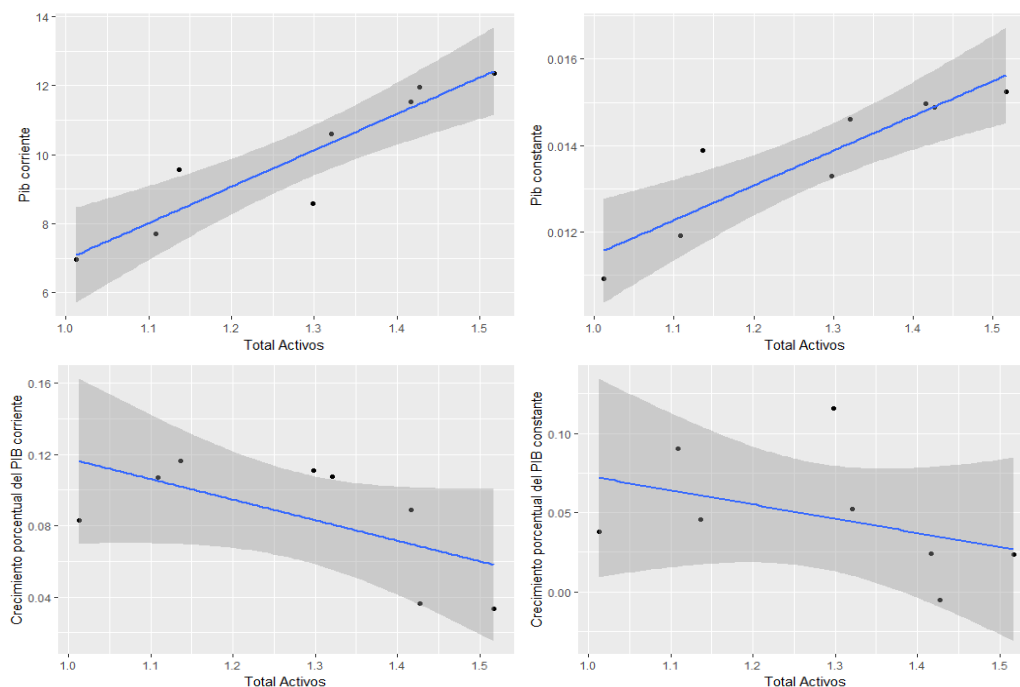
Para contrastar la hipótesis de que, la actividad de las empresas industriales con presencia en el Cauca, impacta positivamente el crecimiento económico regional, se utilizan las siguientes especificaciones econométricas:

$$GDP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 AT_{it} + \mathbf{x}'_{it}\boldsymbol{\gamma} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$GDP\%_{0it} = \alpha_0 + \beta_1 AT_{it} + \mathbf{x}'_{it}\boldsymbol{\gamma} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Donde GDP_{it} representa el PIB regional y $GDP\%_{0it}$ el crecimiento del PIB regional, AT_{it} representa el valor de los activos para una empresa i en el momento t , $\mathbf{x}'_{it}\boldsymbol{\gamma}$ es un vector de controles, ε_{it} es un término de perturbación aleatoria y α_0 , y β_1 son parámetros a estimar. La significancia estadística y magnitud del parámetro β_1 revelará el impacto del desempeño de la firma sobre la actividad económica regional. En principio, este se estima por medio de mínimos cuadrados ordinarios (MCO). Posteriormente, el modelo se modifica sustituyendo el valor de los activos por la variable ingresos y utilidad o creación de valor.

Ilustración 1. Relación entre los Activos de Colombina S.A y la Actividad económica del Departamento de Cauca.



Fuente: Elaboración propia

En la figura 1, se presenta la relación entre los activos de la empresa Colombina S.A. y algunos indicadores de la actividad económica del departamento del Cauca. Estos indicadores corresponden al PIB corriente y a precios constantes, y las tasas de crecimientos de estos dos. Como se puede observar, cuando el activo aumenta, tanto el PIB corriente como el constante aumenta. Mientras que con las tasas de crecimiento parece suceder lo contrario. Esto indica que el tamaño de esta empresa influye positivamente sobre el PIB, pero con rendimientos decrecientes a través del tiempo. En la tabla 1, se presenta las regresiones entre estas variables, para corroborar la significancia de las relaciones encontradas. Como se puede observar la relación entre los activos totales y el PIB es positiva y significativa, mientras que, con la tasa de crecimiento, es negativa pero no significativa. Lo anterior, implica que, a mayor inversión por parte del sector privado en volumen de activos, la producción departamental aumenta sustancialmente. Este es un elemento clave para los diseñadores de política económica pública.

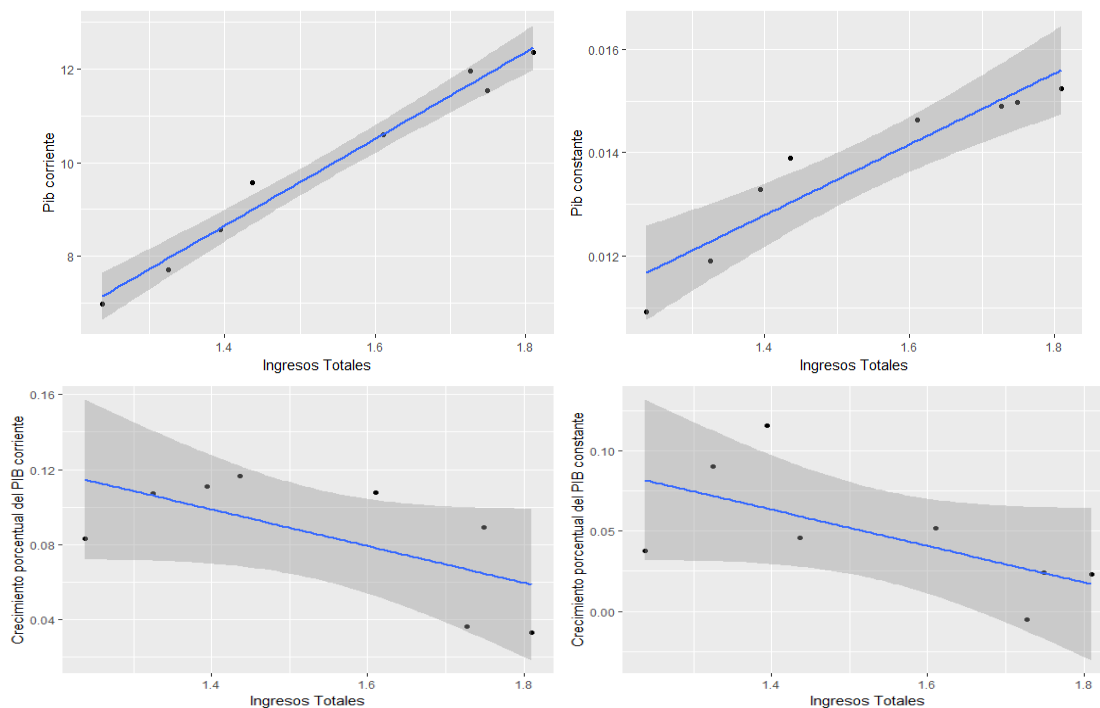
Tabla 1. Modelo de Regresión Empresa Colombina S.A.

	(1) Pib_corr	(2) Pib_const	(3) Crec% Pib corr	(4) Crec% Pib cont
Activos	10.550*** (1.790)	0.008*** (0.002)	-0.115 (0.060)	-0.090 (0.082)
Constant	-3.586 (2.310)	0.003 (0.002)	0.233** (0.078)	0.163 (0.105)
N	8.000	8.000	8.000	8.000
r2	0.853	0.816	0.378	0.168

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 2. Relación entre los Ingresos de Colombina S.A y la Actividad económica del Departamento de Cauca.



Fuente: Elaboración propia

En la ilustración 2, se presenta la relación entre los ingresos de la empresa Colombina S.A. y algunos indicadores de la actividad económica del departamento del Cauca. Como se puede observar, cuando los ingresos aumentan, tanto el PIB corriente como el constante aumentan. Mientras que con las tasas de crecimiento parece suceder lo contrario. Esto indica que los ingresos de esta empresa influyen positivamente sobre el PIB, pero con rendimientos decrecientes. En la tabla 2 se presenta las regresiones entre estas variables, para corroborar la significancia de las relaciones encontradas. Como se puede observar la relación entre los ingresos y las diferentes medidas de actividad económica es significativa.

Tabla 2. Empresa Colombina S.A.

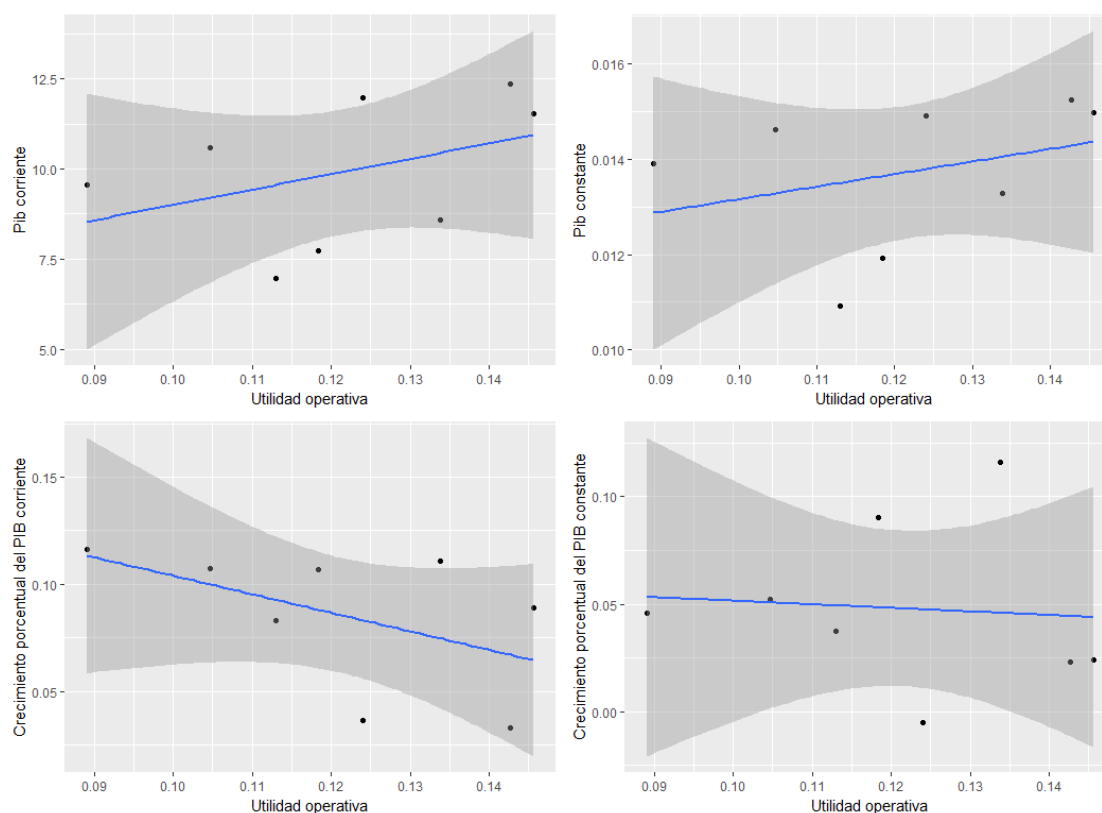
	(1) Pib_corr	(2) Pib_const	(3) Crec% Pib corr	(4) Crec% Pib cont
Ingresos	9.266*** (0.568)	0.007*** (0.001)	-0.098* (0.048)	-0.113* (0.057)

Constant	- 4.320*** (0.880)	0.003* (0.002)	0.236** (0.075)	0.222** (0.088)
N	8.000	8.000	8.000	8.000
r2	0.978	0.881	0.404	0.398

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 3. Relación entre las utilidades de Colombina y la Actividad económica del Departamento del Cauca.



Fuente: Elaboración propia

En la figura 3 se presenta la relación entre la utilidad de la empresa Colombina y los indicadores de la actividad económica del departamento. Como se puede observar, cuando las utilidades aumentan, tanto el PIB corriente como el constante aumentan. Mientras que con las tasas de crecimiento parece suceder lo contrario. Esto indica que las utilidades de esta empresa influyen positivamente sobre el PIB, pero con rendimientos decrecientes. En la table 3 se

presenta las regresiones entre estas variables, para corroborar la significancia de las relaciones encontradas. Como se puede observar ninguna es significativa.

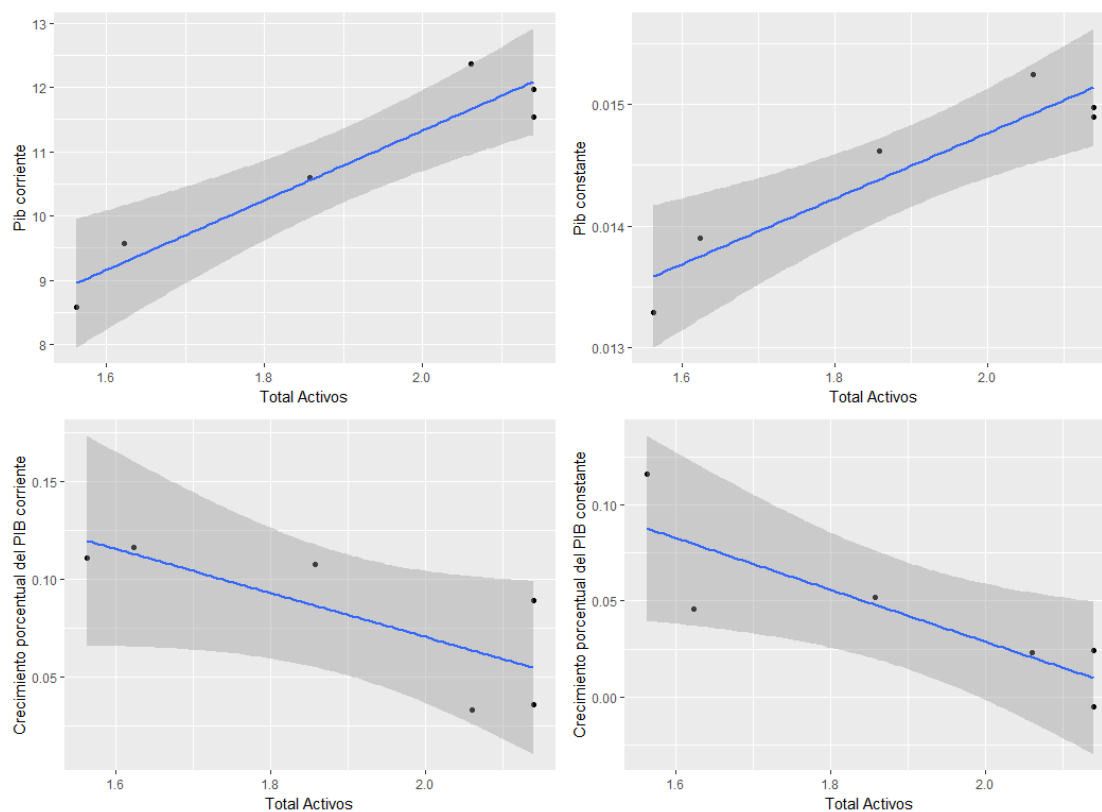
Tabla 3. Empresa Colombina S.A.

	(1) Pib_corr	(2) Pib_const	(3) Crec% Pib corr	(4) Crec% Pib cont
Ganancias	42.615 (39.141)	0.026 (0.032)	-0.865 (0.608)	-0.165 (0.818)
Constant	4.740 (4.804)	0.011** (0.004)	0.191** (0.075)	0.068 (0.100)
N	8.000	8.000	8.000	8.000
r2	0.165	0.104	0.253	0.007

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 4. Relación entre los Activos de Familia y la Actividad económica del Departamento del Cauca.



Fuente: Elaboración propia

En la figura 4 se presenta la relación entre los Activos de la empresa Familia y los indicadores de la actividad económica del departamento. Como se puede observar, cuando los activos aumentan, tanto el PIB corriente como el constante aumentan. Mientras que con las tasas de crecimiento parece suceder lo contrario. Esto indica que los activos de esta empresa influyen positivamente sobre el PIB, pero con rendimientos decrecientes. En la tabla 4 se presenta las regresiones entre estas variables, para corroborar la significancia de las relaciones encontradas. Como se puede observar la relación entre los activos y las diferentes medidas de actividad económica resulta ser significativa en todos los casos.

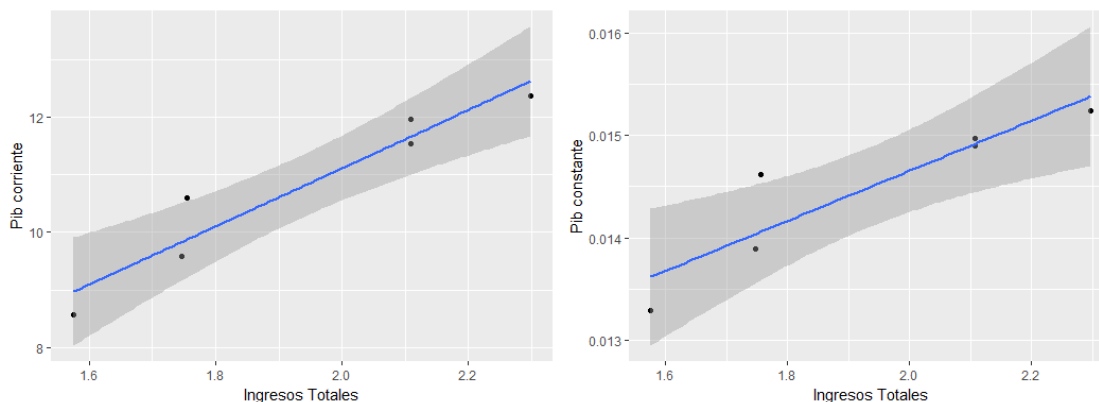
Tabla 4. Empresa Familia S.A.

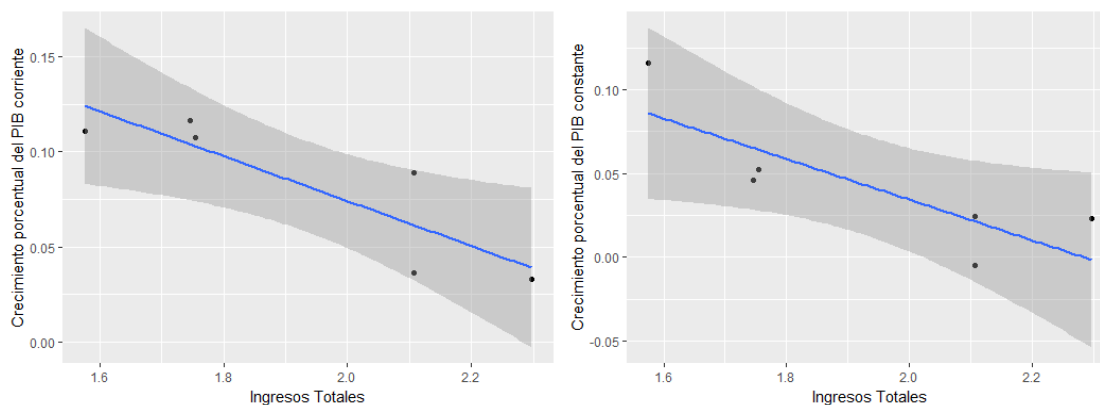
	(1) Pib_corr	(2) Pib_const	(3) Crec% Pib corr	(4) Crec% Pib cont
Activos	5.427*** (0.881)	0.003*** (0.001)	-0.113* (0.047)	-0.135** (0.042)
Constant	0.472 (1.685)	0.009*** (0.001)	0.296** (0.091)	0.299** (0.081)
N	6.000	6.000	6.000	6.000
r2	0.905	0.872	0.586	0.717

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 5. Relación entre los Ingresos de Familia y la Actividad Económica del Departamento del Cauca.





Fuente: Elaboración propia

En la figura 5 se presenta la relación entre los Ingresos de la empresa Familia y los indicadores de la actividad económica del departamento. Como se puede observar, cuando los ingresos aumentan, tanto el PIB corriente como el constante aumentan. Mientras que con las tasas de crecimiento la relación es inversa. Esto indica que los ingresos de esta empresa influyen positivamente sobre el PIB, pero con rendimientos decrecientes. En la tabla 5 se presenta las regresiones entre estas variables, para corroborar la significancia de las relaciones encontradas. Como se puede observar la relación entre los ingresos y las diferentes medidas de actividad económica resulta ser significativa en todos los casos.

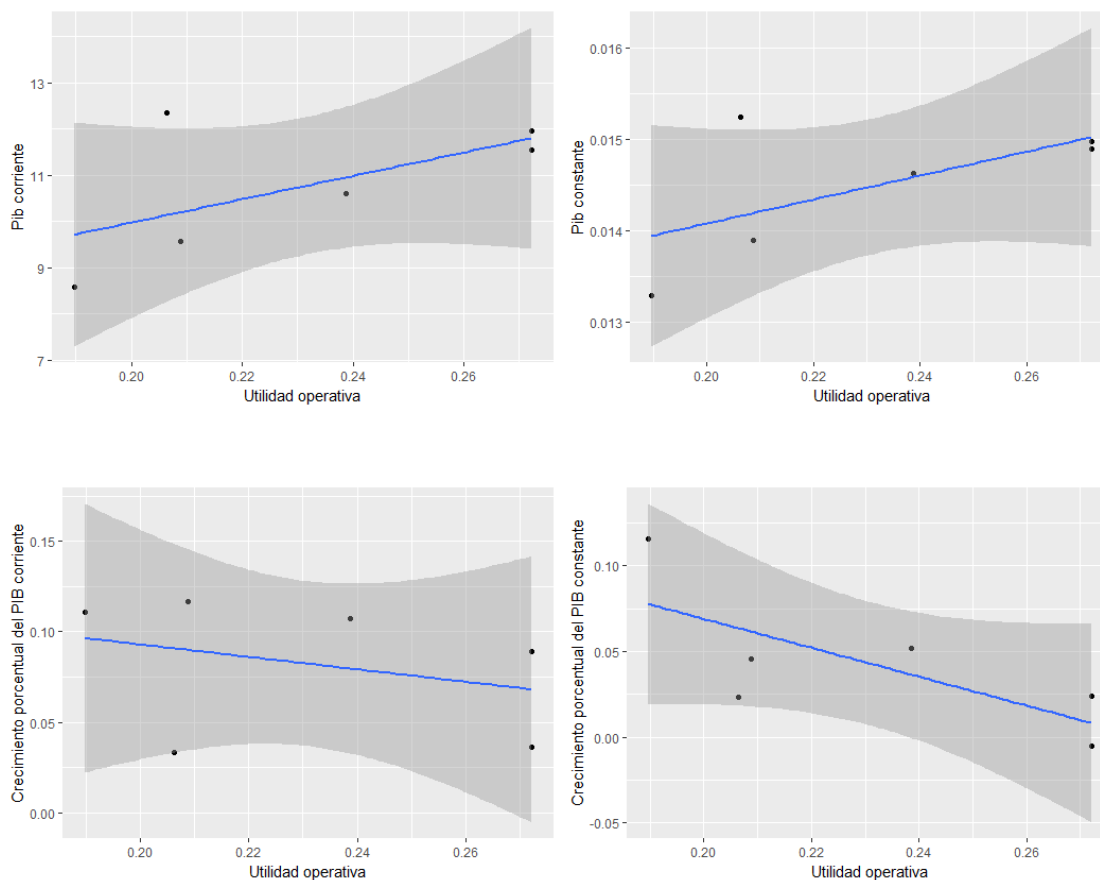
Tabla 5. Empresa Familia S.A.

	(1) Pib_corr	(2) Pib_const	(3) Crec% Pib corr	(4) Crec% Pib cont
Ingresos	5.055*** (0.771)	0.002** (0.001)	-0.118** (0.034)	-0.121** (0.042)
Constant	1.005 (1.502)	0.010*** (0.001)	0.310*** (0.066)	0.277** (0.082)
N	6.000	6.000	6.000	6.000
r2	0.915	0.831	0.752	0.674

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 6. Relación entre las Utilidades de Familia y la Actividad económica del Departamento del Cauca



Fuente: Elaboración propia

En la figura 6, se presenta la relación entre las Ganancias de la empresa Familia y los indicadores de la actividad económica del departamento. Como se puede observar, cuando las ganancias aumentan, tanto el PIB corriente como el constante aumentan. Mientras que con las tasas de crecimiento la relación es inversa. Esto indica que las ganancias de esta empresa influyen positivamente sobre el PIB, pero con rendimientos decrecientes. En la tabla 6, se presenta las regresiones entre estas variables, para corroborar la significancia de las relaciones encontradas. Como se puede observar la relación entre las ganancias y las diferentes medidas de actividad económica resulta ser no significativa en todos los casos.

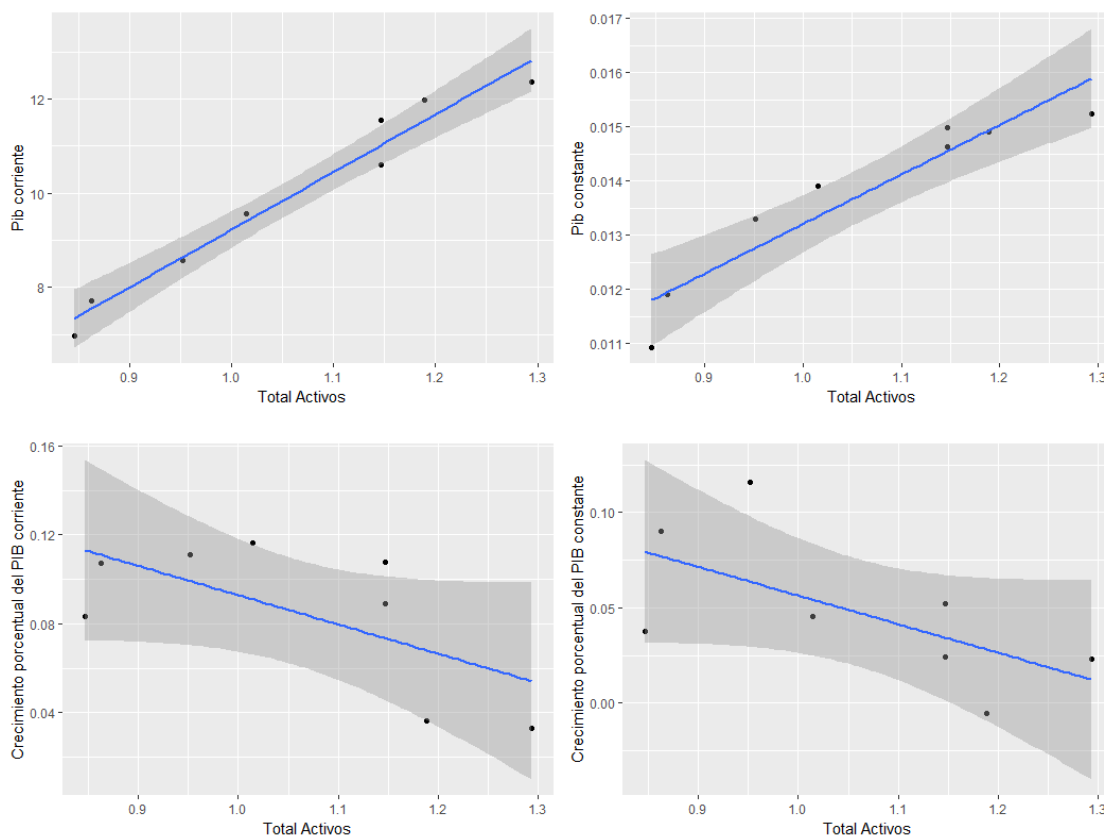
Tabla 6. Empresa Familia S.A.

	(1) Pib_corr	(2) Pib_const	(3) Crec% Pib corr	(4) Crec% Pib cont
Ganancias	25.234 (16.560)	0.013 (0.008)	-0.344 (0.508)	-0.843 (0.401)
Constant	4.933 (3.868)	0.011*** (0.002)	0.162 (0.119)	0.238* (0.094)
N	6.000	6.000	6.000	6.000
r2	0.367	0.385	0.103	0.525

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 7. Relación entre los Activos de Carvajal y la Actividad económica del Departamento del Cauca.



Fuente: Elaboración propia

En la figura 7, se presenta la relación entre los Activos de la empresa Carvajal y los indicadores de la actividad económica del departamento. Como se puede observar, cuando los Activos aumentan, tanto el PIB corriente como el constante aumentan. Mientras que con las tasas de crecimiento la relación es inversa. Esto indica que los activos de esta empresa influyen positivamente sobre el PIB, pero con rendimientos decrecientes. En la tabla 7 se presenta las regresiones entre estas variables, para corroborar la significancia de las relaciones encontradas. Como se puede observar la relación entre los ingresos y las diferentes medidas de actividad económica resulta ser significativa en todos los casos.

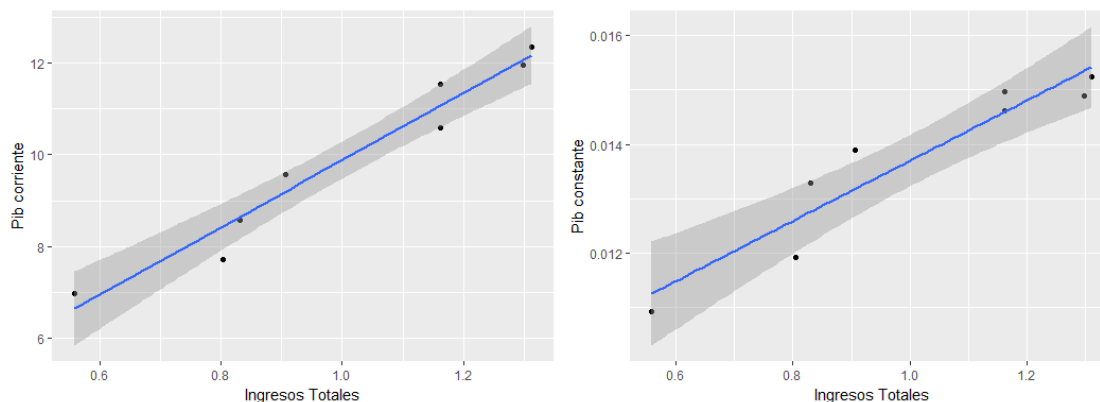
Tabla 7. Empresa Carvajal Empaques S.A.

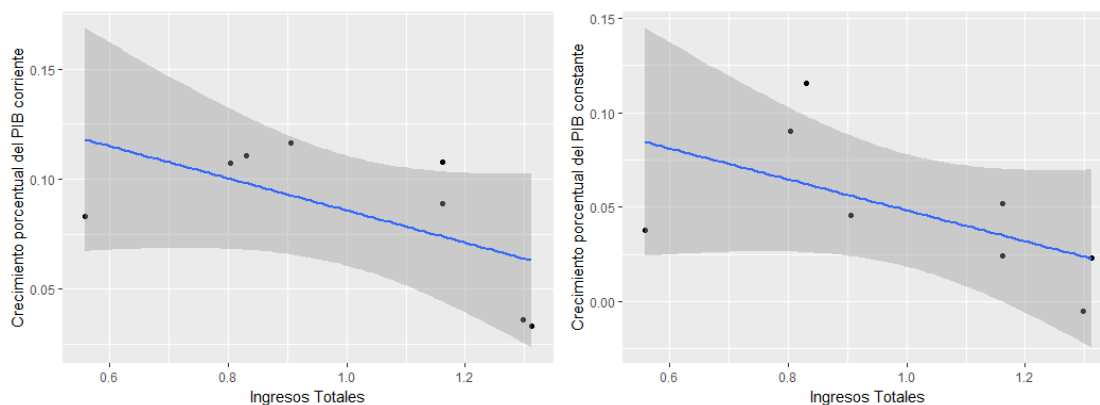
	(1) Pib_corr	(2) Pib_const	(3) Crec% Pib corr	(4) Crec% Pib cont
Activos	12.235*** (0.972)	0.009*** (0.001)	-0.131* (0.064)	-0.150* (0.076)
Constant	-3.012** (1.037)	0.004** (0.001)	0.224** (0.068)	0.206** (0.081)
N	8.000	8.000	8.000	8.000
r2	0.964	0.887	0.412	0.395

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 8. Relación entre los Ingresos de Carvajal y la Actividad económica del Departamento de Cauca.





Fuente: Elaboración propia

En la figura 8 se presenta la relación entre los Ingresos de la empresa Carvajal y los indicadores de la actividad económica del departamento. Como se puede observar, cuando los ingresos aumentan, tanto el PIB corriente como el constante aumentan. Mientras que con las tasas de crecimiento la relación es inversa. Esto indica que los ingresos de esta empresa influyen positivamente sobre el PIB, pero con rendimientos decrecientes. En la tabla 8, se presenta las regresiones entre estas variables, para corroborar la significancia de las relaciones encontradas. Como se puede observar la relación entre los ingresos y las diferentes medidas de actividad económica resulta ser para el PIB y no significativa para la tasa de crecimiento.

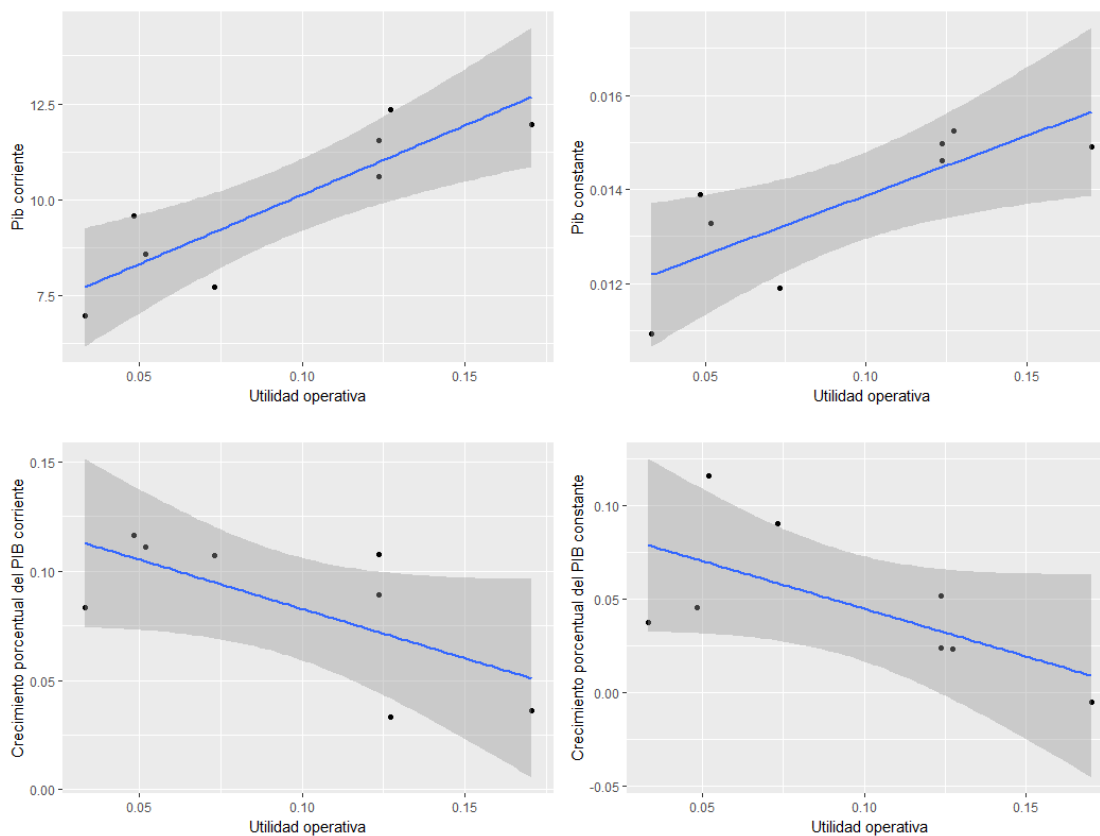
Tabla 8. Empresa Carvajal Empaques S.A.

	(1) Pib_corr	(2) Pib_const	(3) Crec% Pib corr	(4) Crec% Pib cont
Ingresos	7.337*** (0.645)	0.006*** (0.001)	-0.073 (0.040)	-0.082 (0.048)
Constant	2.546*** (0.668)	0.008*** (0.001)	0.159*** (0.042)	0.130** (0.050)
N	8.000	8.000	8.000	8.000
r2	0.956	0.898	0.352	0.325

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 9. Relación entre las Utilidades de Carvajal Empaques S.A. y la Actividad económica del Departamento del Cauca.



Fuente: Elaboración propia

En la figura 9, se presenta la relación entre las Ganancias de la empresa Carvajal y los indicadores de la actividad económica del departamento. Como se puede observar, cuando las ganancias aumentan, tanto el PIB corriente como el constante aumentan. Mientras que con las tasas de crecimiento la relación es inversa. Esto indica que las ganancias de esta empresa influyen positivamente sobre el PIB, pero con rendimientos decrecientes. En la tabla 9, se presenta las regresiones entre estas variables, para corroborar la significancia de las relaciones encontradas. Como se puede observar la relación entre las ganancias y las diferentes medidas de actividad económica resulta ser significativa en todos los casos.

Tabla 9. Empresa Carvajal Empaques S.A.

	(1) Pib_corr	(2) Pib_const	(3) Crec% Pib corr	(4) Crec% Pib cont
Ganancias	36.207*** (8.314)	0.025** (0.008)	-0.452* (0.208)	-0.509* (0.250)
Constant	6.510*** (0.869)	0.011*** (0.001)	0.128*** (0.022)	0.096** (0.026)
N	8.000	8.000	8.000	8.000
r2	0.760	0.613	0.440	0.409

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Elaboración propia

Los anteriores resultados, permiten establecer la relación positiva que existe entre la inversión privada y el crecimiento económico, en la cual la primera impulsa al producto interno regional. Con la evidencia empírica, se puede inferir que la inversión tiene efectos positivos sobre el crecimiento económico independientemente del grado de desarrollo de la región. También se desprende que regiones o países que crecen más rápido, también crece más rápido la relación inversión/PIB, por eso los diseñadores de política económica no deben dejar de lado este importante componente del crecimiento en las políticas públicas. Para el caso del Departamento del Cauca, la inversión productiva por parte del sector privado ha sido de mayor importancia para el crecimiento económico, por ello es prioritario que el sector privado asuma su rol de promotor del crecimiento y aumente sostenidamente la inversión a través del tiempo.

3.2. Datos

3.2.1. Caracterización de las Empresas.

3.2.1.1. Colombina S.A.:

Es una compañía del sector de alimentos con sede en el Valle del Cauca, Colombia y con operaciones globales. Actualmente, suma más de 100 años de experiencia en la fabricación y comercialización de alimentos y cuenta con un amplio portafolio de productos en diferentes líneas, entre ellas: confitería, galletería, pastelería, salsas, conservas y helados, entre otros. Adicionalmente, realiza la distribución exclusiva de marcas tradicionales en Colombia como Café Buendía y Van Camp's.

La compañía inició sus exportaciones a mediados de los años 60 llegando a Estados Unidos, lo que después le significó ser la primera fábrica suramericana en llegar a competir en el difícil mercado europeo. Hoy en día, Colombina se ha afianzado como una de las empresas del sector de alimentos más grande de la región, del país y del mundo. En este momento, exporta a países de Europa, América, Asia y África una vasta gama de productos entre los que se destacan confites, chocolates, galletas, salsas y conservas. Además, posee filiales en Ecuador, Perú, Chile, Estados Unidos, Venezuela, Puerto Rico y Guatemala que le permiten la distribución en distintos países y zonas estratégicas.

Hoy en día se ubica dentro de los quince primeros exportadores del país. Genera 8.300 empleos a nivel mundial, de los cuales 800 son en Cali y más de 3.000 en zonas aledañas. Asimismo, posee, en la Paila, municipio de Zarzal, la planta de dulces y chocolates más grande de la región, empleando a más de 2.000 personas de la zona, lo que denota su compromiso con la

comunidad con oportunidades de desarrollo a proveedores y asociados, de manera responsable y sustentable con su entorno (Diario Portafolio, 2012).

Ilustración 10. Identidad Corporativa Colombina S.A.



Fuente: <https://www.colombina.com/corporativo/acerca.php>

Misión:

Luego de casi 8 décadas de gestión, nos hemos establecido como una empresa líder del sector alimentario que viene proporcionando sabor a la vida y constituyéndose en positiva imagen de nuestro país. En colombina S. A nos hemos comprometido desde nuestros inicios guiados por la innovación, mejoramiento continuo procurado además nuestro desarrollo de nuestros colaboradores, en fortalecimiento de los accionistas y trabajando en plena armonía con el medio ambiente.

Visión:

Ser una compañía global de alimentos que busca cautivar al consumidor a través de la innovación y el sabor de sus productos. Sustentada en una marca sombrilla fuerte, marcas

reconocidas y de alto valor percibido, comercializadas eficazmente para estar al alcance de todos. Comprometida con un esquema de sostenibilidad que involucra a todos sus Grupos de Interés.

Valores:

En Colombina promovemos y nos comprometemos con la aplicación de los siguientes valores, que caracterizan nuestras actuaciones, en procura de la excelencia:

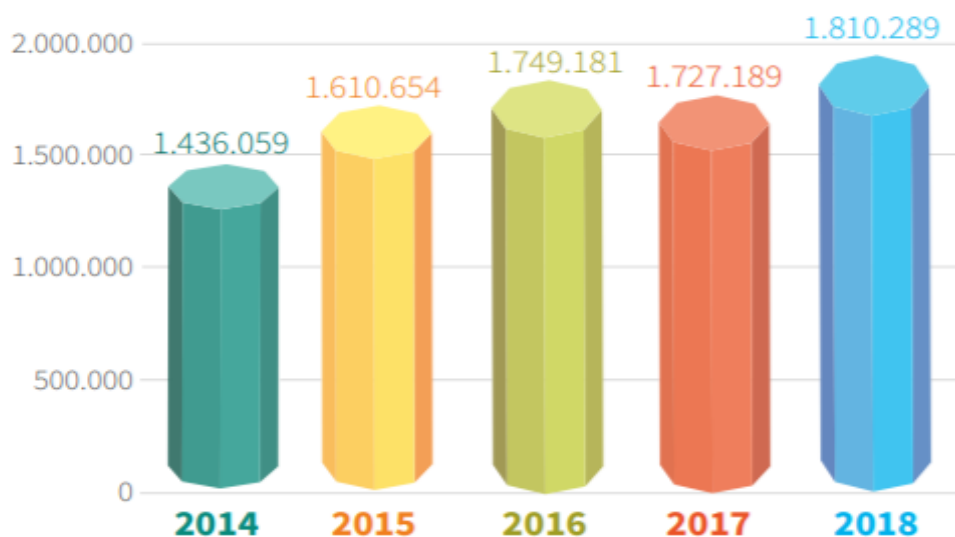
- Trabajo en equipo.
- Compromiso.
- Orientación al cliente.
- Respeto.
- Creatividad e innovación.

Ilustración 11. Información del emisor.

COLOMBINA S.A.				
Información del emisor				cerrar
		Cali http://www.colombina.com/ CR 1 24-56 P 5		8861971 8851811
Nemotécnico	COLOMBINA	Representante legal:	ALFREDO FERNANDEZ DE SOTO	
NIT:	890301884-5	Tipo emisión:		
Código:	COL	Capitalización bursátil:	391.159.619.832,24	
Sector:	Industrial	Fecha inscripción:	1987-12-15	
Otras sedes				cerrar
Ciudad	Dirección	Teléfono	Fax	E-mail
Cali	Carrera 1 24-56, Piso 2		8851811	
Cali	CR 1 24-56 P 5	8861971	8851811	
Contactos				Ver detalles

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

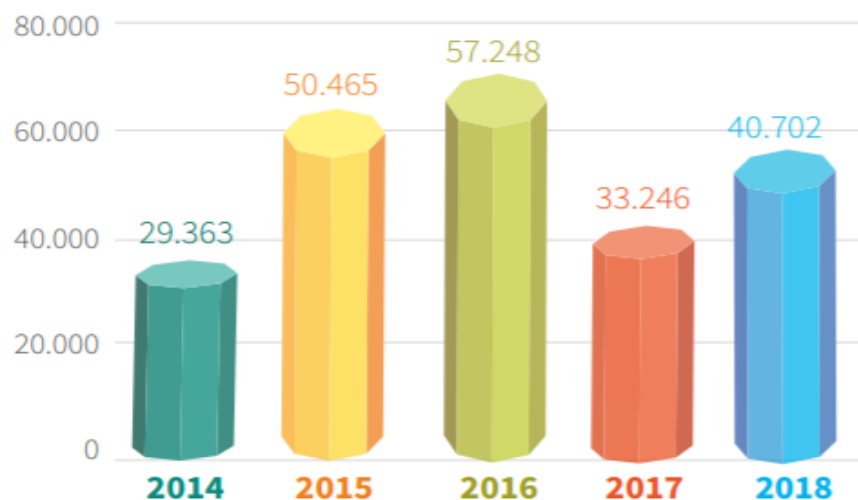
Ilustración 12. Evolución de las ventas.



Fuente: Superintendencia financiera.

Entre los años 2014 a 2018, las ventas de la compañía pasaron de \$1.436.059 millones de pesos a \$1.810.289 millones de pesos. Lo anterior, implica un crecimiento de la demanda del 26,04% para los cuatro años. Esta evolución positiva de las ventas le permitió crecer en el mercado nacional un 4%, alcanzando \$799.160 millones, mientras que en el mercado internacional el crecimiento fue del 6%, logrando \$504.000 millones. Esta tendencia positiva de los mercados se espera para el bienio siguiente, lo cual, permitirá a la compañía consolidar su estrategia de negocio global (ver imagen N°3).

Ilustración 13. Evolución de la utilidad.



Fuente: Superintendencia financiera.

Entre los años 2014 a 2018, la utilidad neta de la compañía pasó de \$29.363 millones de pesos a \$40.702 millones de pesos. Lo anterior, implica un crecimiento en el resultado operacional del 38,61% para los cuatro años. Si bien, la compañía obtuvo utilidades record en los años 2015 y 2017 en promedio por 50.000 millones, afrontó una reducción de las mismas para el año 2017 debido a externalidades de la industria y posteriormente, una consistente recuperación a cierre del año 2018. Estas cifras positivas, constituyen una clara muestra de su consolidación en el mercado e impacto positivo sobre la economía.

3.2.1.2. Familia SA:

Esta compañía fue creada con el propósito central de mejorar la vida de las personas. En 1958 Familia SA fue fundada en la ciudad de Medellín por John Gómez Restrepo y Mario Uribe. Inicialmente la Compañía se llamó URIGO y se dedicaba a la importación de papel higiénico de los EE.UU con la marca Waldorf, producida por la compañía Scott Paper Co.

A partir de esa fecha, se inició un proceso de crecimiento sostenido y desarrollo de nuevos productos enfocados en el sector aseo del hogar, comenzando con papel higiénico para luego diversificarse así:

- En 1970, Servilletas Familia.
- En 1970, Toallas de mano Pétalo y Familia.
- En 1970, Pañuelos faciales Pétalo y Familia.
- En 1975, Toallas femeninas Nosotras.
- En 1978, Toallas de cocina Scott Cocina, Pétalo Cocina y Familia Cocina.
- En 1982, Paños humedecidos Pequeñín.
- En 1992, Pañales desechables Pequeñín.

En el año 1992, se da la retirada de Scott Paper Co. del capital accionario de la compañía. A partir de ahí, Familia decidió dar comienzo a la nueva compañía cuyo nombre fue Productos Sancela, encargada de elaborar y comercializar la marca Nosotras, la cual a su vez trabaja en “Joint venture” con la corporación SCA. Con el nacimiento de esta nueva compañía se dio origen a la Planta de Rionegro, Antioquia.

Finalmente, con el crecimiento sustancial de Productos Sancela, se vio la necesidad operacional de abrir una nueva planta en Caloto en el Departamento de Cauca, para la elaboración de la línea de pañales Pequeñín. En ese orden, para continuar su proceso de decisiones estratégicas de diversificación e independencia corporativa, la campaña dio origen en 1997 a, Familia del Pacifico S.A. (ver ilustración 14).

Ilustración 14. Identidad Corporativa Familia SA.



Fuente: Pagina Web Familia.

Misión:

Generar bienestar y salud a través de soluciones de cuidado, higiene y aseo que construyen marcas líderes, creando valor para los grupos de interés.

Visión

Ser una organización líder en el mercado de productos para el aseo personal, el hogar y las empresas en general en Colombia y Latinoamérica. Comprometida en el desarrollo del país, a través de la utilización efectiva de la tecnología y protección al medio ambiente.

Principios Corporativos:

- Apasionados por servir
- Innovamos para ganar
- Juntos somos más
- Protegemos lo nuestro
- Superamos nuestras metas

Ilustración 15. Información del emisor.

PRODUCTOS FAMILIA S.A.			
Información del emisor			cerrar
		Medellín	
		 http://www.familia.com.co/	 (57 4) 3609500
		 Cra. 50 # 8 SUR - 117	 (57 4) 3609500
Nemotécnico	PRODUCTOSFAM	Representante legal:	ANDRES FELIPE GOMEZ SALAZAR
NIT:	890900161-9	Tipo emisión:	
Código:	PFA	Capitalización bursátil:	2.776.669.720.000
Sector:	Industrial	Fecha inscripción:	1982-07-13
Otras sedes			Ver detalles
Contactos			cerrar
Nombre	Teléfono	E-mail	
María Fernanda Alvarado	(57 4) 3609500	mariaav@familia.com.co	

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

3.2.1.3. Carvajal SA:

En 1904, alrededor de una rudimentaria y vieja imprenta, en una casa de un solo piso en la zona norte de Cali en la carrera 5 entre las calles 14 y 15, la familia Carvajal se reunía para construir las bases de lo que es hoy un conglomerado empresarial de 14 compañías con presencia en 17 países, ventas en todos los continentes y más de 15.000 empleados. En estos cien años de historia, Carvajal se destacó en distintos campos de la gerencia, como innovación, calidad, vocación internacional, manejo del talento humano, gerencia de una empresa familiar, estrategia y desarrollo tecnológico, entre otros. Estos logros no han sido fortuitos, sino el resultado del trabajo conjunto de cinco generaciones de empresarios con una cultura y valores en común. El primero de ellos,

Manuel Carvajal Valencia, payanés, educador y político, llegó a Cali en 1877 en busca de oportunidades.

A comienzos del siglo pasado, Cali -poco más que un pueblo sin servicios públicos y aislado del país- tenía apenas 5 barrios y 30.740 habitantes. Manuel Carvajal, a pesar de su juventud, había afrontado duras luchas en la milicia y la empresa. Luego de intentar en la producción de quina, tomó la decisión de su vida: apostarle al negocio de impresión cuando nadie pensaba en cosa distinta al comercio, la venta de tierras, la ganadería y el transporte por caminos de herradura. Por ello, compró la totalidad de una vieja imprenta que había adquirido años antes a José María Materón junto con unos socios. Era una apuesta arriesgada. Estaba en juego el futuro de su esposa Micaela Borrero y sus seis hijos. Alberto y Hernando, los mayores, tuvieron que suspender sus estudios durante la Guerra de los Mil Días para apoyar a su padre. En su compañía, Manuel Carvajal fundó el 29 de octubre de 1904 lo que se denominó Imprenta Comercial, el primer antecedente de Carvajal en Colombia.

Este mismo año, los Carvajal Borrero crearon el periódico El Día. Justo en su primera publicación, anunciaron la puesta en marcha de la Imprenta Comercial, que se encargaba de "toda clase de trabajos, libros, folletos, periódicos y hojas sueltas". El Día evidenciaba el perfil de los Carvajal, una familia que aportó al país desde el periodismo, la política, la milicia, la academia y la industria, desde cuando el primero de ellos llegó de España en el siglo XVIII, Domingo Carvajal Bernaldo de Quiros. En 1906, don Manuel Carvajal aprovechó las vacaciones de sus hijos y reunió a su familia. Allí, en presencia de todos, constituyó formalmente Carvajal y Cía., con un capital inicial de \$200.

La apuesta por el país

Las primeras cinco décadas en la historia de Carvajal fueron de consolidación en el mercado interno y sentaron las bases de sus operaciones en industria y comercio. El desarrollo de las comunicaciones en el Valle y el resto del país le permitió a Cali perfilarse como una de las ciudades de mayor influencia. Entonces, Carvajal & Cía. aprovechó para expandirse a municipios aledaños como Buga y Palmira. Es evidente cómo la ciudad y la empresa crecieron de la mano.

En este proceso, la familia supo responder a los cambios en el entorno. En 1912, Hernando y Alberto asumieron la presidencia de Carvajal & Cía., por la trágica muerte de su padre. Un ataque nervioso le llevó la vida defendiendo sus ideales ante un grupo de políticos liberales. Dos años más tarde, la Primera Guerra Mundial representó una oportunidad que los hermanos Carvajal Borrero supieron aprovechar. Carvajal & Cía. empezó a producir papeles rayados y otros artículos que antes se importaban. Este año también crearon un sistema de distribución propio y en 1920 montaron un almacén con la representación de la firma J.V. Mogollón & Cía., para distribuir productos importados. Desde entonces, Carvajal balanceó su actividad en comercio e industria, siendo fuerte en ambas.

Como muestra de una temprana vocación cosmopolita, en 1921, Hernando Carvajal viajó a Alemania e importó de este país la primera prensa litográfica de Carvajal & Cía., y luego en 1927 la primera prensa offset, con las cuales la empresa creció ampliamente. Este crecimiento se frenó al finalizar los años 20 con la Gran Depresión. Sin embargo, debido al buen manejo crediticio que había presentado durante largo tiempo, proveedores como la American Paper Exports Co. continuaron suministrándole materias primas. La compañía logró salir adelante y en 1934 trajo su

primera prensa offset de dos colores, evidencia de que en Carvajal siempre existió una preocupación por permanecer actualizada tecnológicamente.

En 1939 se dio un relevo generacional en la empresa. A los 23 años, Manuel Carvajal Sinisterra, primogénito de Hernando Carvajal, asumió la presidencia de la compañía junto a su tío Mario Carvajal Borrero. La infortunada muerte de su padre y el retiro de su tío Alberto motivaron el repentino cambio. El joven Carvajal Sinisterra, quien había ingresado a la empresa por la Gran Depresión económica, con el dolor de abandonar sus estudios, se enfrentaba al reto de su vida, al cual respondió con creces. Tan solo un año después de asumir la presidencia, compró un negocio llamado Papelería Bogotá, la primera inversión de Carvajal fuera de Cali. En 1946 se montó una sucursal en Medellín y en 1958 en Barranquilla. Con presencia en las cuatro ciudades más grandes del país, Carvajal & Cía. adquirió proyección nacional.

Manuel Carvajal Sinisterra

El aporte de Manuel Carvajal Sinisterra trascendió Carvajal. No solo fue el responsable de una etapa de gran crecimiento, sentó las bases de su internacionalización, consolidó sus valores y creó las empresas vertebrales del grupo. También fue fundamental para el país. Don Manuel era un filántropo que creía en Colombia. Fundó o participó en la fundación de instituciones como Ecopetrol, Fedesarrollo, la Andi y el Incolda, entre otros. Fue ministro en dos ocasiones, de Minas y Petróleos en la presidencia de Laureano Gómez y de Comunicaciones en la de Carlos Lleras Restrepo.

La capacidad innovadora de Manuel Carvajal le permitió crear empresas de trascendencia en las décadas del 50 y 60. En 1950 logró el primer negocio de formas continuas para Colseguros, antecedente de la división Formas Eficientes, hoy parte esencial de Fesa. En 1958 gestó el proyecto

de imprimir un directorio telefónico en prensa offset de dos hojas. Entonces fue el de Bogotá y, como tal, el primer directorio de Latinoamérica. Así nació Publicar, empresa sobre la que luego se basó la proyección internacional de Carvajal. Más tarde, adquirió las primeras rotativas para la producción masiva de publicaciones como libros y revistas. Esto le permitió crear en 1960 Editorial Norma.

En estos años, Carvajal marcó hitos para el desarrollo. En tiempos en que las empresas del país solo pensaban en crecer gracias a la protección, la empresa miró hacia afuera en una actitud visionaria. En 1961, Carvajal y Cía. invirtió en la Corporación Gráfica de Puerto Rico para hacer impresos allí. Tuvieron que pasar tres décadas para que otras empresas, empujadas por la apertura, siguieran su camino. También en 1961 aconteció el hecho más valioso de su historia. Después de una campaña humanitaria, liderada por Manuel Carvajal, como un gesto de agradecimiento con la comunidad, la familia Carvajal cedió el 40% de sus acciones a la Fundación Hernando Carvajal Borrero, luego Fundación Carvajal (1977). Desde entonces, la fundación ha sido la mayor accionista de la empresa y ha concentrado sus esfuerzos en mejorar las condiciones humanas de la población del distrito de Aguablanca, la zona con mayores necesidades de Cali. Sus evidentes logros hacen de esta fundación un ejemplo para el mundo.

En 1965, Manuel Carvajal detectó que la industria de la impresión del país poco atendía la demanda de documentos de alto valor comercial y, por ello, creó la División Valores. Dos años más tarde, identificó que el mercado de libros animados tenía grandes posibilidades, por lo cual creó Mancol, empresa que llegó a imprimir libros en 18 idiomas, exportar a 50 países y abarcó el 70% del mercado mundial de estos productos. La competencia asiática volvió poco rentable el negocio.

Manuel Carvajal murió en 1971, poco después de cumplir su sueño de realizar estudios superiores. En 1969 se graduó en negocios en MIT. En su reemplazo, llegó a la presidencia su hermano Jaime Carvajal Sinisterra. Hombre de evidente calidad humana, presidió Carvajal en los años 70. En su gestión se fortaleció la internacionalización de la compañía y el buen trato con la gente. Se crearon empresas como Offsetec (1973) en Ecuador, Musicar (1976) y Chimolsa (1978) en Chile, entre otras. Y, también, se cambió la estructura jurídica a sociedad anónima. Allí nació en 1976 Carvajal S.A. Luego, en 1979, Jaime Carvajal pasó a la dirección de la junta directiva y llegó a la presidencia Adolfo Carvajal Quelquejeu, quien había hecho carrera en Carvajal desde 1954 y fue el estratega que transformó la empresa en sus dos décadas en la presidencia.

El estratega

El legado de Adolfo Carvajal Quelquejeu para Carvajal y el país es comparable al de Manuel Carvajal Sinisterra. En lo social, promovió la Fundación Carvajal y otras organizaciones de beneficencia, participó en la fundación de Coldeportes, entre muchas otras obras. Al frente de Carvajal S.A., entre 1979 y 1999, revolucionó la compañía. Es recordado como uno de los líderes empresariales más destacados del país por su capacidad para plantear estrategias, diseñar estructuras organizacionales y responder a cambios en el entorno.

En los años 80, Carvajal creció en divisiones y empresas dentro y fuera del país. Fueron tiempos en que se formaron y diversificaron los grandes grupos de la actualidad. Allí, don Adolfo supo continuar la tradición de sus antecesores y creció concentrado en su mayor competencia: impresión y artes gráficas. Este patrón ha distinguido la evolución Carvajal, permanecer atada a su core business. Además de ello, involucró a la compañía en gestión de calidad. Fue la primera empresa del país en implementar círculos de calidad (1982), y distintas herramientas de gerencia

para involucrar al recurso humano. En lo financiero, como destaca un estudio de la Facultad de Administración de la Universidad de los Andes, supo crecer a partir de la reinversión de utilidades. Este ha sido el secreto de los Carvajal para permanecer vivos 100 años: invertir en la gente y ser cautos con el dinero.

La habilidad empresarial de don Adolfo se evidenció en su capacidad para responder ante cambios en el entorno. Un año después de la crisis financiera de 1982, Carvajal S.A. se reacomodó, creando la primera compañía cúpula conocida en el país: Carvajal Inversiones S.A. Y luego, ante la apertura, realizó la mayor transformación organizacional de su historia. En 1995, entendió que debía especializarse para enfrentar la competencia y apalancar la expansión internacional. Entonces, creó el holding con la cual pasó de más de 30 empresas y unidades de negocio, a nueve compañías fortalecidas, agrupadas por sectores y con autonomía administrativa. En su momento, Cargraphics, Sycom, Carpak, Editorial Norma, Musicar, Mepal, Fesa, Publicar y Bico Internacional. Esto fue años antes que los demás grupos se reacomodaran a finales de los 90. Adolfo Carvajal dejó la presidencia, para asumir la embajada de Francia en 1999. Dos años más tarde, murió en Cali a los 71 años de edad.

Cambio de paradigma

Hoy, Alfredo Carvajal tiene las riendas del grupo y hace honor a sus antecesores. Ex alcalde de Cali, hombre sosegado y gran estadista, es igualmente visionario en las exigencias de los tiempos modernos. Entendió que la autonomía en las empresas del grupo, fruto del holding de 1995, hacía que se perdieran economías de escala. Entonces creó GC2, rentable empresa de servicios compartidos. También ha entendido que debe permanecer ligado a su mayor core business, que ha evolucionado. El negocio de la impresión está cambiando, ya no se realiza en

forma centralizada ni requiere transporte físico, pues lo que se transportan son bits de información. Esto plantea un desafío gigantesco para cada una de las empresas del grupo. Por ello, ejemplos como IBC Solutions, la empresa más grande del país en B2B, e Integrar, en consultoría informática, demuestran que los Carvajal están ganando la batalla. Hacia el futuro, es deseable que los próximos presidentes de Carvajal mantengan la esencia del pasado, hombres con sentido social y conciencia de país, innovadores por naturaleza y gran capacidad de liderazgo.

CAPITULO 4 RESULTADOS

4.1. Creación de Valor De Las Empresas Caucanas.

Tabla 10. Cifras Financieras Colombina S.A.

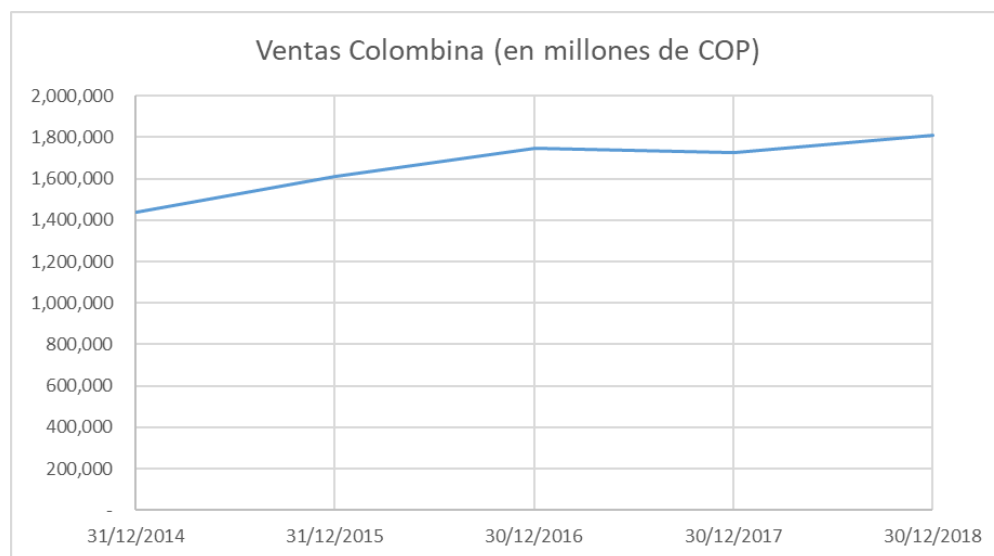
Colombina SA (En millones de COP)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Total Activos	1.136.743	1.320.437	1.416.316	1.427.253	1.517.261
Total Pasivos	848.564	1.015.925	1.179.764	1.218.557	1.298.813
Total Activos Corrientes	445.571	497.511	501.217	510.290	548.512
Total Pasivos no Corrientes	473.248	566.273	650.637	721.676	601.188
Total Pasivos	375.316	449.652	529.127	496.881	697.625
Utilidad Operativa	89.065	104.628	145.632	123.975	142.697
Tasa Efectiva de Impuesto	40%	2%	30%	29%	40%
Costo de Capital Promedio Ponderado	4,4%	5,1%	3,8%	3,7%	3,8%
Ingresos Totales	1.436.059	1.610.654	1.749.181	1.727.189	1.810.289
Activos Tangibles	1.115.675	1.298.176	1.345.786	1.342.633	1.431.838
Retorno de los Activos	2,2861	3,9654	4,1812	2,3348	2,7583
Retorno del Patrimonio	7,0345	19,3457	23,5039	15,1608	20,2549
Utilidad Neta	27.831	48.719	57.214	33.196	40.609
N° de Acciones en Circulación	398	398	398	398	388
Valor Economico Agregado	1.485	33.216	52.418	38.292	37.483

Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

Colombina S.A. es una compañía global de alimentos con sede en el Valle del Cauca y operaciones a nivel nacional, incluyendo el Departamento del Cauca, Colombia. Cuenta con más de 84 años de experiencia en la fabricación y comercialización de alimentos. Actualmente ofrece un amplio portafolio de productos en diferentes líneas: confitería, galletería, pastelería, salsas, conservas y helados. Adicionalmente realiza la distribución exclusiva de marcas tradicionales en Colombia como Café Buendía y Van Camp's. La Compañía exporta sus productos a más de 45 países de América, África, Asia y Europa. Es uno de los mayores empleadores del país con más de 6.500 colaboradores y un total aproximado de 9.500 personas en todo el mundo.

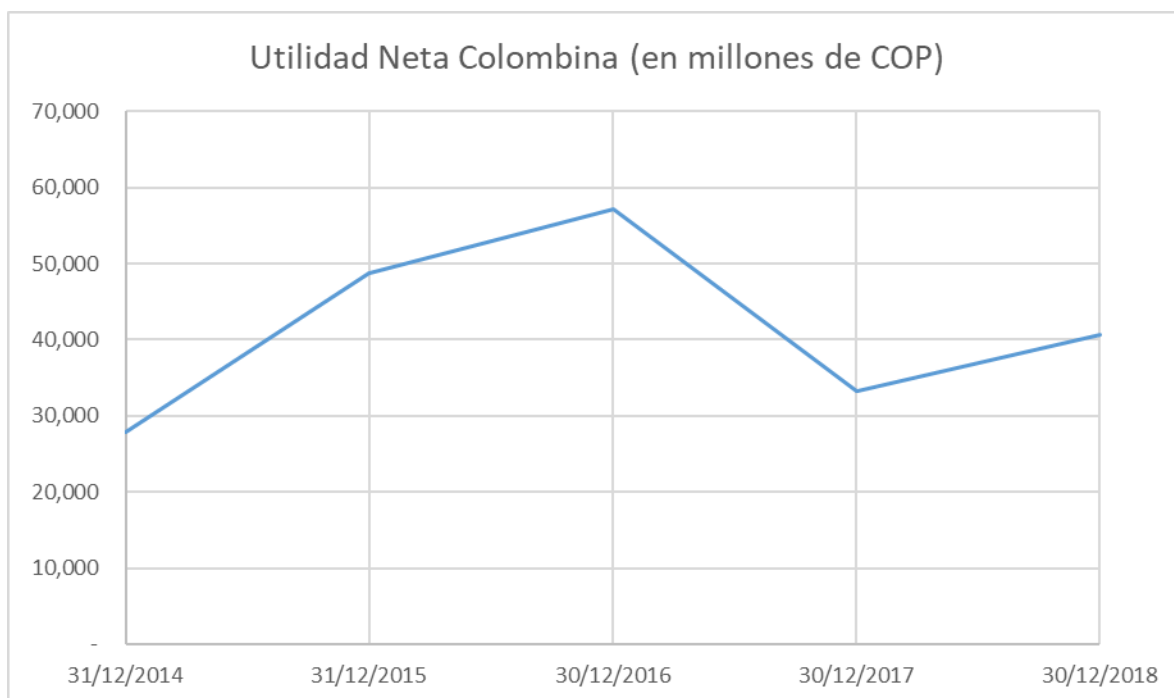
Las ventas de Colombina S.A. han evolucionado positivamente, siendo de \$1.436.059 millones en 2014, pasando a \$1.810.289 millones en 2018, lo que representa un crecimiento superior al 26% en los ingresos operacionales en los cinco años analizados. En términos de la creación de valor, se tiene que Colombina SA, es una de las compañías dentro del grupo objeto de estudio con un óptimo desempeño operacional. Inicia el periodo de estudio generando riqueza, siendo el EVA, positivo para los cuatro años con valores de \$1.485 millones en 2014 y \$37.483 millones en 2015, respectivamente. Lo anterior, se explica en razón a una evolución positiva de su utilidad operacional, un costo de capital bajo y que disminuye para los últimos tres años y unos activos operacionales consistentes a su negocio. De igual forma, el Retorno sobre el patrimonio, se incrementó del 7,03% en 2014 a 20,25% en 2018, lo que ratifica la solidez de su situación financiera y la maximización del valor para sus accionistas. (Ver ilustración 16, 17 y 18).

Ilustración 16. Ventas Colombina S.A.



Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

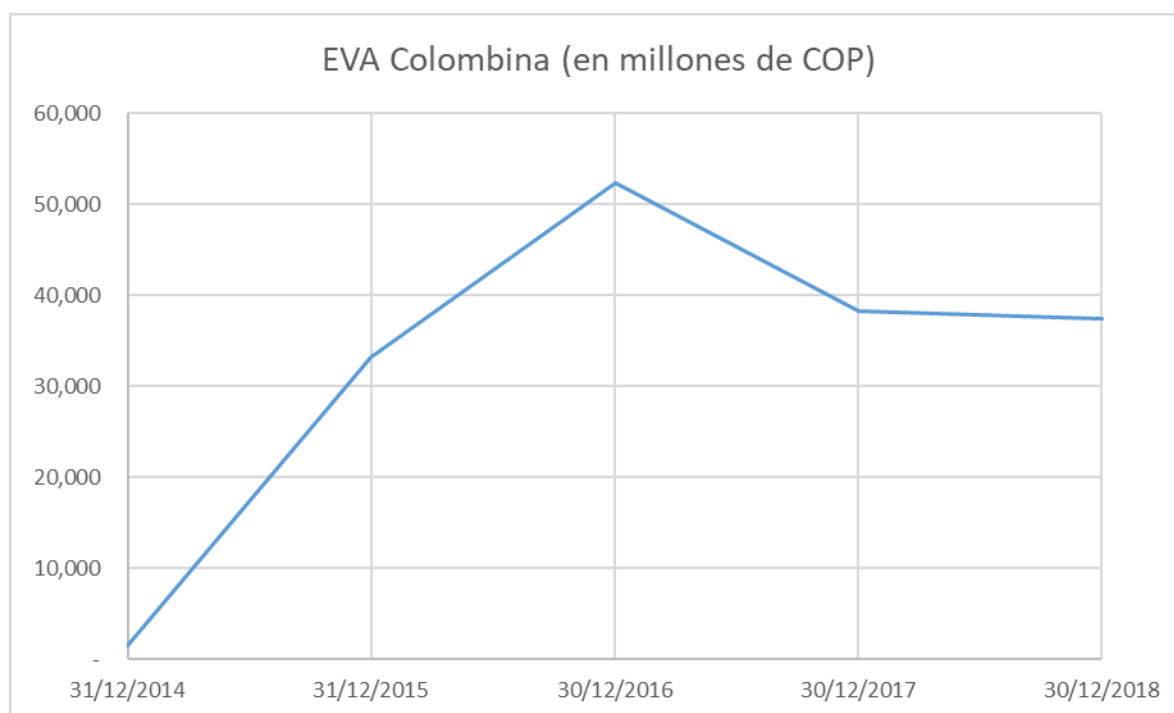
Ilustración 17. Utilidad Neta Colombina S.A.



Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

A cierre de 2018, la situación de Colombina S.A. es positiva, dado que vende y comercializa una exitosa gama de productos propios, cuenta con una amplia red de distribución, la cual cubre todo territorio nacional. También funciona como distribuidora exclusiva de los productos de pesca Van Camp's; y productos de la marca "Café Buen Día", producidos por la Federación Nacional de Cafeteros. Adicionalmente, ha realizado varias alianzas estratégicas con compañías de alimentos y bebidas, "Philips Morris" de Estados Unidos; y la empresa Boliviana productora de aceites refinados, "SAO". Finalmente, Colombiana inició la comercialización de los productos importados de la chocolatería americana Hershey's. Estas acciones le permiten a la compañía potenciar sus ingresos y creación de valor en el largo plazo (Ver tabla 10).

Ilustración 18. EVA Colombina S.A.



Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

Tabla 11. Cifras Financieras Familia S.A.

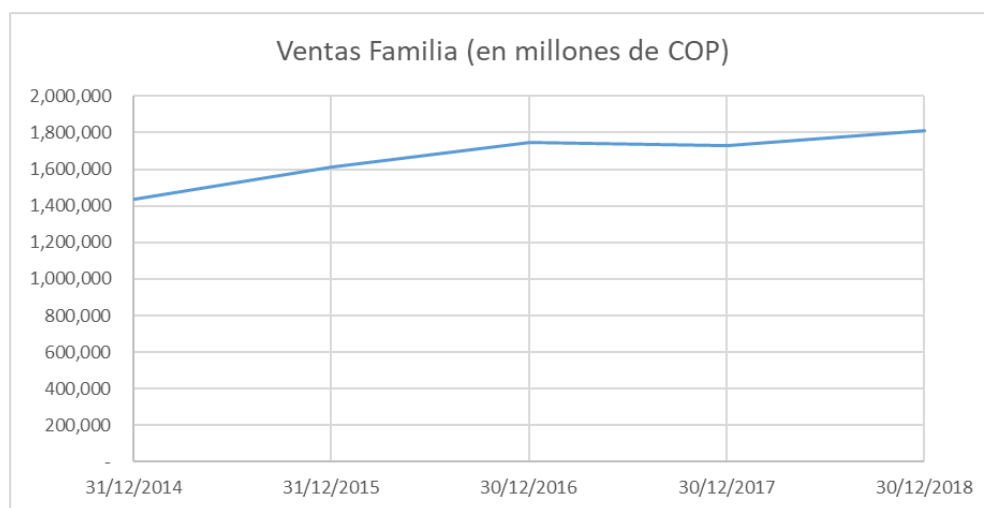
Familia SA (En millones de COP)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Total Activos	1.623.300	1.858.159	2.139.962	2.139.962	2.060.655
Total Pasivos	478.936	641.975	715.453	715.453	619.563
Total Activos Corrientes	646.314	778.540	986.895	986.895	932.326
Total Pasivos no Corrientes	108.611	242.781	238.523	238.523	219.326
Total Pasivos	370.325	399.194	476.930	476.930	400.237
Utilidad Operativa	208.781	238.674	272.182	272.182	206.334
Tasa Efectiva de Impuesto	22%	30%	26%	26%	36%
Costo de Capital Promedio Ponderado	20,7%	8,5%	8,8%	8,8%	9,6%
Ingresos Totales	1.746.567	1.755.044	2.107.831	2.107.831	2.297.593
Activos Tangibles	976.986	1.826.170	2.106.940	2.106.940	2.025.656
Retorno de los Activos	8,7%	9,2%	10,0%	10,0%	5,1%
Retorno del Patrimonio	12,5%	13,8%	15,5%	15,5%	7,6%
Utilidad Neta	138.031	159.640	199.547	199.547	106.158
Precio de la Accion	1100	1100	1100	2000	2000
N° de Acciones en Circulación	1.111	1.111	1.111	1.111	1.111
Valor Economico Agregado	- 96.383	- 20.126	- 28.184	- 28.184	- 113.466

Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

Familia SA, es un grupo empresarial con presencia en Suramérica y El Caribe. Su negocio principal está centrado en generar bienestar a través de soluciones de cuidado, higiene y aseo que construyen marcas líderes, creando valor para todos los grupos de interés y rentabilidad para los accionistas.

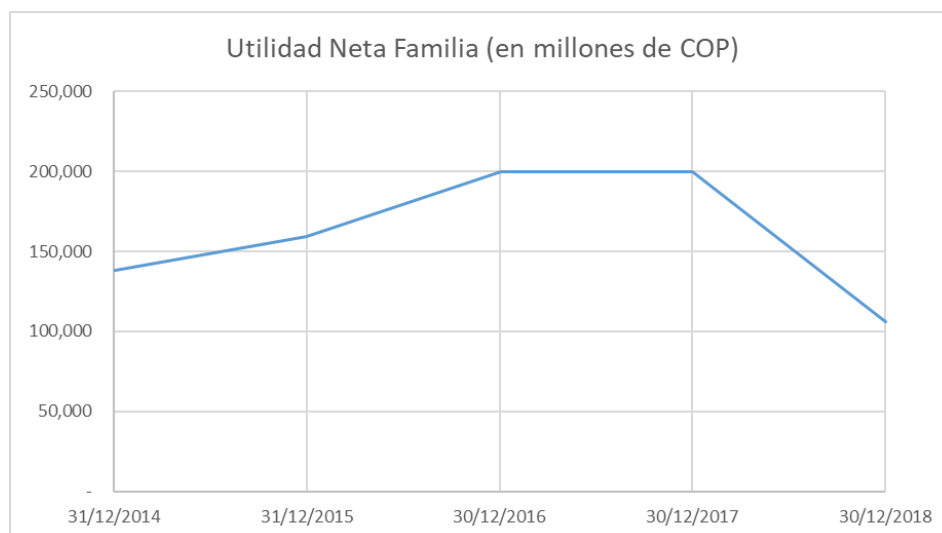
En cuanto a la creación de valor, se tiene que Familia SA, destruye riqueza para los cinco años del periodo de estudio, siendo el EVA de -\$96.383 millones en 2014 y de -\$113.466 en el 2018. Lo anterior, se explica en razón a una utilidad operacional insuficiente para el volumen de la operación con crecimientos muy bajos los últimos cinco años. De igual forma, los activos operacionales son altos y se incrementan sustancialmente entre los años 2014 y 2018, pasando de \$1.623.300 millones a \$2.060.655, representando un crecimiento del 26,9%. Sin embargo, en términos contables, la utilidad neta es positiva, pasando de \$138.031 en 2014 a 106.158 en 2018. Con relación al retorno de los accionistas, este fue de 12,5% en 2014 y paso al 7,6% en 2018. (ver gráficos 19, 20 y 21).

Ilustración 19. Ventas Familia S.A.



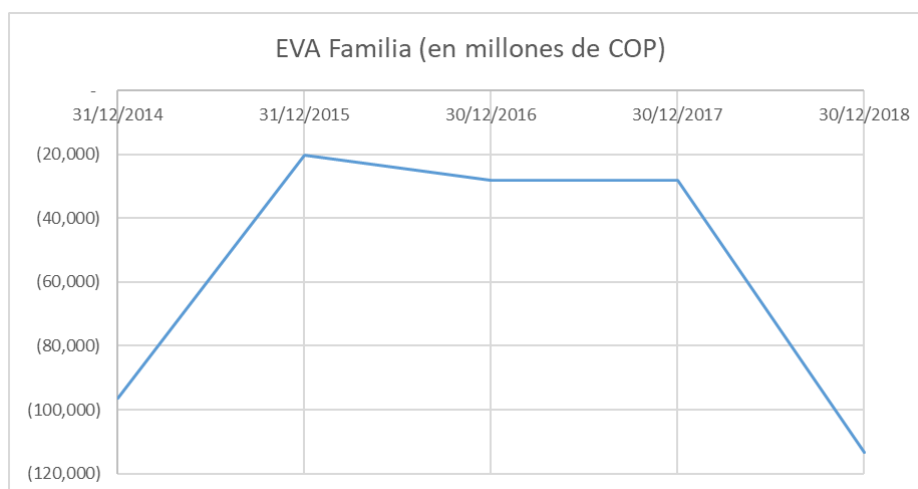
Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

Ilustración 20. Utilidad Neta Familia S.A.



Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

Ilustración 21. EVA Familia S.A.



Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

A finales de 2018, Familia S.A., anunció la adquisición del 100% de la participación de su filial Sancela Perú y de su sucursal en Bolivia, con la que dio continuidad a su plan de expansión en América Latina y el Caribe. De acuerdo con la firma, la operación tuvo un valor de USD37 millones de dólares y es la tercera negociación en los últimos meses, después de la compra de las

empresas Continental de Negocios en República Dominicana y de Inpaecsa en Ecuador. Estas movidas corporativas constituyen una decisión estratégica que se suma a la consolidación internacional en la región que busca fortalecer la presencia en los mercados e integrar nuevas categorías en términos de ventas, convirtiendo a Perú en el tercer país más relevante para Grupo Familia en la región después de Colombia y Ecuador.

Tabla 12. Cifras Financieras Carvajal Empaques S.A.

Carvajal Empaques SA (En millones de COP)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Total Activos	1.014.674	1.146.927	1.188.806	1.293.905	1.355.583
Total Pasivos	709.959	753.632	766.139	833.249	891.217
Total Activos Corrientes	362.813	446.559	459.330	506.974	546.253
Total Pasivos no Corrientes	434.397	411.843	368.584	389.224	390.715
Total Pasivos	275.562	341.789	397.555	444.025	500.502
Utilidad Operativa	48.468	123.651	170.366	127.274	64.097
Tasa Efectiva de Impuesto	44%	44%	30%	39%	39%
Costo de Capital Promedio Ponderado	2,6%	2,4%	3,7%	3,9%	3,9%
Ingresos Totales	906.707	1.162.065	1.298.094	1.312.135	1.416.256
Activos Tangibles	859.115	991.633	1.034.000	1.139.154	1.192.913
Retorno de los Activos	-0,76%	4,14%	8,36%	3,91%	-0,42%
Retorno del Patrimonio	-2,32%	13,50%	25,07%	11,46%	-1,22%
Utilidad Neta	- 7.442	44.748	97.583	48.494	- 5.682
Last Price	2.460	1.860	4.805	5.300	5.300
Shares Outstanding	108	108	108	108	108
Valor Economico Agregado	2.723	43.185	79.009	30.288	- 9.476

Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

Carvajal Empaques, con sede en el Departamento del Cauca, es una compañía que se especializa en diseñar, producir y distribuir soluciones de embalaje personalizadas e innovadoras para satisfacer las necesidades del mercado de productos desechables, así como las del mercado industrial. Sus ingresos operacionales pasaron de \$906.707 millones en 2014 a \$1.416.256 millones en 2018, con un crecimiento del 44,81% para los últimos cuatro años.

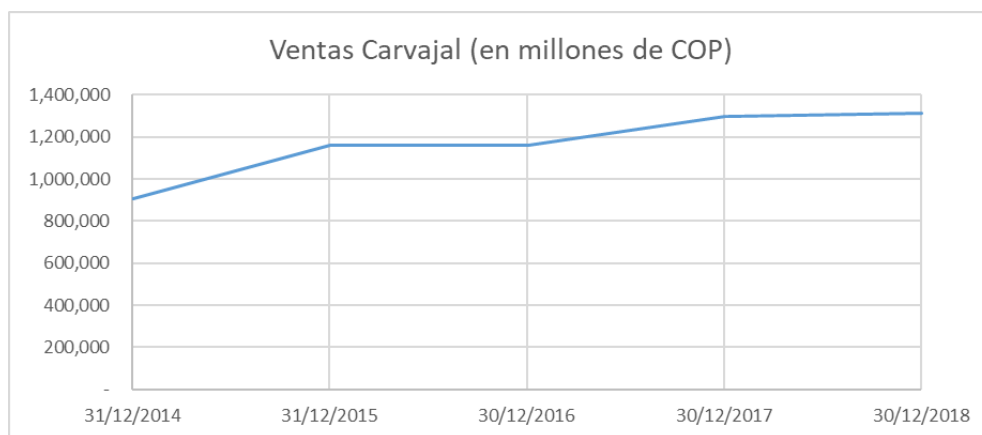
En términos del desempeño financiero, el año 2014, no fue positivo. La utilidad neta fue negativa por -\$7.442 millones, el retorno sobre los activos en el mismo año fue de -0,76% y el

retorno del patrimonio de -2,32%. Estos resultados negativos se debieron en gran parte a la exposición a la industria gráfica dada la contracción acelerada que ésta ha presentado como resultado de la migración de las formas impresas hacia el negocio digital. Esto se refleja en la menor participación que esta actividad tuvo en 2014 en los ingresos consolidados en comparación con 2013 (37,2% versus 52,6%). Esta disminución es producto de la desinversión que la compañía realizó en junio de 2014 en el negocio de directorios (que generaba 12,8% de los ingresos consolidados a 2013 y era administrado por Carvajal Información), del fortalecimiento de la operación de los negocios de empaques y de servicios tecnológicos y de las actividades de rentabilización que desarrolló en las subsidiarias asociadas a la industria gráfica.

Para el año 2015, la utilidad paso a ser de \$44.748 millones y termino en \$48.494 millones en 2018. Lo anterior en razón a que el negocio de empaques presentó resultados sobresalientes de manera que sus ingresos tuvieron el crecimiento más alto de su historia reciente (23,8% comparado con 3,1% en 2013 y 9,4% en 2014) y, en consecuencia, su participación en el total de ventas de la organización aumentó a 38,1% de 27,8% registrado en 2014. Este comportamiento está fundamentado en el crecimiento a doble dígito logrado por Carvajal S.A. en todos los países donde tiene operación productiva y obedece principalmente al mayor dinamismo de la economía y de la demanda interna, la normalización de los precios de mercado luego de la tendencia bajista observada en 2013, la focalización de la estrategia comercial hacia clientes más rentables y el logro de costos de producción más competitivos como resultado de las actividades de eficiencia operacional desarrolladas en Colombia y México. En Colombia también fue importante la expansión de la planta de Tocancipá, de su red de distribución y de su fuerza de ventas y las mejoras efectuadas en los niveles de disponibilidad y calidad de los productos.

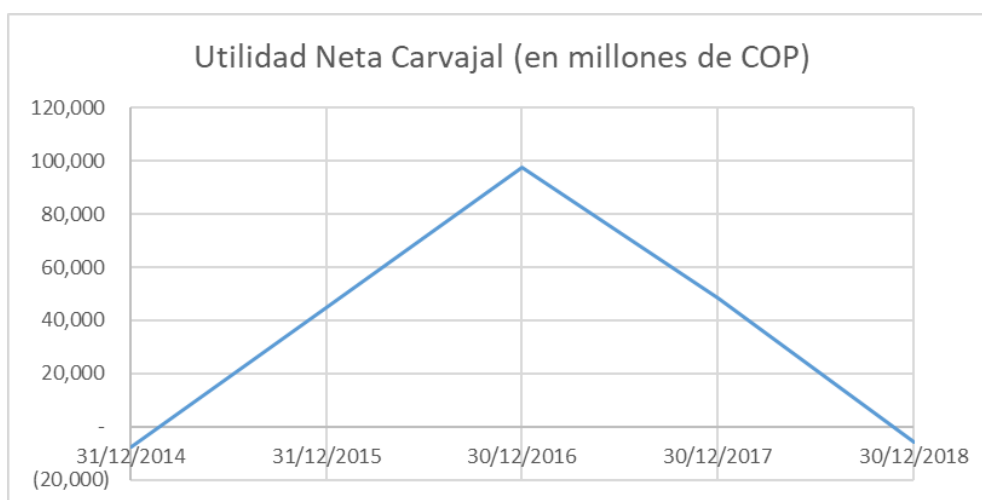
Analizando la creación de valor, se tiene que Carvajal Empaques SA, inicia el periodo de estudio generando riqueza pese a su utilidad neta negativa, siendo el EVA por valor de \$2.723 millones. De ahí en adelante, el EVA continua positivo y creciente en los años posteriores generando valor hasta el año 2018, fecha en la que cierra en \$30.288 millones, lo anterior, gracias a una utilidad operacional creciente y un costo de capital competitivo por debajo del 4%. (ver gráficos N°22, 23 y 24).

Ilustración 22. Ventas Carvajal S.A.

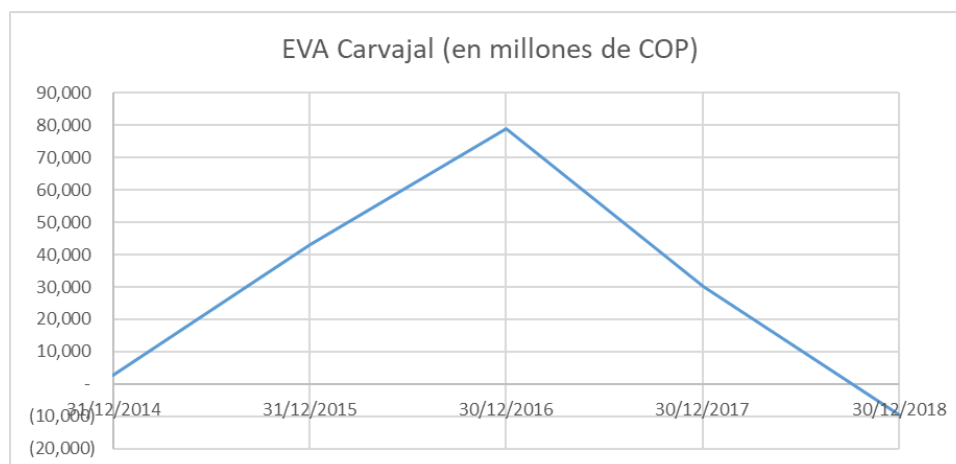


Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

Ilustración 23. Utilidad Neta Carvajal S.A.



Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

Ilustración 24. EVA Carvajal S.A.

Fuente: Elaboración propia; Datos: Bloomberg P.S.

Estos últimos años han sido complejos para Carvajal Empaques quien mantiene un core business que ha evolucionado sustancialmente los últimos años. El negocio de la impresión está cambiando rápidamente, ya no se realiza en forma centralizada ni requiere transporte físico, puesto que los negocios evolucionan a entornos basados en información digital. Esto plantea un desafío gigantesco para la compañía, la cual, debe en los próximos años innovar y diversificarse a nuevos nichos de mercado.

CAPITULO 5 CONCLUSIONES

La globalización de las economías ha afectado notoriamente las operaciones y el funcionamiento de las empresas a nivel mundial, generando una alta competencia y mayores restricciones para la obtención del flujo de caja y los retornos positivos requeridos por los accionistas. En ese sentido, las compañías deben demostrar que son alternativas viables y que pueden satisfacer las expectativas de los propietarios o inversionistas. Al respecto, los gerentes y directivos deben implementar objetivos que permitan alcanzar el éxito empresarial y a su vez, que los mercados recompensen dicho esfuerzo, viéndose reflejado en el precio de la acción y por ende, en el valor de mercado. Por tal razón, resulta importante, el hecho de que las empresas implementen una estrategia orientada a la creación de valor, acompañada de un completo y objetivo sistema de información que permita hacer seguimiento a la evolución financiera de la empresa y su desempeño en el mercado a través del tiempo.

Los indicadores de creación de valor (EVA), constituyen una valiosa herramienta gerencial para medir y analizar el desempeño financiero global de las empresas, brindando una perspectiva mucho más amplia del modelo de negocio de cada compañía, más allá de la tradicional utilidad o pérdida contable, ya que ofrece alternativas para detectar posibles problemas operativos (activos corrientes, pasivos corrientes, activos fijos) y/o de estructura de capital (Pasivo de largo plazo, WACC, Beta) y además, vincula el punto de vista de los inversionistas y el mercado (Precio de la acción).

Las empresas con mayor creación de valor en el período analizado (2014 al 2018) fueron: Carvajal Empaques S.A. con un EVA promedio de \$39.728 millones y una variación del 10,24% anual. En segundo lugar, se encuentra Nutresa S.A. con un EVA promedio de \$32.579 millones y

una variación del 6,1%. Los anteriores resultados se explican en parte por el crecimiento sostenido de las ventas, los altos niveles de utilidad operacional presentados y por el bajo Costo de Capital Promedio Ponderado obtenido en el mercado. La única empresa que destruyó valor en el período 2014 – 2018 fue Familia S.A., lo anterior, se explica en razón a su alto costo de financiación, elevado volumen de inversión en activos fijos para soportar las operaciones en contraste con un bajo nivel de utilidad operacional.

La mayoría de las regiones del país hoy apuestan estratégicamente por la competitividad, por tal motivo, las empresas caucanas, ya sean de naturaleza privada o pública se deben articular de manera activa a la sociedad creando un ambiente económico y social viable de desarrollo a través del tiempo. En este sentido, la industria del norte del departamento ha sido muy representativa, logrando desarrollar articulaciones valiosas entre distintos sectores productivos regionales. Adicionalmente, es claro que, en los últimos años este sector ha ido ganado terreno en cuanto a participación en el PIB del Cauca, al aumento de las inversiones en la región y sin lugar a dudas, en la generación de empleo. Sin embargo, su dinámica de crecimiento es volátil, es decir, existe un crecimiento alternado.

Como fuente para la realización de investigaciones futuras, es pertinente ahondar en el desarrollo de metodologías para el cálculo del costo de capital (WACC) en Colombia (mercado emergente) enfatizando en el estudio del riesgo sistemático y la prima de riesgo del mercado, así como también vincular el estudio de otros factores que influyen en la creación de valor en las empresas privadas como: el tamaño, la concentración de la propiedad, la estructura de capital, el nivel de experiencia y preparación de la gerencia, la estrategia de negocios, los problemas de agencias, el nivel de productividad, y el avance tecnológico, entre otros.

BIBLIOGRAFIA

- Copeland, T. Koller, T. & Murrin, J. (2000) "Valuation, measuring and managing the value of companies" 3rd edition. New York: McKinsey & Company, John Wiley & Sons.
- Cuevas, C. (2001). Medición Del Desempeño: Retorno Sobre Inversión, ROI; Ingreso Residual, IR; Valor Económico Agregado, EVA; Análisis Comparado. Estudios Gerenciales, Cali: Universidad ICESI.
- Cunha, D. R., & Frezatti, F. (2002). Gestão baseada em valor: uma pesquisa no setor hoteleiro do Rio Grande do Norte. Revista Eletrônica de Administração, 10(4).
- García, O. (2003). Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Medellín: Digital Express.
- González, C., Crístofer, J., & Zapata Ramírez, A. F. (2012). Modelo de gerencia basada en el valor para la Caja de Compensación Familiar de Caldas, Confamiliares
- Knight, James (1998). Value Based Management: developing a systematic approach to create shareholder value. New York: McGraw-Hill.
- Koller, Timothy (1994). "What is value-based management?". En The McKinsey Quarterly. Number 3. 87 – 101.
- Koller, T., & Mateache, P. (1997). Impacto y puesta en marcha de una gestión basada en el valor (VBM). Boletín de Estudios Económicos, 52, 409.
- Lubián, F. J. L. (1999). La dirección de negocios orientada a la creación de valor. Harvard Deusto Business Review, 89, 68-77.

Madden, B. (1999) "CFROI Valuation, a total system approach to valuing the firm" Oxford: Butterworth – Heinemann.

Pérez, M. (2010). Analysis of the Value of Informative Companies. Palabra Clave - Revista de Comunicación, 13(1), pp.47-58.

Rappaport, Alfred (1981). "Selecting strategies that create shareholder value". Harvard Business Review May - June (139 - 141).

Sharman, Paul (1999). "Value Based Management". En Focus Magazine. Issue 1. December.

Stewart, G (1999) "The quest for value, the EVA management guide. Harperbusiness Publisher

Vélez, I. (2001). Decisiones de inversión. Bogotá: Centro Editorial Javeriano, pp.323-358.

Vera-Colina, M. A. (2000). "Gerencia basada en valor y gerencia financiera" Tendencias, 1(2), 1.

_____ (2000). "EVA y CVA como medidas de la creación de valor en un negocio una introducción". Tendencias, 1(1), 11.

_____ (2006). "Gerencia Basada en Valor: la inclusión del costo financiero como un costo de oportunidad". Actualidad Contable Faces, 9(13).

Victoria-Mas, M. & Lacasa-Mas, I. (2015). Gestión del valor de marca en las empresas de prensa. El caso de La vanguardia. EPI, 24(4), p.405.

Weissenrieder, F. (1997) "Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added" Gothenburg University y FWC AB Suecia.