

DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS GRANDES EMPRESAS DEL SECTOR CUERO, CALZADO Y MARROQUINERÍA EN COLOMBIA *

Jorge Alberto Rivera Godoy**

Enlace ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-2319-1674>

Fecha de Recepción: 1 de junio 2017
Fecha de Aprobación: 20 de Julio 2017

Resumen:

Se tiene como propósito evaluar el desempeño financiero del sector de las grandes empresas de cuero, calzado y marroquinería en Colombia en el período 2010-2016, siguiendo como método el análisis estático y de tendencias de los indicadores contables y del valor económico agregado (*EVA*) que den cuenta de su crecimiento, eficiencia, eficacia y efectividad (Wild, Subramanyam & Hasley, 2007 y Stewart, 2000). Se encuentra que este sector ha crecido y generado rentabilidades contables, sin embargo ha destruido *EVA*, en contraste con sectores homólogos en Estados Unidos de América y países emergentes donde se ha creado *EVA*. El estudio podría complementarse para poblaciones de empresas de diferentes edades y tamaños de este sector.

Palabras Clave: indicadores financieros de eficiencia, efectividad y eficacia; desempeño financiero; valor económico agregado (*EVA*); valor de mercado agregado; sector cuero, calzado y marroquinería.

* Artículo de investigación científica y tecnológica, resultado de un estudio realizado en el 2017 dentro de la línea de investigación de Evaluación del desempeño financiero de empresas del sector real en Colombia, que adelanta el Grupo de Investigación en Generación de Valor Económico de la Universidad del Valle (categoría C de Colciencias).

** Doctor Distinguido "Cum Laude" en Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Autónoma de Madrid. Profesor titular, Facultad de Ciencias de Administración, Universidad del Valle, Cali, Colombia. Correo electrónico: jorge.rivera@correounivalle.edu.co

FINANCIAL PERFORMANCE OF THE LARGE COMPANIES OF THE LEATHER, SHOE AND LEATHER SECTOR IN COLOMBIA

Abstract

Its purpose is to evaluate the financial performance of the sector of large leather, shoe and leather goods companies in Colombia in the period 2010-2016, following as a method the static and trend analysis of accounting indicators and economic value added (EVA) that account for their growth, efficiency, efficacy and effectiveness (Wild, Subramanyam & Hasley, 2007 and Stewart, 2000). It is found that this sector has grown and generated accounting returns, however it has destroyed EVA, in contrast to counterparts in the United States of America and emerging countries where EVA has been created. The study could be complemented for populations of companies of different ages and sizes in this sector.

Keywords: financial indicators of efficiency, efficacy and effectiveness; financial performance; economic value added (EVA), market value added; leather, shoe and leather goods sector

DESEMPENHO FINANCEIRO DAS GRANDES EMPRESAS DO SETOR INDUSTRIAL DE COURO, CALÇADO E MARROQUIA NA COLÔMBIA

Resumo

Seu objetivo é avaliar o desempenho financeiro do setor de grandes empresas de couros, calçados e artigos de couro na Colômbia no período 2010-2016, seguindo como método a análise estática e de tendências de indicadores contábeis e de valor econômico agregado (EVA) que respondem pelo seu crescimento, eficiência, eficácia e eficácia (Wild, Subramanyam & Hasley, 2007 e Stewart, 2000). Verifica-se que este setor cresceu e gerou retornos contábeis, no entanto, destruiu o EVA, em contraste com contrapartes nos Estados Unidos da América e países emergentes onde o EVA foi criado. O estudo poderia ser complementado por populações de empresas de diferentes idades e tamanhos neste setor.

Palavras chave: indicadores financeiros de eficiência, eficácia e efetividade; desempenho financeiro; valor econômico adicionado (EVA); valor agregado de mercado; setor de couro, calçados e artigos de couro.

1. INTRODUCCIÓN:

Uno de los subsectores más dinámicos de la industria colombiana es el de cuero, calzado y marroquinería dado su potencial de crecimiento, creatividad y gran competencia, principalmente en aquellas de mayor tamaño; esta industria hace parte del Programa de Transformación Productiva del Ministerio de Comercio Industria y Turismo (2017), que buscan promover su productividad y competitividad. Sin embargo, es poco lo que se sabe de su efectividad financiera y si es creador de valor económico, que son fundamentales para estimar su competitividad financiera en el contexto internacional. En este artículo se presenta una síntesis del análisis financiero que se realiza para las grandes empresas de esta industria el período 2010-2016, donde se evalúa el crecimiento, la eficacia en la utilización de los activos, la eficiencia en el control de costos y gastos, y la efectividad como resultado de la integración de la eficiencia y eficacia, como, también el valor económico agregado generado en cada uno de los años y el valor de mercado agregado en el septenio.

Los resultados de este trabajo de investigación muestran que las ventas y los activos crecieron año tras año, excepto para el año 2015; se logran rentabilidades contables que obedecen en orden de jerarquía al margen de utilidad, al apalancamiento financiero y a la rotación de activos.

No obstante, se observa que destruye EVA de manera cambiante en cada uno de los años, dejando como saldo un valor de mercado agregado (VMA) negativo en el septenio. Esto sucede porque en estos años el rendimiento después de impuestos del activo neto operacional fue inferior al costo de capital, y además por el aumento del activo neto operacional en cinco de los siete años estudiados, que contribuye a deteriorar el valor económico agregado. Estos hallazgos son contrastados con los sectores de calzado de Estados Unidos de América (EUA) y de los países de economías emergentes.

El contenido del artículo se presenta así: primero, se plantea la metodología seleccionando y definiendo los indicadores financieros apropiados para este estudio; segundo, se muestran los resultados financieros en EUA y en países emergentes que sirven de marco de referencia; tercero, se

analizan los indicadores que evalúan el desempeño financiero de este sector en el septenio; cuarto, se comparan y analizan estos resultados, y finalmente se concluye sobre los principales hallazgos de esta investigación.

2. METODOLOGÍA:

Se sigue como método el análisis estático y de tendencias de indicadores contables y de gestión del valor que están más directamente relacionados con la evaluación del desempeño financiero de empresas de un sector económico.

Los indicadores contables seleccionados son los de crecimiento, rotación de activos, márgenes de utilidad operacional después de impuestos y neta, rendimiento sobre activos, ROA, y rendimiento sobre patrimonio, ROE, mientras que los indicadores de gestión del valor escogidos son el valor económico agregado y el valor de mercado agregado.

- Los indicadores de crecimiento miden el progreso del sector en relación con las ventas, activos y utilidad neta.
- La rotación de activos mide la intensidad con que las empresas utilizan sus activos para generar ventas (Wild, Subramanyam & Hasley, 2007, p. 432); es decir, mide la eficiencia en el uso de los activos.
- Los márgenes de utilidad permiten medir el efecto que tiene los costos y gastos de las empresas sobre la utilidad (Rivera, 2004, p. 37); en otros términos mide la eficacia en el control de costos y gastos.
- Los indicadores ROA y ROE miden respectivamente los beneficios que recibe la empresa y sus propietarios por la inversión realizada; con los que se determina la efectividad de la organización para generar utilidades a sus inversores y dueños. En el sistema Dupont se establece que el ROA es el producto de la rotación de activos y del margen de utilidad operacional; mientras que con el sistema Dupont ampliado, el ROE es el producto de la rotación de activos, el margen de utilidad neta y el apalancamiento

Jorge Alberto Rivera Godoy

financiero¹ (Ross, Westerfield & Jordan, 2014, pp. 62-63; Rivera, 2004, pp. 38, 52).

El EVA es la utilidad residual resultante de restar de la utilidad operacional después de impuestos un cargo por la utilización del capital (Stewart, 2000, p. 164), tal como se expresa en la ecuación (1):

$$EVA_t = UODI_t - \text{Cargo de capital}_t, \quad (1)$$

donde $UODI_t$ es la utilidad después de impuestos en el período t , y el cargo de capital en el período t es igual a:

$$\text{Cargo de capital}_t = (ANO_{t-1})(Ko_t), \quad (2)$$

siendo ANO_{t-1} el activo neto operacional poseído al principio del período. La variable ANO_{t-1} es la sumatoria del capital de trabajo neto operativo $KTNO_{t-1}$ y del activo fijo neto operacional $AFNO_{t-1}$:

$$ANO_{t-1} = KTNO_{t-1} + AFNO_{t-1}, \quad (3)$$

El $KTNO_{t-1}$ es la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes sin costo explícito. El $AFNO_{t-1}$ resulta de restar a los activos fijos operacionales, su depreciación. El Ko_t es el costo de capital del período t ; según Modigliani & Miller (1963, p. 441) se calcula así:

$$Ko_t = Ke(1 - L) + Ki(1 - t)L, \quad (4)$$

Donde Ke es el costo del capital propio o costo de oportunidad². L es el nivel de endeudamiento que resulta de dividir la deuda con costo explícito entre el activo neto operacional ANO . Ki es el costo de la deuda, pero dado que los intereses son deducibles de la base gravable de la empresa, el costo de la deuda después de impuestos queda expresado como $Ki(1 - t)$; la t representa la tasa de impuestos de la empresa.

Stewart (2000, p. 163) presenta una segunda forma de calcular el EVA que se presenta a continuación:

$$EVA = (ANO_{t-1}) [(UAII_t) (1 - t) / (ANO_{t-1}) - (Ko_t)] \quad (5)$$

donde $(UAII_t)(1 - t)/ANO_{t-1}$ es el rendimiento después de impuestos del activo neto operacional, y $(UAII_t)(1 - t)$ es la utilidad operacional después de impuestos ($UODI_t$). A la diferencia entre el rendimiento después de impuestos del activo neto operacional ANO y el costo de capital medio ponderado Ko_t , se le conoce como el porcentaje de utilidad o pérdida residual.

Al traer a valor presente el EVA de varios años, se obtiene el valor de mercado agregado VMA del período evaluado; que se puede expresar de la siguiente forma:

$$VMA = \sum_{j=1}^{j=n} EVA_j / (1 + Ko_j)^j \quad (6)$$

3. MARCO REFERENCIAL:

De la información extraída de Damodaran (2017) de un promedio de quince empresas del sector calzado de los Estados Unidos de América, se calculan los indicadores de desempeño financiero presentados en la Tabla 1.

¹ Apalancamiento financiero = activo total bruto promedio / patrimonio promedio.

² Para determinar Ke se seguirá la metodología del CAPM de Pure Play explicada por Rivera & Alarcón (2012, pp. 89-90), dado que las empresas que conforman este sector no cotizan en la bolsa de valores.

Tabla 1.

Indicadores Promedio del Sector Calzado en Estados

Indicador	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
EVA (MMUS\$)	1.418	1.811	1.002	2.625	2.689	2.990	3.169	2.243
UODI (MMUS\$)	2.236	2.738	2.034	3.632	3.885	4.313	4.579	3.345
Cargo de capital (MMUS\$)	819	927	1.031	1.007	1.196	1.323	1.409	1.102
a. Inductores del cargo de capital								
ANO (MMUS\$)	8.689	9.990	11.518	14.463	17.941	19.248	20.682	41.136
Ko (%)	9,4	9,3	9,0	7,0	6,7	6,9	6,8	7,9
b. Inductores de la UODI								
UAII (MMUS\$)	2.962	3.617	2.539	4.530	4.865	5.267	5.353	3.063
Impuestos (MMUS\$)	726	879	505	898	980	954	775	817
c. Inductores del Ko								
Ke (%)	9,5	9,4	9,1	7,2	7,0	7,2	7,3	8,1
Ki (%)	4,8	3,4	2,8	5,0	3,2	3,5	3,5	3,7
L (%)	1,7	2,1	1,9	7,3	6,8	6,4	9,3	5,1
t (%)	24,5	24,3	19,9	19,8	20,2	18,1	14,5	20,2
d. Rendimiento								
UODI/ANO (%)	25,7	27,4	17,7	25,1	21,7	22,4	22,1	23,2
ROE (%)	15,5	18,6	18,0	24,3	24,1	26,0	24,9	21,6
e. Valor del mercado agregado								
VMA a 1-1-2010 (MMUS\$)	11.017							
No. de empresas	18	19	17	14	13	11	10	15

Fuente: *Elaboración propia con base en Rivera & Duque (2018, p.8).*

Nota: MMUS\$ denota cifras monetarias en millones de dólares.

El comportamiento del EVA de este sector obedece a dos inductores: el cargo de capital y la UODI. En la industria de calzado en EUA se observa un incremento en la inversión de sus ANO en cada uno de los años, pasando de \$ 8.689 MMUS en el 2010 a \$ 20.682 MMUS en el 2016, lo que representa un aumento del 138,0%; mientras que el Ko de capital disminuye paulatinamente, con un ligero quiebre de esta tendencia en el 2015, pasando de 9,4% en el 2010 a un 6,8% en el 2016 (parte a de la Tabla 1). Esto dio lugar a un aumento del 72,0% del cargo de capital que pasó de 819 MM en el 2010 a \$ 1.409 MMUS en el 2016.

El Ko sigue la tendencia del Ke, excepto en el 2016, donde se reduce por el aumento del endeudamiento (9,3%). El Ki y L oscila a lo largo del período, mientras que t se reduce, pasando de 24,5% en el 2010 a 14,5% en el 2016, y solo con una corrección de esta tendencia en el 2014, lo que reduce la protección fiscal por deuda (parte c Tabla 1).

El EVA sigue la misma orientación de la UODI, y esta a su vez se comporta de manera similar a la UAII, además mantiene alta correlación positiva con los impuestos, salvo en el 2016 (parte b Tabla 1).

La UODI/ANO promedio fue de 23,2%, fue positiva y varió durante todo el periodo, pero manteniéndose por encima del Ko, lo que condujo a lograr una utilidad residual, que unido al aumento del ANO, aumentaba el EVA.

El rendimiento promedio del patrimonio de este sector fue de 21,6%, sin seguir tendencia alguna, por el contrario, fluctúa cada año; sin embargo este rendimiento, también, es positivo, y oscila entre 15,5% (en el 2010) y 26,0% (en el 2015). De acuerdo a los criterios de desempeño con estos indicadores contables, este sector es rentable a pesar de que su oscilación puede generar incertidumbre en el mercado (parte d de la Tabla 1).

El desempeño financiero de este sector estadounidense en el septenio fue exitoso, tanto si se mide con el ROE, o con el EVA, los resultados de este último produjo un VMA positivo de \$ 11.017 MMUS a comienzos del año 2010.

En la Tabla 2 se presenta los indicadores promedios de desempeño del sector calzado en países emergentes conformado con un promedio de sesenta y cuatro empresas.

Jorge Alberto Rivera Godoy

Tabla 2

Indicadores Promedio del Sector Calzado en Mercados Emergentes

Indicador	2013	2014	2015	2016	promedio
EVA (MMUS\$)	1.514	225	546	709	749
UODI (MMUS\$)	2.407	1.795	2.649	2.714	2.391
Cargo de capital (MMUS\$)	893	1.570	2.102	2.005	1.642
a. Inductores del cargo de capital					
ANO (MMUS\$)	11.565	18.664	22.647	22.656	18.883
Ko (%)	7,7	8,4	9,3	8,9	8,6
b. Inductores de la UODI					
UAI (MMUS\$)	2.962	2.207	3.106	3.296	2.893
Impuestos (MMUS\$)	555	412	457	581	502
c. Inductores del Ko					
Ke (%)	8,3	9,3	10,0	9,7	9,3
Ki (%)	5,6	5,4	5,8	5,4	5,6
L (%)	16,2	15,5	12,5	14,8	14,7
t (%)	18,7	18,7	14,7	17,6	17,4
d. Rendimiento					
UODI/ANO (%)	20,8	9,6	11,7	12,0	13,5
ROE (%)	17,7	10,6	12,7	11,3	13,1
e. Valor de mercado agregado					
VMA a 1-1-2103 (MMUS\$)	2.450				
No de empresas	65	66	61	63	64

Fuente: *Elaboración propia con base en Damodran (2017).*Nota: *MMUS\$ denota cifras monetarias en millones de dólares.*

En los países emergentes este sector crea valor en el período 2013-2016, aunque con una pronunciada caída en el 2014, y una moderada recuperación en los dos años siguientes; al final el EVA se redujo un 53,2%, pasando de \$ 1.514 MMUS en el 2013 a \$ 709 MMUS en el 2016, dejando un promedio en el cuatrienio de \$ 749 MMUS de valor económico agregado.

El EVA sigue la tendencia del UODI, y de sus inductores: UAI e impuestos; los cuales se reducen en el 2014, pero aumentan en el 2015 y 2016 (parte b de la Tabla 2).

De otro lado el cargo de capital aumenta hasta el 2015 y cae en el 2016, siguiendo el comportamiento de su inductor Ko, ya que su otro inductor, ANO, aumenta en cada uno de los años (parte b Tabla 2).

El Ko tiene un comportamiento afín al Ke, y contrario a L, y a t en los últimos dos años; lo que hace que Ko no solo se ajuste al costo de los recursos propios, sino a la composición de estructura de capital y al efecto de la protección fiscal por deuda, que mantiene un Ki inferior a Ke (parte c de la Tabla 2).

La UODI/ANO sigue la misma tendencia de la UODI y del EVA, es positiva y en todos los años es superior a Ko, lo que explica el motivo por qué cada año crea EVA. Por su parte el ROE, también, fue positivo en el período, aunque con variaciones, lo que muestra que los propietarios están obteniendo beneficios contables (parte e Tabla 2).

3.1. Desempeño financiero de las grandes empresas de cuero, calzado y marroquinería en Colombia:

Para el cálculo de los indicadores contables y los relacionados con la creación de valor se tomaron los informes financieros contables de las grandes empresas del sector cuero, calzado y marroquinería con códigos CIU C1511, C152 y C1512 (DANE, 2012) de los últimos siete años de la base de datos SIREM (Superintendencia de Sociedades, 2017). Una vez depurado de estados financieros incompletos, se logró obtener información de trece empresas para el año 2010, catorce empresas para los años 2011 y 2012, diecisiete empresas para el 2013, veintidós empresas para el 2014, dieciséis empresas para el 2015 y veinte empresas para el 2016. En el anexo se identifica cada una de ellas.

3.1.2 Evaluación de la efectividad

El ROA promedio del septenio fue de 5,0%, siendo resultado de la combinación entre el margen de la UODI (4,7%) y la rotación de activos totales (1,1 veces). El ROA fue positivo y variante, siguiendo el mismo comportamiento del margen de la UODI, solo entre 2012-2013 se tuvo una tendencia a disminuir, mientras que la rotación de activos totales permaneció casi constante durante el período con un leve aumento a partir del 2012, pasando de 1,0 veces entre 2010-2011 a un 1,1 veces entre 2012 y 2016 (Tabla 4).

Tabla 3.

Ventas, Utilidad Neta y Activos Promedio de las Grandes Empresas.

	Crecimiento (MM\$)							Promedio
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Activos	43.052	53.791	54.636	64.006	64.388	61.741	87.784	61.343
Ventas	45.293	55.983	58.268	68.076	70.806	68.057	98.292	66.396
Utilidad neta	1.860	2.880	2.896	1.659	1.966	1.689	2.606	2.222

Fuente: Elaboración propia con base en Sirem (Superintendencia de Sociedades, 2017) y Rivera & Duque (2018).

Nota: MM\$ denota cifras en millones de pesos colombianos.

3.1.1 Evaluación del crecimiento

Se observa un crecimiento de las ventas (117,0%) y de los activos (103,9%) en el septenio, pero con una caída en el 2015; mientras que las utilidades netas fluctúan, y solo entre 2013-2014 muestran un aumento. El año 2015 mostró un decrecimiento de todos los indicadores (Tabla 3).

El ROA y el margen de UODI presentan sus porcentajes extremos en los años 2013 y 2016. En el 2013 el ROA (3,3%) y el margen de UODI (3,1%) fueron los más bajos del período; en tanto en el 2016 fueron de 6,8% y 6,1% respectivamente, siendo los más altos del septenio. Estos resultados muestran que el comportamiento del rendimiento de la inversión total ha dependido más de la orientación del margen de utilidad operacional después de impuestos

Jorge Alberto Rivera Godoy

Tabla 4.

Indicadores de Efectividad de las Grandes Empresas.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
	a. ROA: Sistema Du Pont							
ROA (%)	5,0	6,2	5,3	3,3	5,0	3,6	6,8	5,0
Margen de utilidad operacional después de impuestos (%)	4,8	6,0	5,0	3,1	4,6	3,3	6,1	4,7
Rotación de activos totales (veces)	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
	b. ROE: Sistema Du Pont Ampliado							
ROE (%)	7,9	10,2	10,2	5,2	6,1	5,7	8,1	7,6
Margen de utilidad neta (%)	4,1	5,1	5,0	2,4	2,8	2,5	2,7	3,5
Rotación de activos totales (veces)	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Apalancamiento financiero (%)	183,8	190,1	192,8	200,2	200,3	208,5	273,3	207,0

Fuente: Elaboración propia con base en Sirem (Superintendencia de Sociedades, 2017) y Rivera & Duque (2018).

que de la rotación de activos totales. Es decir que los cambios en la efectividad para generar utilidades para la empresa están más influenciados por las variaciones de la eficacia del control de costos y gastos operacionales para generar beneficios, que de la eficiencia en el uso de los activos, que ha permanecido casi constante durante el septenio.

El ROE promedio del período fue de 7,6%, que resulta del producto de margen de la utilidad neta (3,5%), la rotación de activos (1,1 veces) y el apalancamiento financiero (207,0%). El ROE fue positivo y fluctuante, manteniendo la misma dirección del margen de utilidad neta, donde solo tuvo una corta tendencia a reducirse entre 2012-2013; mientras que la rotación de activos se mantuvo casi invariable y el apalancamiento financiero en permanente crecimiento.

El ROE y margen de utilidad neta presentan sus valores más altos en el 2011: con 10,7% el primero y 5,1% el segundo, y los más bajos en el 2013: con un 5,2% y un 2,4% respectivamente. Al compararse el ROE con el ROA se observa que el primero fue superior y más variable que el segundo.

En promedio el ROE fue un 2,6% superior al ROA, esto en razón del efecto positivo que tuvo el apalancamiento financiero, que fue creciendo de un 183,8% en el 2010 a un 273,3% en el 2016, es decir que aumentó 89,5 puntos porcentuales en el período. Los otros dos factores no contribuyeron a explicar esta superioridad dado que la rotación de activos es un multiplicador neutro porque es

igual en el ROE y en el ROA, y además permanece casi constante; en tanto que el margen de utilidad neta, al ser inferior al margen de UODI, antes por el contrario, reduce la superioridad del ROE sobre el ROA, con lo que se puede afirmar que el apalancamiento financiero es el principal motivo para que el ROE sea superior al ROA.

Además, el ROE presenta altibajos más pronunciados que el ROA (3,3% vs 6,8% al comparar los rendimientos extremos presentados en el 2013 y 2016), esto se debe que el apalancamiento financiero año tras año es más alto, ya que las variaciones del margen de utilidad neta y del margen de la utilidad operacional después de impuestos son casi similares (3,0% en el primero y 2,7% en el segundo, al tomar como referencia los picos altos y bajos del período). Ver Tabla 4. Con lo anterior se puede asegurar que la orientación del rendimiento de la inversión de los propietarios de las grandes empresas de sector cuero, calzado y marroquinería en Colombia dependió en su orden de relevancia: en primer lugar a la eficacia en el control de todos los costos y gastos, en segundo lugar al apalancamiento financiero, y por último a la eficiencia en la utilización de los activos.

3.1.5 Evaluación del Valor Económico Agregado

El promedio de las grandes empresas de este sector en Colombia ha destruido valor económico agregado en todo el septenio, en promedio anual esta destrucción fue de

\$ -2.922 MM. Esto obedeció a que el cargo de capital (\$ 6.058 MM\$) fue superior a la UODI (\$ 3.136 MM)³. Ver Tabla 5.

La destrucción de EVA ha sido oscilante a lo largo de septenio, solo en el periodo 2012-2013 se aumentó de forma continua el EVA negativo. Al comienzo del período la destrucción se redujo, pasando de \$ - 1.949 MM en el 2010 a \$ -1.514 MM en el 2011, siendo el año donde menos se destruyó valor, pero entre 2012 y 2013 se deterioró aún más el EVA hasta llegar a \$ -2.798 MM, en los siguientes años varía esta destrucción, llegando a su valor más crítico en el 2015 con un EVA de \$ - 4.772 MM.

Entre tanto el cargo de capital aumenta en el período, con una corrección a la baja en el 2013, esto como resultado de la combinación de sus dos inductores: el ANO que se incrementa en el septenio, con una reducción entre 2014-2015, y el Ko que oscila en la mayor parte del tiempo (parte a de la Tabla 5).

El Ko sigue un comportamiento casi semejante en todos los años al Ke, y sus otros inductores como Ki varía de tendencia cada dos años, el endeudamiento se incrementa en el septenio, con una caída en el 2014, y la tasa de impuestos también oscila (parte c de la Tabla 5).

Tabla 5.

EVA Promedio de las Grandes Empresas y sus Inductores.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
EVA (MM\$)	- 1.949	- 1.541	- 2.505	- 2.798	- 2.744	- 4.772	- 4.144	- 2.922
UODI (MM\$)	2.153	3.340	2.910	2.103	3.222	2.247	5.980	3.136
Cargo de capital (MM\$)	4.102	4.881	5.415	4.901	5.966	7.018	10.124	6.058
	a. Inductores del cargo de capital							
ANO (MM\$)	31.436	39.319	40.625	49.524	48.190	47.376	68.324	46.399
Ko (%)	13,1	12,4	13,3	9,9	12,4	14,8	14,8	13,0
	b. Indicadores del inductor UODI							
UAII (MM\$)	3.099	4.753	4.419	3.162	4.509	3.515	7.927	4.484
Impuestos (MM\$)	946	1.413	1.509	1.059	1.288	1.269	1.948	1.347
	c. Indicadores del Inductor Ko							
Ke (%)	15,7	15,1	16,6	12,7	16,1	20,7	19,6	16,6
Ki (%)	6,9	7,7	9,0	7,4	7,2	8,0	11,4	8,2
L (%)	24,5	27,6	30,5	36,0	33,8	37,7	43,4	33,4
t (%)	30,5	29,7	34,1	33,5	28,6	36,1	24,6	31,0
	d. Rendimiento							
UODI/ANO (%)	6,9	8,5	7,2	4,2	6,7	4,7	8,8	6,7
	e. Valor del mercado agregado							
VMA a 1-1-2010 (MM\$)	-12.090							

Fuente: Elaboración propia con base en Sirem (Superintendencia de Sociedades, 2017), Superintendencia Financiera (2017), Damodaran (2017) y Rivera & Duque (2018).

Nota: MM\$ denota cifras en millones de pesos colombianos.

El EVA tiene el mismo comportamiento de la UODI, que mantiene un correlación positiva con sus inductores UAII e impuestos, excepto en el 2012 para este último (parte b de la Tabla 5).

La UODI tiene una tendencia en su totalidad el período, pero manteniéndose por debajo del Ko, lo que da como resultado una pérdida residual en cada año, que sumado al aumento del ANO en cinco de los siete años evaluados, han conducido a obtener un valor mercado agregado de \$ - 12.090 MM (parte e de la Tabla 5).

³ Lo que en términos relativos es equivalente a decir que costo de capital (13,0%), fue superior al rendimiento del

ANO (6,7%), produciendo un porcentaje de pérdida residual promedio de -6,3%.

Con lo anterior se puede confirmar que a pesar de los rendimientos positivos de la UODI/ANO, como del *ROE*, la destrucción del valor de la gran empresa de cuero, calzado y marroquinería en Colombia en cada uno de los años generó una destrucción del valor de mercado agregado en el período, esto debido a que el costo de capital fue superior al rendimiento después de impuestos del ANO, lo que produjo un porcentaje de pérdida residual que fue amplificada por el aumento de la inversión en activos netos operacionales durante casi todo el período.

4. RESULTADOS:

En este aparte se comparan los principales indicadores de desempeño de las grandes empresas del sector cuero, calzado y marroquinería en Colombia (GCCM), como son crecimiento, efectividad y valor económico agregado, con la de los sectores calzado en los Estados Unidos de América (SCEUA) y en países emergentes (SCPE).

4.1 Crecimiento

El sector de GCCM creció en activos y ventas en el septenio, con una caída en el 2015 (Tabla 3). Situación similar se presenta con el activo neto operacional, pero ampliado el período de reducción a los años 2014-2015 (Tabla 4); al compararse con el comportamiento del ANO del SCEUA, se observa que en el país norteamericano éste crece de manera permanente durante todo el septenio (Tabla 1), lo mismo sucede con el ANO del SCPE en el cuatrienio evaluado (Tabla 2).

4.2 Efectividad

Tanto en Colombia como en EUA y economías emergentes, estas empresas presentan *ROE* positivos en todos los años, aunque con un comportamiento fluctuante. Al cotejar el *ROE* promedio de la GCCM (7,6%) con el SCEUA (21,6%) y con el SCPE (13,1%), se encuentra una amplia ventaja del sector norteamericano, aunque muestra una mayor variación de su efectividad en contraste con las empresas colombianas y la de los países emergentes. En EUA el *ROE* oscila entre 15,5% y 26,0%, en Colombia varía entre 5,2% y 10,2%, mientras que en los países emergentes fluctúa entre 10,6% y 17,7% (Tablas 1, 2 y 4). Estableciéndose una relación de “a mayor *ROE*” menor estabilidad.

4.3 Valor Económico Agregado

El *EVA* de la GCCM en Colombia fue negativo en los siete años evaluados, mientras que en EUA y en los países emergentes fue positivo en todos los años. El *EVA* de la GCCM fluctúa dentro de una franja destructora de valor, caso contrario sucede en el país norteamericano donde se detecta un aumento del *EVA* en los últimos cuatro años, algo similar se observa en los países emergentes donde el *EVA* crece en los dos últimos años. Por consiguiente el *VMA* del septenio para el GCCM fue negativo (\$ -12.090 MM), mientras que para el SCEUA fue positivo (\$ 11.017 MMUS); también fue positivo este indicador para SCPE en cuatrienio estudiado (\$ 2.450 MMUS). Ver Tablas 1, 2 y 5.

Al revisar los inductores del *EVA* de estos países se encuentra que el rendimiento después de impuestos del activo neto operacional es inferior en todos los años en Colombia, mientras que el K_o es mayor: el promedio del indicador UODI/ANO en las GCCM fue del 6,7%, en el SCEUA fue del 23,2%; en el SCPE (13,5%), en tanto que el promedio del costo de capital de las GCCM fue del 13,0%, en el SCEUA fue del 7,9% y en el SCPE (8,6%). Lo que conduce que la GCCM genere porcentajes de pérdidas residuales, mientras que en el SAEUA y en el SCPE produzcan porcentajes de utilidades residuales.

5. CONCLUSIONES:

Del análisis realizado de las grandes empresas de cuero, calzado y marroquinería en Colombia durante el período 2010-2016 se encontró un crecimiento de sus ventas y activos durante todo el septenio, excepto en el 2015, donde decreció. La efectividad, medida por el comportamiento del *ROE*, dependió de tres factores, siendo los más relevantes el margen de utilidad neta (eficiencia) y el apalancamiento financiero, y en tercer lugar a la rotación de activos totales (eficiencia).

Cuando se compara la efectividad (*ROE*) de GCCM con su homólogo en EUA y de los mercados emergentes, se nota que es menor, dado que su *ROE* es casi triplicado por el país norteamericano y próximo a ser duplicado por los países emergentes (*ROE* GCCM: 7,6% vs *ROE* SCEUA: 21,6% y vs *ROE* SCPE: 13,1%), pero con una menor variación entre

sus picos más altos y bajos (Colombia: 5,0% vs EUA: 10,5% y vs países emergentes 7,1%).

A pesar de que en el septenio las grandes empresas del sector cuero, calzado y marroquinería en Colombia tuvieron rendimientos sobre el capital positivos en cada uno de los años, lo que mostraba que eran efectivas, no lograron crear EVA en ninguno de ellos, dejando como saldo un VMA negativo (\$ -12.090 MM). La desmejora del EVA no sigue tendencia. Lo encontrado contrasta con lo sucedido con sus homólogos en EUA y en países emergentes, donde se creó valor en todos los años, y de forma creciente en los últimos años. El comportamiento del EVA de las GCCM en Colombia se ve más afectado por la UODI/ANO, que por el Ko, dado que el primero tiene una mayor correlación positiva con el porcentaje de pérdida residual; el aumento del ANO, también, contribuyó al deterioro del EVA, pues ampliaba las pérdidas residuales.

Con los resultados de las grandes empresas de este sector industrial se comprueba que el objetivo financiero de crear valor no se cumple a pesar de que los indicadores contables que miden su efectividad, como ROA y ROE, presentaron valores positivos en cada uno de los años de estudio. Esto las coloca en desventaja con su sector semejante en EUA y en países emergentes que son más efectivas y generan utilidades residuales.

En este trabajo de investigación se presentaron los principales factores que han influido en el desempeño financiero de las GCCM. Sin embargo, este estudio podría complementarse con análisis más profundos de cada una de las variables que determina estos factores, como, también, de análisis similares para poblaciones de empresas de diferentes edades, tamaños y ubicación geográfica.

6. REFERENCIAS:

- Damodaran A. (2017). [Base de datos en línea]. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DANE (2012). Clasificación industrial internacional uniforme de todas las actividades económicas. Revisión 4 adaptada para Colombia. CIIU Rev. 4 A.C. Recuperado de https://www.dane.gov.co/files/nomenclaturas/CIIU_Rev4ac.pdf
- Ministerio de Comercio, Industria y Turismo (2017). Programa de transformación productiva: Presente y futuro del sector cuero, calzado y marroquinería. Recuperado el 9 enero de 2017 de <https://www.ptp.com.co/contenido/contenido.aspx?catID=743&conID=901>
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, pp. 433-443.
- Rivera, J. & Alarcón, D. (2012). El cargo de capital en la evaluación del desempeño financiero de empresas innovadoras de confecciones de Cali. *Estudios Gerenciales*. Vol. 38, No. 123, pp. 85-100.
- Rivera, J. (2004). *Introducción a la administración financiera: fundamentos y aplicaciones para crear valor*. Cali: Universidad del Valle.
- Rivera, J. & Duque, C. (2018). Evaluación financiera de la industria del cuero, calzado y marroquinería en Colombia 2010-2016. *Revista Panorama Económico* (en revisión de pares).
- Ross, S., Westerfield, R. & Jordan, B. (2014). *Fundamentos de finanzas corporativas* (10ª edición). México: McGraw Hill/ Interamericana.
- Stewart, B. (2000). *En busca del valor*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Superintendencia de Sociedades (2017). Base de datos Sirem. Recuperado de <http://www.supersociedades.gov.co/asuntos-economicos-y-contables/estudios-y-supervision-por-riesgos/SIREM/Paginas/default.aspx>.
- Superintendencia Financiera (2017). Tasa de interés y desembolsos por modalidad de crédito. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?Servicio=Publicaciones&Tipo=publicaciones&Funcion=loadContenidoPublicacion&id=60955>
- Wild, J., Subramanyam, K. & Hasley, R. (2007). *Análisis de estados financieros* (9ª edición). México: McGraw Hill/ Interamericana.

Jorge Alberto Rivera Godoy

Anexo.								
Grandes empresas del sector cuero, calzado y marroquinería en Colombia								
NIT	Razón social	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
800120681	Croydon Colombia S.A.	x	x	x	x	x	x	x
800123954	Imapieles Ltda.	x						
805011316	C.I. diseño y moda internacional S.A.S.	x	x	x	x	x		
811015541	Colombiana de cueros S.A.	x	x	x	x	x		x
860037037	Our bag Ltda.	x	x	x	x	x	x	x
860069040	Industria de calzado jovical S.A.	x	x	x	x	x	x	x
890101058	Curtiembres búfalo S.A.	x	x	x	x	x		x
890104728	C. I. modapiel S.A.	x		x				
890305571	La maravilla S.A.	x	x	x	x	x		
890801339	Compañía manufacturera manisol S.A.	x	x	x	x	x		x
890900305	Curtimbres de Itagüí S.A.	x	x	x	x	x		
890913861	C.I. uniformes ropa y calzado quin lo S.A.	x	x	x	x	x	x	x
891408382	Americana de curtidos Ltda. y cía S.C.A.	x	x	x	x			x
800085026	Curti pieles S.A.S.		x		x	x	x	
860009034	Stanton S.A.S.		x	x	x	x	x	x
890504493	Mussi zapatos S.A.S.		x	x	x	x	x	x
800191700	Cueros vélez S.A.S.				x	x	x	x
805014351	Plasticaucho Colombia S.A.				x			x
890904603	Fábrica de calzado setenta S.A.				x			x
800116749	Extractora monterrey S.A.					x	x	
800223739	Atunes y enlatados del caribe S.A.					x		
802005075	Aceites S.A.					x	x	
804017043	Extractora central S.A.					x	x	
830034702	Marketing de Colombia S.A. C.I.					x	x	
900056129	Extractora la paz S.A.					x	x	
900062992	Evacol S.A.S.					x	x	x
900114122	Extractora maria la baja S.A.					x		
800092777	Grupo nova S.A.						x	
890924742	Fábrica de calzado kondor Ltda.						x	x
800196632	Artesa S.A.S.							x
860508043	Proalpet S.A. C.I.							x
800020706	Nalsani S.A.S.							x
860047483	Industrias alimenticias aretema S.A.							x
891400726	Alpaca S.A.S.							x
	Total	13	14	14	17	22	16	20

Fuente: Elaboración propia con base en Sirem (Superintendencia de sociedades, 2016) y Rivera & Duque (2018).
 Nota: Para su clasificación se tomó las empresas con valor de los activos superior a los 30.000 salarios mínimos legales conforme al artículo 2 de la Ley 905 de 2004 (Congreso de Colombia, 2004).