

La gran empresa panificadora en Colombia: Un análisis de su utilidad contable y residual (2017-2021)

The large bakery company in Colombia: An analysis of its accounting and residual profit (2017-2021)

Jorge Alberto Rivera Godoy ¹

¹ Grupo de investigación Generación de valor económico, Universidad del Valle, Cali, Colombia,
Orcid: <http://orcid.org/0000-0003-2319-1674>, Email: Jorge.rivera@correounivalle.edu.co

Cómo citar: Rivera Godoy, J. A. (2024). La gran empresa panificadora en Colombia: Un análisis de su utilidad contable y residual (2017-2021) . Revista Científica Profundidad Construyendo Futuro, 21(21), 97–107. <https://doi.org/10.22463/24221783.4697>

Recibido: 26 de enero de 2024 / **Aprobado:** 26 de abril de 2024

Resumen

El objetivo de esta investigación es analizar la utilidad contable y residual para conocer el desempeño financiero de la gran empresa panificadora en Colombia en el periodo 2017-2021, siguiendo como metodología el análisis de tendencias de indicadores que miden su eficiencia en el uso de activos, la eficacia en el control de costos y gastos y la efectividad en el logro de utilidades, y cotejándolos con los indicadores de la empresa afín en Europa. Se encuentra que la gran empresa panificadora colombiana logra rendimientos del patrimonio cada año con la misma orientación del margen de utilidad neta, pero menos semejante a su rotación de activos y apalancamiento financiero; asimismo, se presentaron resultados semejantes en la empresa europea, aunque con valores superiores, salvo el multiplicador financiero. Además, la gran empresa panificadora colombiana creó en promedio un porcentaje de utilidad residual, al igual que su homóloga europea, pero superada por esta última. En consecuencia, la desventaja con respecto a la empresa europea se debe a su menor eficiencia y eficacia, y al uso de recursos financieros a mayor costo. De todos modos, la investigación podría extenderse para grupos homogéneos en edad, fases de su ciclo de vida, estructura legal y comercio internacional.

Palabras claves: Valor económico agregado, panadería, rendimiento del patrimonio, utilidad contable, valor de mercado agregado

Abstract

The objective of this research is to analyze the accounting and residual profit to know the financial performance of the large bakery company in Colombia in the period 2017-2021, following as methodology the analysis of trends of indicators that measure its efficiency in the use of assets, the efficacy in the control of costs and expenses and the effectiveness in the achievement of profits, and comparing them with the indicators of the related company in Europe. It is found that the large Colombian bakery company achieves returns on equity each year with the same orientation of the net profit margin, but less like its asset turnover and financial leverage; similar results were presented in the European company, although with higher values, except for the financial multiplier. In addition, the large Colombian bakery company created on average a percentage of residual profit, like its European counterpart, but surpassed by the latter. The disadvantage with respect to the European company is due to its lower efficiency and efficacy, and the use of financial resources at a higher cost. Research could be extended for homogeneous groups in terms of age, life cycle stages, legal structure, and international trade.

Key words: Economic Value Added (EVA), bakery, Return On Equity (ROE), accounting profit, market value added.



*Autor para correspondencia.

Correo electrónico: Jorge.rivera@correounivalle.edu.co

La revisión por pares es responsabilidad de la Universidad Francisco de Paula Santander Ocaña

Artículo bajo licencia CC BY-NC (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

1. Introducción

Las panificadoras se dedican a elaborar productos de panadería cocinando pasta o masa en horno; la variedad es grande entre las que se incluye pan, pasteles, bollería, galletas, entre otros, y son consumidos en todo el mundo. Esta industria ha canalizado su innovación en productos saludables, que se puedan consumir sobre la marcha, de alta calidad, nuevos y con posibilidades de comercio en línea (EMR, 2024). Con esta investigación se busca saber cómo ha sido el comportamiento financiero de la gran empresa colombiana de este sector en el periodo 2017-2021, haciendo énfasis en su utilidad contable y residual. Además, se compara con su homóloga en Europa occidental, que se distingue por ser la región de mayor producción y consumo en el mundo de productos de panadería (EMR, 2024) y porque su mercado es maduro y “está bien establecidos en términos de cadena de suministro, gama de productos, canales de distribución y preferencias de los consumidores” (Mordor Intelligence, 2024).

Se halla que la gran empresa panificadora en Colombia aumenta los activos netos operacionales, interrumpido por una caída en un año; además, logra rentabilidad del patrimonio anualmente, asimismo, en promedio genera valor económico agregado sobre la inversión activos netos operacionales, y valor de mercado agregado en el quinquenio; estos resultados son afines a su par europeo, pero inferiores. Aunque la gran panificadora colombiana cumple su propósito de generar utilidades contables y residuales a sus propietarios, da ventaja a su par extranjera que logra ser más eficiente en la utilización de activos y más eficaz en la gestión de costos y gastos.

El artículo inicia con la metodología y marco teórico, reconociendo los indicadores financieros pertinentes para esta investigación;

luego se examina la empresa de elaboración de alimentos en Europa que sirve de referente para comparar; después se analiza la gran empresa panificadora en Colombia; a continuación, se contrastan los datos obtenidos, y se finaliza con las conclusiones.

2. Metodología y marco teórico

Esta investigación sigue un enfoque cuantitativo que permite medir los factores que afectan la utilidad contable y residual en valores absolutos y relativos, como indicadores de desempeño financiero, y se utiliza como metodología el análisis de tendencias de indicadores contables (Zutter y Smart 2019) y de gestión del valor, que de forma combinada suministran un instrumento más fuerte para evaluar el desempeño (Obaidat, 2019). Ahora bien, para medir los componentes de la utilidad contable en términos relativos se emplea el sistema Dupont ampliado, mientras que para determinar los factores de la utilidad residual se utiliza valor económico agregado y el valor de mercado agregado.

En el sistema Dupont ampliado, el rendimiento del patrimonio (ROE) resulta del producto de la rotación del activo por el margen de utilidad neta y por el apalancamiento financiero (Ross, Westerfield y Jordan, 2019). Asimismo, el ROE mide la efectividad en el logro de ganancias por la inversión realizada por sus dueños (Rivera, 2017); mientras que la rotación de activos mide “La eficiencia con la cual una empresa utiliza sus recursos, en especial los activos operacionales, según la velocidad de recuperación del dinero invertido en cada uno de los mismos” (Ortiz, 2018, p. 223); en tanto que el margen de utilidad neta mide la eficacia en la gestión de costos y gastos de la compañía y su secuela sobre la utilidad neta (Rivera, 2017); y el apalancamiento financiero mide en cuanto contribuye el patrimonio para conseguir recursos financieros para invertir en activos de la

empresa, que también se le conoce como multiplicado financiero. Dicho en otras palabras, la efectividad va a ser igual al producto de la eficiencia por la eficacia y por el apalancamiento financiero, si se sigue la equivalencia del sistema Dupont ampliado.

Sin embargo, los indicadores contables, incluidos los del sistema Dupont ampliado, han sido cuestionados por no considerar el riesgo, ni el costo del patrimonio (Stern y Willette, 2014), también, por estar intervenidos por las políticas contables adoptadas (Atrill, 2017) y por ser cortoplacista (Arnold y Lewis, 2019), además, incluir actividades empresariales diferentes a su razón de ser (Haro y Monzón, 2020); lo que ha dado lugar al surgimiento de modelos que evalúan el desempeño financiero mediante la utilidad residual, en donde el valor económico agregado (EVA) es el más conocido (Worthington y West, 2001 y Dobrowolski et al., 2022).

El EVA resulta de la resta entre la utilidad operacional después de impuestos (UODI) y el cargo de capital (Stewart, 2000):

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

en donde el cargo de capital igual a:

$$\text{Cargo de capital}_t = (ANO_t)(Ko_t), \quad (2)$$

el ANO_t es el activo neto operacional del año t y Ko_t es el costo de capital del año t . El ANO_t es igual a la suma del capital de trabajo neto operativo $KTNO_t$ y el activo fijo neto operacional $AFNO_t$. El $KTNO_t$ resulta de la resta entre el activo operacional circulante y el pasivo corriente que no tiene costo explícito; mientras el $AFNO_t$ resulta de descontar la depreciación al activo fijo operacional.

Conforme a Modigliani y Miller (1963, p. 441) el Ko_t es igual a:

$$Ko_t = Ke(1 - L) + Ki(1 - t)L, \quad (3)$$

Donde Ke es el costo del patrimonio; L es el nivel de endeudamiento que surge de relacionar la deuda con costo explícito con el activo neto operacional; Ki es la tasa de interés, que después de considerarse la tasa de impuesto (t) pasa a ser $Ki(1 - t)$, que es el costo de la deuda después de reconocerse la protección fiscal por deuda.

De todos modos, Stewart (2000) muestra otra manera de hallar el EVA:

$$EVA = [ANO_t][UODI_t/ANO_t - (Ko_t)] \quad (4)$$

Donde $UODI_t/ANO_t$ es la rentabilidad después de impuestos del activo neto operacional, que se puede desagregar, siguiendo la equivalencia del sistema Dupont, multiplicando el margen de la utilidad operacional después de impuestos [$UODI_t/Ventas_t$] por la rotación del activo neto operacional [$Ventas_t/ANO_t$]

A la diferencia entre [$UODI_t/Ventas_t$] y el Ko_t , se le denomina el porcentaje de utilidad o pérdida residual.

Por otro lado, a la sumatoria del valor presente del EVA de varios años se le conoce como el valor de mercado agregado VMA del periodo, que se puede expresar matemáticamente así:

$$VMA = \sum_{j=1}^{j=n} EVA_j / (1 + Ko_j)^j \quad (5)$$

Otro indicador importante de gestión del valor es el que mide el EVA que produce una

unidad monetaria del activo neto operacional, el cual se determina así:

$$EVA_t / (ANO_t) \quad (6)$$

Marco de referencia

Los indicadores de desempeño financiero de la empresa de elaboración de alimentos en Europa (EEAE), tomados de un promedio de 152 compañías en el periodo 2017-2021, se muestran en la Tabla 1.

En la parte a. de la Tabla 1 se puede ver que el promedio del rendimiento del patrimonio fue de 13,8%, que resultó de multiplicar los promedios del margen neto (7,2%), la rotación de activos (1,61 veces) y el apalancamiento financiero (120,1%). Asimismo, se observa que el ROE fluctuó cada bienio, al igual que el margen neto, y dejó de ser semejante en su orientación en relación con la rotación de activos en el último año; en tanto el apalancamiento tuvo un comportamiento menos afín al crecer cada año. Además, se detecta que el menor y mayor ROE se presentaron en el 2019 (11,6%) y 2021 (15,3%), justo en los mismos años donde el margen neto fue menor (6,3%) y mayor (7,9%).

En la parte b. de la Tabla 1 se puede percibir que el promedio del valor económico agregado de la EEAE fue de \$114 MMUS; aunque cada año creó valor, este descendió al comienzo y final del periodo y creció en años intermedios, presentando el menor y mayor EVA en el 2018 (\$103 MMUS) y 2020 (\$129 MMUS). Asimismo, el EVA mantuvo una relación inversa con el costo de capital, cuyo promedio fue de 5,7%, donde sus picos altos y bajos fueron en el 2018 (7,1%) y el 2020 (4,3%); además, el EVA mantuvo una relación directa con el porcentaje de ganancia residual, cuyo promedio fue de 9,6%, y con porcentajes extremos en los mismos años: 2018 (8,1%) y 2020 (11,1%). Sin embargo la orientación del EVA no tuvo relación con el rendimiento de después de impuestos del activo neto operacional, que decreció, salvo en el 2020 donde aumentó, su promedio fue 15,3%, y sus picos, altos y bajos, tuvieron lugar en el 2017 (17,3%) y 2021 (14,2%); ni tampoco con el activo neto operacional, que tuvo un comportamiento contrario al rendimiento después de impuestos del activo neto operacional, creció, pero el 2020 decreció, su promedio fue de \$1.196 MMUS, y valores extremos, bajo y alto, se presentaron en el 2017 (\$1.084 MMUS) y 2019 (\$1.277 MMUS).

Tabla 1. Indicadores promedio de la EPAE

Indicador	2017	2018	2019	2020	2021	promedio	σ
a. Sistema Dupont ampliado							
ROE	14,8	12,5	11,6	15,0	15,3	13,8	1,7
Margen de utilidad neta (%)	7,2	6,8	6,3	7,6	7,9	7,2	0,6
Rotación de activos totales (veces)	1,78	1,59	1,52	1,63	1,51	1,61	0,11
Apalancamiento financiero (%)	114,5	116,2	120,2	121,5	128,0	120,1	5,3
b. EVA, VMA y EVA/ANO							
EVA (MMUS\$)	115	103	113	129	112	114	
ANO (MMUS\$)	1.084	1.268	1.277	1.166	1.186	1.196	
UODI/ANO (%)	17,3	15,2	14,5	15,4	14,2	15,3	1,2
Ko (%)	6,7	7,1	5,6	4,3	4,8	5,7	1,2
Utilidad residual (%)	10,6	8,1	8,8	11,1	9,4	9,6	1,2
VMA a 1-1-2017 (MMUS\$)	479						
EVA/ANO	0,106	0,081	0,088	0,111	0,094	0,096	0,012
Número de empresas	150	141	144	154	170	152	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Damodaran (2022).

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

En resumen, en el quinquenio se creó un valor de mercado agregado de \$479 MMUS a valor del primero de enero de 2017; además se halla que cada unidad monetaria invertida en ANO generó un EVA de 0,096.

Desempeño financiero de la gran empresa panificadora en Colombia (GEPC)

En promedio se tomaron 15 grandes empresas panaderas en el periodo 2017-2021 con CIU

1081 (DANE, 2020) de las bases de datos de EMIS Professional (2022) y de la Superintendencia de Sociedades (2022), dentro de las cuales 14 corresponden a los años 2017, 2018 y 2020, 13 al año 2019 y 18 al año 2021. Sus Números de Identificación Tributaria (NIT) y razón social se presentan en la Tabla 2.

Tabla 2. *Grandes empresas panificadoras en Colombia*

NIT	Razón social	NIT	Razón social
8300023660	Bimbo de Colombia S.A.	860003831	Productos Ramo S.A.S.
8903006869	Mondelez Colombia S.A.S.	816006016	Comestibles Integrales S.A.S.
8600002583	Comapan S.A.	900736003-6	Zona Franca Pir S.A.S
8170007058	Colombina del Cauca S.A.	811017920	Industria de Galletas Greco S.A.
890301884-5	Colombina S.A.	890105365	Panificadora Del Litoral S.A.
8300519289	Don Maiz S.A.S.	890807115	Panadería La Victoria S.A.
8605087911	Donucol S.A.	8903081112	El Molino Eduardo Molinari Palacin & Cía. S. en C.
800146323-3	Inavigor S.A.S.	890935900	Tostaditos Susanita S.A.S.
8909343951	Industrias Alimenticias Perman S.A.	900121964	Los Hornitos Pastelería y Panadería S.A.S.
8605342213	Pan Pa'Ya Ltda.		

Fuente: Elaboración propia con base en EMIS professional (2021), Superintendencia de Sociedades (2021 y Rivera, Segura y Urbano (2023).

Nota: Se tomó las empresas con activos con superiores a los 30.000 salarios mínimos legales, conforme al artículo 2 de la Ley 905 de 2004 (Congreso de Colombia, 2004).

En la Tabla 3 se puede ver que el promedio del rendimiento del patrimonio en el quinquenio fue de 10%, que resultó del producto del margen de utilidad neta (3,4%), la rotación de activos (1,10 veces) y el apalancamiento financiero (274,1%). Asimismo, se observa que el ROE fue positivo todos los años; aunque, eso sí, aumentó al comienzo y final del periodo y disminuyó en el interludio, conservando una relación directa con el margen de utilidad neta y una relación inversa con el apalancamiento financiero; pero no tuvo una relación con la orientación de la rotación de activos, que se redujo al inicio y se mantuvo estable hasta el penúltimo año, para

subir al final. De hecho, en el 2018 se presentó el mayor ROE (19,8%), justo donde el margen de utilidad neta fue mayor (7,1%) y el apalancamiento financiero menor (254,9%), y uno de los años con más baja rotación de activos totales (1,10. veces); mientras que en el 2020 tuvo lugar el menor ROE (5,6%), exactamente donde el margen de utilidad neta fue menor (1,8%) y el apalancamiento financiero mayor (286,5%), y otro de los años donde la rotación de activos totales fue más baja (1,10 veces). Ver Tabla 3.

Por consiguiente, se puede deducir que la orientación de la efectividad estuvo ligado a la directriz de la eficacia.

Tabla 3. Sistema Dupont ampliado de la GEPC

Indicador	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio	σ
ROE (%)	9,1	19,8	6,3	5,6	9,2	10,0	5,1
Margen de utilidad neta (%)	3,0	7,1	2,1	1,8	3,0	3,4	1,9
Rotación de activos totales (veces)	1,11	1,10	1,10	1,10	1,11	1,10	0,01
Apalancamiento financiero (%)	276,8	254,9	279,3	286,5	273,0	274,1	10,6

Fuente: Elaboración propia con base en EMIS professional (2022), Superintendencia de Sociedades (2022) y Rivera, Segura y Urbano (2023).

De otro lado, en la Tabla 4 se puede percibir que la gran empresa panadera en Colombia creó en promedio \$439 MM de valor económico agregado, aunque en dos años se presentó destrucción. Hasta el 2019 osciló entre valores negativos y positivos, donde se presentó los mayores valores extremos: \$-555 MM en el 2017 y \$1.745 MM en el 2018, luego creció. Este

comportamiento fue resultado de las directrices de la utilidad operacional después de impuestos, que aumentó al inicio y final del periodo, pero que descendió en el intermedio, y del cargo de capital, que fluctuó cada año; y cuyos promedios fueron respectivamente de \$7.987 MM y \$7.547 MM.

Tabla 4. EVA promedio por empresa de la GEPC y sus inductores

Indicador	2017	2018	2019
EVA (MM\$)	-555	1.745	-369
UODI (MM\$)	7.422	10.158	8.043
Cargo de capital (MM\$)	7.978	8.414	8.412
a. Indicadores del inductor UODI			
Utilidad operacional (MM\$)	11.078	15.162	12.004
Impuestos (MM\$)	17	555	2.555
b. Indicadores del inductor cargo de capital			
ANO (MM\$)	98.624	112.523	114.462
Ko (%)	8,1	7,5	7,3
c. Inductores del indicador ANO			
KTNO (MM\$)	2.985	7.258	5.853
AFNO (MM\$)	95.640	105.265	108.610
d. Indicadores del inductor Ko			
Ke ¹ (%)	12,3	12,1	13,1
Ki ² (%)	9,8	7,8	7,4
L (%)	73,3	67,1	70,9
t (%)	33,0	33,0	33,0
e. Sistema Dupont del índice UODI/ANO			
UODI/ ANO (%)	7,5	9,0	7,0
UODI/Ventas (%)	3,0	3,9	2,6
Ventas/ANO (veces)	2,534	2,326	2,668
f. Otros indicadores de gestión del valor			
Utilidad residual (%)	-0,6	1,6	-0,3
VMA a 1-1-2017 (MM\$)	1.678		
EVA/ANO	-0,006	0,016	-0,003

Fuente: Elaboración propia de acuerdo con Rivera, Segura y Urbano (2023), EMIS professional (2021), Superintendencia de Sociedades (2021) y Damodaran (2021).

Notas:

MM\$ indica cifras en millones de COP.

¹ en Rivera y Alarcón (2012, p. 92) se presenta la información para su cálculo.

² tasa promedio anual de crédito corporativo de la Superintendencia Financiera de Colombia (2022).

inestable
hasta el

Además, la utilidad operacional después de impuestos mantuvo una relación directa con la utilidad operacional, es más, con los valores extremos altos y bajos en los mismos años (2018: \$10.158 MM, \$15.162 MM y 2020: \$6.594 MM, \$9.657 MM), sin embargo, se alejó de la tendencia de los impuestos que subió del valor más bajo en el 2017 (\$17 MM) al más alto en el 2021 (\$2.214 MM), con una sola caída en el 2020; los promedios de la utilidad operacional e impuestos fueron de \$11.824 MM y \$1.272 MM (parte a, Tabla 4). Mientras tanto, el comportamiento del cargo de capital combinó las orientaciones antagónicas del activo neto operacional, que pasó de su menor cuantía de \$98.624 MM en el 2017 hasta llegar al mayor valor en el 2020 (\$120.361 MM), para luego caer en el último año, y del costo de capital, que disminuyó hasta el penúltimo año, con valores extremos en el 2017 (8,1%) y 2020 (5,5%), para luego subir; los promedios del activo neto operacional y el costo de capital fueron de \$109.806 MM y 6,9% (parte b, Tabla 4). De manera más detallada, se observa que la orientación del activo neto operacional fue una mezcla de las orientaciones del capital de trabajo neto operativo, que presentó altibajos anuales y el activo fijo neto operacional, que tuvo altibajos bianuales; sus promedios fueron en su orden de \$7.503 MM y de \$102.303 MM (parte c, Tabla 4). Mientras que la tendencia del costo de capital lo determinó la combinación de las directrices de sus componentes: el costo del patrimonio, que osciló cada año; la tasa de interés, que declinó todo el periodo; el nivel de endeudamiento de deuda con costo explícito, que aumentó al inicio y final del quinquenio, pero disminuyó en el interludio; y la tasa de impuesto, que se mantuvo

antepenúltimo año y luego varió. Sus promedios fueron en su orden así: 11,7%, 7,2%, 70,7% y 32,4% (parte d, Tabla 4).

De otro lado, se detecta que la rentabilidad después de impuestos del activo neto operacional siguió la tendencia del margen de utilidad operacional después de impuestos, pero se separó de la orientación de la rotación de activo neto operacional, que fluctuó cada año; mostrando que el comportamiento de la efectividad en el logro de utilidades operacionales después de impuestos estuvo más influenciado por la dirección de la eficacia en el control de costos y gastos operativos; los promedios de estos indicadores fueron: 7,3%, 2,9% y 2,5 veces (parte e, Tabla 4).

No obstante, el porcentaje de ganancia o pérdida residual siguió la orientación del EVA, pesar de que no fue afín a la orientación de sus componentes, es más, presentó picos extremos en los mismos años en que los tuvo el EVA: 2017 (-0,6%) y 2018 (1,6%); y su promedio fue de 0,4%, resultado de la diferencia de los promedios del rendimiento después de impuestos del activo neto operacional (7,3%) y el costo de capital (6,9%).

En definitiva, se halla que el valor de mercado agregado de la gran empresa panificadora en Colombia al primero de enero de 2017 fue de \$1.678 MM, lo que muestra que durante el período 2017-2021 se creó valor. Además, en el quinquenio se creó un valor económico agregado de 0,004 por cada peso invertido en activo neto operacional (parte f, Tabla 4).

3. Resultados

Los principales indicadores de desempeño financiero de la gran panificadora en Colombia (GEPC) y de la empresa de elaboración de alimentos en Europa (EEAE) son comparados en esta sección.

Crecimiento: La inversión en activo neto operacional creció en ambos grupos, pero cayó en un solo año: 2021 en la GEPC y 2020 en la EEAE (Tablas 1 y 4).

Efectividad: El rendimiento del patrimonio fue positivo en todos los años en los dos grupos, pero salvo en 2018, fue inferior en la GEPC que, en promedio, fue aventajada en un 3,8% por parte de su par europea; en ambos grupos fluctuó, pero con diferente frecuencia, y con una menor estabilidad en la GEPC, que tuvo una desviación estándar (σ) de 5,1% comparado con una σ de 1,7% en la EEAE. Asimismo, el rendimiento del patrimonio fue afín al comportamiento del margen de la utilidad neta en ambas agrupaciones, cuyos porcentajes fueron positivos en todos los años, aunque menores en la GEPC, salvo en el 2018, que fue, al contrario, lo que dio lugar a que fuera superada, en promedio, por la empresa europea en un 3,8%; además, la estabilidad del margen de utilidad neta fue menor en la GEPC ($\sigma = 1,9\%$ vs $0,6\%$ en la EEAE). Entre tanto, la rotación de activos no siguió la tendencia del rendimiento del patrimonio, pero en la GEPC se apartó más; en ambos grupos se presentaron variaciones en algunos años, pero solo en la GEPC permaneció estable en tres años; también, se encuentra que la rotación de activos fue siempre menor en la GEPC, y en promedio fue aventajada en 0,51 veces por la EEAE, sin embargo, esta rotación fue más estable en la GEPC ($\sigma = 0,01$ veces vs $0,11$ veces en la EEAE). Mientras el apalancamiento financiero siguió una orientación contraria al rendimiento del patrimonio en todos los años en la GEPC y en

los primeros años en la EEAE. Además, el apalancamiento financiero siempre fue mayor en la GEPC, que en promedio superó a la empresa europea en un 154,0%, aunque mostró una mayor inestabilidad ($\sigma = 10,6\%$ vs $5,3\%$ en la EEAE). Por lo tanto, la GEPC fue menos efectiva en el logro de utilidades contables para sus propietarios, menos eficaz en el control de costos-gastos y menos eficiente en el uso de los activos en relación con su par europeo, y aunque utilizó un mayor apalancamiento financiero, no fue suficiente para compensar esas desventajas; además, el rendimiento del patrimonio y sus inductores fueron más inestables en la GEPC, excepto la rotación de activos que fue menos estable en la EEAE (parte a. de la Tabla 1 y Tabla 2).

Valor económico agregado: En la GEPC se creó valor económico agregado en tres años y en promedio, mientras que la EEAE la creación de valor económico agregado ocurrió en todos los años; es más, en ambos grupos osciló en algunos años, aunque con frecuencias distintas. En la GEPC, el valor económico agregado dependió de sus tres inductores: costo de capital, activo neto operacional y rendimiento después de impuestos del activo neto operacional, mientras que, la orientación del valor económico agregado mantuvo una relación inversa con el costo de capital en la EEAE (parte b. de la Tabla 1 y partes b. y e. de la Tabla 4). Además, se encuentra que en el quinquenio se creó valor de mercado agregado en ambos grupos y el valor económico agregado promedio producido por cada unidad monetaria invertida en activo neto operacional fue inferior en la empresa colombiana en 0,092.

No obstante, el comportamiento de los inductores del valor económico agregado fue diferente en los dos grupos. Además, el costo de capital fue mayor en la GEPC, y en promedio

superó a la de la EEAE en 1,2%, pero, eso sí, menos inestable ($\sigma = 1,0\%$ vs $1,2\%$ en la EEAE); mientras que la rentabilidad después de impuestos del activo neto operacional fue menor en la GEPC, y en promedio fue superada en 8,0% por la EEAE, aunque tuvo una estabilidad mayor ($\sigma = 1,1\%$ vs $1,2\%$ en la EEAE). Por lo tanto, el porcentaje de utilidad residual fue siempre inferior en la GEPC, y en promedio se vio

4. Conclusiones

La investigación sobre la utilidad contable y residual durante el periodo 2017-2021 de la gran empresa panificadora en Colombia cumplió con los objetivos de analizar de forma complementaria los indicadores contables relacionados con su desempeño financiero y los de gestión de valor, además de compararlos con su homóloga europea. El aporte académico está en la estructuración y aplicación de un modelo de análisis integral de desempeño financiero, que va más allá del análisis de los tradicionales indicadores contables.

Dentro de los hallazgos más sobresalientes, se encontró que el activo neto operacional creció, con una caída en el último año; semejante a lo presentado en la empresa afín europea que también aumentó, pero con la diferencia que el bajón se produjo en el penúltimo año. Además, se halla que el rendimiento del patrimonio de la gran empresa panificadora en Colombia fue positivo, al igual que la empresa europea, pero su promedio fue inferior y menos estable. Asimismo, se encuentra que este rendimiento mantuvo una relación directa con el margen de utilidad neta, como también ocurrió en la firma europea, pero su promedio fue inferior y menos estable. No obstante, la rotación de activos de la gran empresa colombiana fue menos afín a la orientación del rendimiento del patrimonio, diferenciándose un poco de su par europea que tuvo una relación positiva en casi todos los años, aunque su promedio fue inferior y más estable

superada por la EEAE en 9,2%, no obstante, tuvo una mayor estabilidad ($\sigma = 0,9\%$ vs $1,2\%$ en la EEAE). Por consiguiente, la GEPC obtuvo un menor valor económico agregado por activo neto operacional porque fue menos efectiva en la obtención de ganancias sobre el activo neto operacional y en la utilización de recursos financieros a un costo más bajo.

que la foránea. Entre tanto, el apalancamiento financiero mantuvo una relación inversa con el rendimiento del patrimonio en la gran empresa colombiana, pero tuvo una relación directa en algunos años en la empresa europea; este indicador fue mayor y más inestable en la gran empresa colombiana. Por consiguiente, se muestra que conforme a los indicadores contables de desempeño financiero la gran empresa panificadora logra utilidades para sus propietarios, pero estas son menores a las obtenidas por los dueños de la empresa europea afín, debido a que fue menos eficaz en el control de costos-gastos y menos eficiente en el uso de los activos, y aunque utilizó un apalancamiento financiero positivo más alto, no fue suficiente para compensar esta desventaja.

De otro lado, se encuentra que la gran empresa panificadora colombiana creó valor económico agregado en tres años y en promedio; además, en el quinquenio su valor de mercado agregado fue positivo. Sin embargo, su par europea creó valor económico agregado en todos los años, y la relación del valor económico agregado sobre lo invertido en el activo neto operacional fue superior a la de la gran empresa colombiana. Esta desigualdad se debió a que la gran empresa colombiana tuvo un rendimiento después de impuestos del activo neto operacional inferior, sumado a que su costo de capital fue mayor; lo que condujo a que su porcentaje de utilidad residual fuera menor.

De este modo, los indicadores de gestión de valor ratifican el buen desempeño financiero de

la gran empresa panificadora colombiana en el quinquenio 2017-2021 que mostraron los indicadores contables, pero al igual que estos, muestran que la empresa afín europea logra mejores resultados.

Esta investigación podría ampliarse tomando grupos homogéneos de empresas en cuanto su edad, estructura legal y fase de su ciclo de vida, entre otras.

5. Agradecimientos

El autor agradece el apoyo de las estudiantes Karol Sofía Segura Escobar y Ana Yibi Juliana Urbano Noguera del Programa de Contaduría Pública de la Universidad del Valle.

6. Referencias

- Arnold, G. y Lewis, D. (2019). *Corporate financial management* (6th ed.). UK: Pearson.
- Atrill, P. (2017). *Financial management for decision maker* (8th ed.). UK: Pearson Educación.
- Congreso de Colombia (2004). Ley 905 de 2004.
- Damodaran, A. (2022). [Base de datos en línea]. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DANE (2020). Clasificación industrial internacional uniforme de todas las actividades económicas. Revisión 4 adaptada para Colombia. CIIU Rev. 4 A.C. https://www.dane.gov.co/files/sen/nomenclatura/ciiu/CIIU_Rev_4_AC2020.pdf
- Dobrowolski, Z., Drozdowski, G., Panait, M. y Babczuk, A. (2022). ¿Can the economic value added be used as the universal financial metric? *Sustainability*, 14, 2967. <https://doi.org/10.3390/su14052967>
- EMIS professional (2022). ISI Emerging Markets Group (Base de datos). Recuperado de: <https://www-emis-com.bd.univalle.edu.co/php/dashboard?>
- EMR (2024). Mercado Global de Productos de Panadería. Resumen del informe. <https://www.informesdeexpertos.com/informes/mercado-de-productos-de-panaderia>
- Haro, D. y Monzón, R. (2020). Valor económico agregado como indicador en la gestión de negocios en las empresas. *Yachana, revista científica*, 9(2),39-49.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53, 433-443.
- Mordor Intelligence (2024) Tamaño del mercado de panadería y análisis de participación tendencias de crecimiento y pronósticos (2024-2029). <https://www.mordorintelligence.com/es/industry-reports/bakery-products-market>
- Obaidat, A. (2019). Is economic value added superior to earnings and cash flows in explaining market value added? an empirical study. *International Journal of Business, Accounting and Finance*, 13 (1), 57-69.

- Ortiz, H. (2018). *Análisis financiero aplicado, bajo NIIF (16ª ed.)*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Rivera, J. (2017). *Introducción a la administración financiera: fundamentos y aplicaciones para crear valor (2ª reimpresión)*. Cali: Universidad del Valle.
- Rivera, J. y Alarcón, D. (2012). El cargo de capital en la evaluación del desempeño financiero de empresas innovadoras de confecciones de Cali. *Estudios Gerenciales*, 38 (123), 85-100.
- Rivera, J., Segura, K. y Urbano, A. (2023). Industria panificadora en Colombia: análisis con indicadores contables y gestión del valor. *Revista administración y organizaciones*, 27 (52). Próximo a publicarse.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. y Jordan, B. (2019). *Corporate finance (12th. ed.)*. NY: McGraw-Hill Education.
- Stern, J. M., y Willett, J. T. (Winter, 2014). A Look Back at the Beginnings of EVA and Value Based Management: An Interview with Joel M. Stern. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 39-46.
- Stewart, B. (2000). *En busca del valor*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2022). Tasa de interés y desembolsos por modalidad de crédito. <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&ITipo=publicaciones&IFuncion=loadContenidoPublicacion&id=60955>
- Superintendencia de Sociedades, (2022). Sistema integrado de información societaria (SIIS). <https://siis.ia.supersociedades.gov.co/>
- Worthington, A. y West, T. (2001). Economic value-added: A review of the theoretical and empirical literature. *Asian Review of Accounting*, 9(1), 67-86. <http://dx.doi.org/10.1108/eb060736>
- Zutter, C. y Smart, S. (2019). *Principles of managerial finance brief (8th ed.)*. UK: Pearson Education.