

¿Es posible medir la perdurabilidad empresarial?

Javier Cadena
Alexander Guzmán
Hugo Alberto Rivera

En el año 578, el Príncipe Shotoku desplazó hacia el Japón a toda su familia desde Corea, con la finalidad de construir el templo budista de Shitennoji, construcción que aún sigue en pie. Con el nombre *Kongo Gumi*, fundó una empresa que ha participado en la construcción de muchos edificios famosos, siendo una de sus principales construcciones el castillo Osaka, levantado en el siglo XVI. Ya han pasado cuarenta generaciones y todavía la empresa continúa construyendo y reparando templos religiosos. En México, la empresa más antigua es *José Cuervo*, fundada en 1795 en Jalisco. Compañías de alto reconocimiento mundial también hacen parte de este selecto grupo: *Dupont*, en los Estados Unidos, fundada en 1802; Siemens, en Alemania, en 1847. ¿Cuál es el secreto de estas empresas?, ¿Cómo han logrado perdurar por siglos?, ¿Existe alguna medida que permita identificar si una empresa es perdurable o podría llegar a serlo?, ¿Es lo mismo perdurabilidad que longevidad?

El presente artículo no tiene como finalidad identificar las razones por las cuáles una empresa es o no perdurable, lo que sí desarrolla es una propuesta para la medición de la perdurabilidad mediante un indicador financiero, que permita evaluar el desempeño superior de las empresas en determinado sector estratégico, propuesta que surge fruto de las reflexiones, realizadas al interior del proyecto análisis estructural de sectores estratégicos de la línea de investigación en estrategia, que hace parte del grupo de investigación en perdurabilidad empresarial de la facultad de administración de la Universidad del Rosario, en Bogotá, Colombia. Adicionalmente, el artículo hace una introducción al tema de la perdurabilidad empresarial indicando algunas características que darían lugar a una empresa perdurable. Conceptos como perdurabilidad, longevidad, mortalidad, morbilidad, convergencia, hacinamiento, manchas blancas, entre otros, hacen parte del artículo, cada uno de ellos con un propósito y es presentar una problemática mundial como lo es el tema de perdurabilidad.

La perdurabilidad, preocupación generalizada

Académicos, consultores y empresarios tratan de dar respuesta desde su campo de actuación y responsabilidad a la pregunta ¿por qué razón unas empresas perduran más que otras y cómo lograr ser perdurable?.

Las aproximaciones frente a este tema regularmente son cualitativas y la carencia de herramientas sólidas de índole cuantitativo, deja sin una respuesta completa el tema objeto de preocupación, aún más, ni siquiera existe una uniformidad conceptual sobre lo que significa la palabra perdurabilidad; partiendo de esta primera situación recurrimos al diccionario de la Real Academia Española, el cual define el término como “[...]Durar mucho, subsistir, mantenerse en un mismo estado”; es un punto de partida para saber que significa perdurar y tratar de establecer una herramienta cuantitativa, que apoye los rasgos cualitativos de la perdurabilidad.

La academia trata de interpretar la realidad empresarial y acercarse a definiciones más precisas sobre el concepto, ejemplo de ello es lo realizado por uno de los grupos de investigación de la facultad de administración de la Universidad del Rosario de Bogotá, cuyo tema es la perdurabilidad empresarial; en particular, para la línea de investigación en estrategia, una empresa es perdurable si a través del tiempo presenta una serie de características: desempeño superior permanente, - el desempeño superior permanente¹ lo consigue una organización al presentar resultados financieros por encima del tercer cuartil de forma permanente-, logra una posición única y difícilmente imitable mediante un adecuado manejo de las fuerzas del mercado, se enfoca en espacios de mercado no explotados o débilmente explotados definidos como manchas blancas² y ha realizado un análisis de sus competidores, siempre y cuando se lleve a cabo una administración enmarcada en la dirección y la gerencia.

Este punto es importante, ya que se comprende la administración como una actividad que debe contemplar dos grandes actividades, la primera de dirección, la persona que se encuentre al frente de una empresa debe visualizar el futuro, debe ser un soñador que la oriente a la consecución de un futuro, perciba lo que el entorno le presenta como información y logre convertirla en estrategias coherentes, que le permitan adquirir un posicionamiento superior gracias a la adquisición de ventajas únicas y difícilmente imitables y no mediante la imitación de las “mejores prácticas de los rivales”.

¹ De acuerdo con la teoría de Shewhart (1982), los datos generados por cualquier fenómeno se distribuyen de alguna manera y la tercera cuartila o setenta y cinco percentil es el punto bajo el cual se encuentran ubicadas las partes de los resultados.

² El término manchas blancas hace relación a espacios de mercado no atendidos en un sector, o atendidos de forma deficiente por una o varias empresas, situación que al ser identificada permite a una empresa tomar decisiones sobre una posible entrada a dicho segmento.

Sin embargo, la administración requiere de otro componente fundamental y es la gerencia, la optimización de los procesos y el mejoramiento, permanente de ellos, la gestión del día a día. Una empresa que logra integrar ambos aspectos dirección y gerencia, o lo que es lo mismo estrategia y mejoramiento estaría en el camino de la perdurabilidad, presentando las características anteriormente indicadas, y podría decirse que es competitiva. Una pregunta válida sería la siguiente: ¿Si solamente trabaja la dirección o la gerencia, que podría llegar a ocurrir?, se configuraría una empresa de larga edad, lo que la Real Academia define como longevidad.

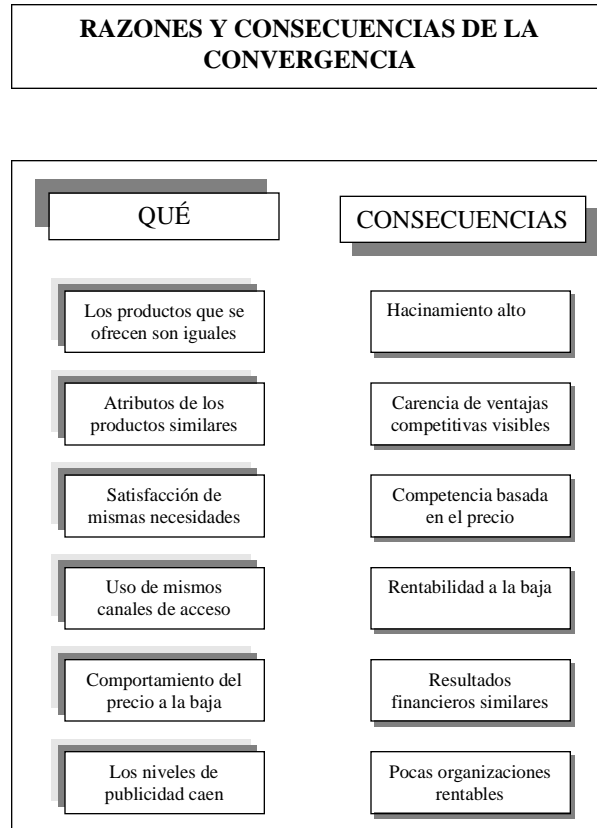
La anterior era la mirada de la academia sobre la perdurabilidad. Pero, ¿Qué pasa en el mundo empresarial?. Para aquéllos que se encuentran al frente de una empresa pueden existir dos miradas diferentes: La primera de ellas estaría en el lado de aquella persona que sus actividades lo asemejan con un director, entendido éste como un estratega que piensa en longevidad y en la consecución de ventajas únicas y difícilmente imitables, que le permitan proyectar a su empresa en el largo plazo; la segunda, es la persona que se enfoca en la gestión del día a día y podemos catalogarlo como un *gerente* para quien, la perdurabilidad se expresa en la generación de resultados económicos de corto plazo. Si se integran ambas posibilidades podríamos indicar que, una organización perdurable es a la vez competitiva, debido a que realiza dos grandes actividades: la dirección y la gerencia, una preparación para el futuro y una acción en el presente.

Opciones de perdurar en el tiempo

Una empresa de acuerdo con la definición de la Real Academia, es perdurable si tiene muchos años. Sin embargo, existen diferentes niveles de perdurabilidad o abordajes. El primero de ellos, se presenta cuando la empresa puede ser perdurable en el tiempo pero ser una empresa morbil, entendida la morbilidad como una patología de la empresa al no lograr un desempeño superior y presentar resultados financieros por debajo de una medida de desempeño superior, como lo es el percentil setenta y cinco o la tercera cuartila. La empresa llega a presentar esta enfermedad, entre otras cosas, por la incapacidad de alcanzar ventajas únicas y difícilmente imitables y seguir las “mejores prácticas de los rivales” en la búsqueda de un posicionamiento estratégico simple y resultados económicos que le permitan sobrevivir. Esa lucha por sobrevivir la ha conducido entre otras cosas a una guerra de precios, guerra por mecanismos de promoción y publicidad para atraer a los clientes y a la contribución de la convergencia estratégica del sector. El diccionario de la Real Academia Española define convergir como “[...] 1) la actitud de dirigirse a unirse en un punto. 2) Concurrir al mismo fin, 3) Aproximarse a un límite. Diccionario de la Lengua Española (2001:647)³. Para Nattermann, (2003), convergencia estratégica se da cuando un grupo de empresas terminan desarrollando actividades similares y reflexiones estratégicas parecidas asimismo la empresa se encuentra en un sector con alto grado de hacinamiento y la erosión administrativa es permanente.

³ Definición de La Real Academia Española sobre el término convergir.

El gráfico No 1. “Razones y consecuencias de la convergencia” que se presenta a continuación, permite identificar las causas por las cuales se llega a la convergencia y las consecuencias de estar en un sector que tiene esta patología.



Tomado de Convergencia estratégica, Restrepo y Rivera (2005)

El segundo caso se presenta cuando la empresa ha superado esta situación de la morbilidad y logra tener mucha longevidad siendo saludable, obtiene una ventaja única y difícilmente imitable generando superioridad competitiva, ha logrado la innovación respecto de sus competidores y alcanza la divergencia estratégica.

¿Qué esperamos de una empresa?, ¿Longevidad o perdurabilidad? Ser longevo no garantiza un buen estado de salud, pero ser perdurable sí lo garantiza. ¿Cómo medir esa perdurabilidad desde el punto de vista financiero? Es la propuesta que a continuación presenta el documento:

Observemos en el gráfico No. 2 “Árbol de lógica⁴ de la perdurabilidad empresarial a partir de la estrategia”, el camino que recorre una organización hacia la perdurabilidad o hacia la mortalidad.

Esta herramienta debe ser leída de abajo hacia arriba. Se hará una lectura de las primeras entidades para que el lector tenga claridad. Comenzando en la base encontramos una entidad⁵ que dice “la empresa busca desempeño superior”⁶, y para que las empresas presenten un desempeño superior (10) esperan tener un posicionamiento estratégico simple⁷ (20), ya que el paradigma es que este tipo de posicionamiento garantiza nichos de mercado en crecimiento y altos ingresos (15). Así mismo, este posicionamiento simple contribuye al incremento de la convergencia estratégica del sector (60) al generarse una guerra por precios y por mecanismos de promoción y publicidad con la intención de atraer a los clientes (50), los productos ofrecidos por la empresa no presentan ninguna diferencia, se atiende los mismos mercados que los rivales (45) y se utilizan las mismas prácticas de los rivales sin modificaciones (55); al contribuir al incremento de la convergencia la empresa va en el camino de la mortalidad (90), la empresa se enferma (80) ya que la erosión administrativa es permanente (75) y el sector presenta un alto grado de hacinamiento (85). Este es el camino que lleva a la desaparición de la empresa en el tiempo.

Sin embargo, no es la situación de todas las empresas, algunas logran perdurar en el tiempo, a través de la búsqueda del mismo propósito, como lo es el desempeño superior (10), trabajan en ese camino para tener superioridad competitiva (40), debido a que contar con ventajas únicas y difícilmente imitables le genera superioridad (30).

⁴ El árbol de lógica es una herramienta propuesta por Goldratt para representar un problema de forma gráfica con la intención de lograr una solución poderosa para él. Se compone de entidades que tienen un número, el cual sirve de apoyo en la lectura del mismo. Las flechas nos muestran la relación entre las entidades.

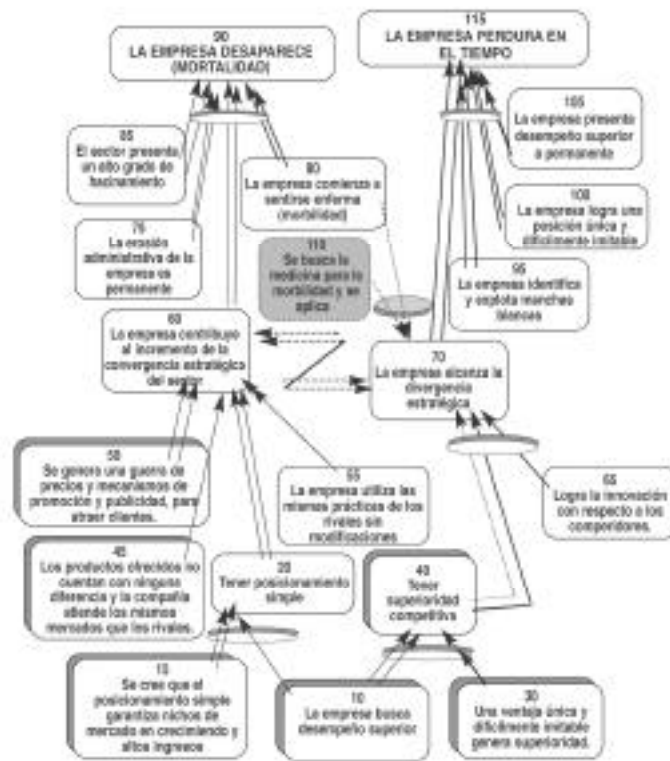
⁵ En teoría de restricciones se denomina entidad a cada uno de los “componentes” que conforman el árbol de lógica.

⁶ Desempeño superior es trabajado en la línea de investigación como la capacidad de una empresa de presentar resultados financieros por encima del tercer cuartil de forma permanente en el tiempo.

⁷ Se entiende por posicionamiento estratégico simple la situación en la cual la empresa cuenta con ventajas pero las cuales no tienen la característica de ser únicas y difícilmente imitables.

Al llegar a ella, la empresa alcanza la divergencia estratégica (70) pues ha logrado ser innovadora respecto de los competidores (65); la divergencia (70) le permite alcanzar la perdurabilidad (115) ya que identifica y explota manchas blancas⁸ (95), logra una posición única y difícilmente imitable (100) y alcanza resultados financieros superiores permanentes (105). El árbol nos presenta una situación de morbilidad de las empresas (90), ¿qué deben hacer esas empresas? Tienen dos opciones: esperar la muerte o tratar de salvarse. Si buscan la medicina para la morbilidad y la aplican (110) podrán dar el paso a la divergencia estratégica (70) y alcanzar la perdurabilidad (115).

GRAFICO Nro. 2 - ARBOL DE LOGICA DE LA PERDURABILIDAD EMPRESARIAL A PARTIR DE LA ESTRATEGIA



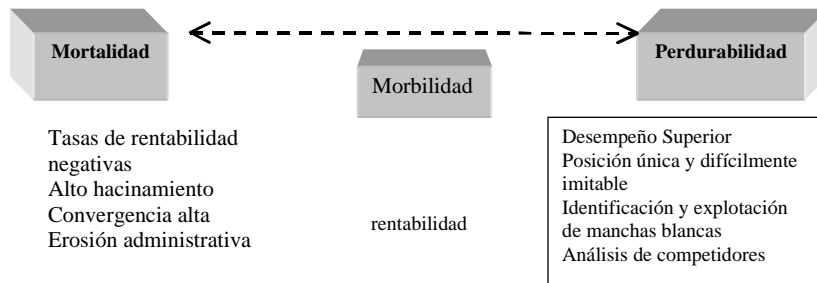
Tomado de Restrepo, Luis F. Rivera Hugo A. (2005)

⁸ El término manchas blancas hace relación a espacios de mercado no atendidos en un sector, o atendidos de forma deficiente por una o varias empresas, situación que al ser identificada permite a una empresa tomar decisiones sobre una posible entrada a dicho segmento.

Tomado de Restrepo, Luis F. Rivera Hugo A. (2005)

En la figura N° 3 “Continuo mortalidad-perdurabilidad” se incluyen las características de cada una de los momentos que una empresa puede presentar. El punto medio es la morbilidad, patología de la cual también se presentan las características.

En el extremo de la mortalidad, la empresa se encuentra en un sector altamente hacinado y, por consiguiente, la tasa media de la rentabilidad del sector se deteriora cada vez más, asimismo, la erosión administrativa es latente. ¿Qué es erosión administrativa? La erosión administrativa está conformada por “[...] erosión estratégica y erosión de la productividad. La erosión estratégica se da cuando una empresa presenta un crecimiento de las utilidades en mayor proporción que los ingresos, situación que se alcanza a través de la disminución de los costos promovida por esquemas de mejoramiento incremental, utilización de técnicas como outsourcing o programas de calidad o cambio tecnológico, todo esto tiene un límite en el tiempo y no cuenta con la polenta para mantener la utilidad como una función de costo; el índice de erosión de la productividad se observa cuando una empresa presenta un crecimiento de los ingresos en mayor proporción que el crecimiento de la utilidad, situación que indica un crecimiento de los costos, que pone en peligro el margen. Los altos costos comprometen el futuro” (Restrepo, Rivera 2005).



Medir cuantitativamente la perdurabilidad empresarial impone un reto complejo. Existen un sin fin de factores de toda índole que difícilmente pueden ser resumidos en un indicador financiero, que permita vaticinar o predecir si la organización se encontrará vigente dentro de veinte, treinta, cuarenta años o dentro de algunos siglos, como el caso de las empresas mencionadas al comienzo del artículo; sin embargo, las cifras financieras que arroja una empresa son el reflejo económico de todo un conjunto de variables y decisiones que se presentan en las diferentes áreas de la organización y de su relación y forma de interacción con el entorno y con el sector estratégico del cuál hace parte.

Sin embargo, es claro que las cifras financieras por sí solas constituyen un conjunto de datos, poco o nada dicentes. La interpretación que se hace de éstas, el criterio con el cual se analizan, la capacidad de organizarlas y resaltar aquéllas que son verdaderamente relevantes en el análisis de la situación financiera de la empresa, permite que estos datos se conviertan en información útil. Una buena interpretación de las mismas por parte de las personas que se encuentren al frente de la empresa, dependiendo sus características como director, gerente o administrador harán que el uso de la información financiera sea diferente.

Haciendo una revisión bibliográfica sobre indicadores de perdurabilidad existentes y partiendo de la base indicada en el presente artículo, una empresa perdura si entre algunas cosas realiza un análisis de sus competidores. Porter (2004), al identificar las capacidades que debe poseer un rival, evalúa el crecimiento utilizando el crecimiento sostenible, con la siguiente fórmula:

$$\text{Crecimiento sostenible} = (\text{rotación de activos}) \times (\text{rendimiento sobre ventas después de impuestos}) \times (\text{activo/pasivo}) \times (\text{deuda / capital}) \times (\text{parte de utilidades retenidas})$$

El BCG⁹ propuso una ecuación que permite reflexionar y obtener pistas sobre la capacidad que tiene una empresa para abordar el crecimiento de un sector:

$$CPS = (R^a)(p) + (D/E)(P)(R^a-i),$$

En donde (R^a) es igual a la rentabilidad sobre activos antes de pagar los intereses ponderados de la deuda, (p) es la tasa de retención de utilidades, (D) es el pasivo total, (E) es el patrimonio, (i) son los intereses promedio ponderados de la deuda.

⁹ Desde la perspectiva financiera, el Boston Consulting Group (BCG) propone una metodología que permite evaluar la capacidad que tiene una empresa para sostener el crecimiento de la demanda, o en caso contrario, emigrar o abordar otras relaciones producto-mercado-tecnología-uso.

Para Sallenave (1992) y Restrepo (2004) el crecimiento potencial sostenible “[...]tiene que ver con la capacidad de una organización para sostener o no el crecimiento de la demanda sectorial, o abordar o no otros sectores diferentes a los que atiende en este momento. Desde el punto de vista sectorial, se puede aplicar el concepto para determinar el crecimiento potencial sostenible (CPS) de cada competidor y estudiar en su conjunto la posición relativa que cada rival tiene”¹⁰. Restrepo utiliza la ecuación:

$$Cps = (Ra) (p) (1+D/E)$$

En donde (Ra) es igual a la rentabilidad sobre activos. Ambas ecuaciones son equivalentes, la primera permite efectuar un análisis mucho más detallado del crecimiento, la segunda permite realizar los cálculos de una forma más simple.

El indicador de perdurabilidad: una nueva propuesta

Pudimos observar como el tema del crecimiento potencial ha sido trabajado en el pasado por diversos autores. Sin embargo, el crecimiento potencial es una condición necesaria pero no suficiente para lograr la perdurabilidad. Existen tres componentes claves en la perdurabilidad empresarial que se pueden obtener por medio de las cifras financieras de las organizaciones y que permiten aproximarse a la capacidad que tiene una empresa de permanecer en el tiempo. Estas son: la rentabilidad, la liquidez y la estructura de endeudamiento, que bien administradas pueden hacer una empresa perdurable.

Rentabilidad:

Regularmente, se dice que una empresa tiende a perdurar en el tiempo mientras logre mantener o acrecentar el patrimonio de los accionistas. Este concepto está asociado con la rentabilidad que generan las empresas. Tradicionalmente, el capital de una empresa se mantiene o incrementa en la medida en que la organización obtiene rentabilidad a partir de sus utilidades. Por mucho tiempo, se consideró este factor como el único relevante para medir los resultados de las empresas y su capacidad de perdurar en el tiempo.

Liquidez:

Sin embargo, la práctica empresarial ha demostrado que la utilidad por si sola no es un factor lo suficientemente determinante para que las empresas logren perdurar en el tiempo. Un ejemplo práctico, extractado del libro “Contabilidad Financiera”, de Alexander Guzmán, David Guzmán y Tatiana Romero, publicado por la Universidad del Rosario (2005), permite aclarar mejor esta situación:

¹⁰ Sallenave, 1992, *La gerencia integral*, y Restrepo, L.F; *Gestión estratégica y competitividad*, Bogotá, Ediciones Universidad Externado de Colombia, 2004.

Javier Cubillos, eminente estudiante de economía y administración, además de ser un universitario muy dedicado se consideraba un hombre de negocios. Hijo de una familia tradicional bogotana, identificado como un típico joven de alta sociedad, nunca pronunciaba una mala palabra en público. Obedeciendo a su espíritu emprendedor decidió dedicarse a importar vinos argentinos para venderlos a los hipermercados en Bogotá, a partir de enero de este año.

Su empresa la llamó “Cadena importadora de vinos” y aportó \$175.000.000 en efectivo, adquirió muebles y enseres por \$5.040.000, equipos de cómputo por \$10.080.000 y arrendó una oficina con bodega de almacenamiento por \$3.000.000 al mes, incluida la administración. Los servicios públicos del primer mes ascendieron a \$1.000.000 y los honorarios que canceló a su asistente y a sus vendedores fueron de \$5.000.000.

Importó 10.000 botellas de vino tinto Cabernet Sauvignon, a un costo neto de compra de \$15.000 la botella, y tuvo que cancelarlos de contado, pues su proveedor no puede despachar la mercancía desde Argentina si no ha sido cancelada la factura. Lo mejor de todo es que vendió 9.500 botellas, a \$20.000 cada una, a un cliente mayorista que se comprometió a cancelar la totalidad de la compra en 120 días y le solicitó 15.000 botellas para el mes de febrero. Finalizado el primer mes decidió depreciar sus activos en cinco años por línea recta y se preparó para realizar la nueva compra de botellas de vino. ¿Podrá Javier cancelar su pedido? ¿El negocio es rentable? ¿El negocio es líquido? Para ello es bueno elaborar los estados financieros de la empresa. El balance general de esta importadora de vinos sería el siguiente:

CADENA IMPORTADORA DE VINOS			
BALANCE GENERAL A 31 DE ENERO DE 2XXX			
ACTIVO CORRIENTE		PASIVO CORRIENTE	
Efectivo	800.000	Provisión impuesto de renta	14.343.000
Inventario	7.500.000		
Cuentas por Cobrar	190.000.000		
Total Corriente	198.300.000	Total Pasivo	14.343.000
ACTIVO FIJO		CAPITAL	
Muebles y Enseres	5.040.000	Aportes	175.000.000
Depreciación acumulada	-84.000	Utilidad del ejercicio	23.905.000
Equipo de cómputo	10.080.000		
Depreciación acumulada	-168.000		
Total Fijos	14.068.000	Total Capital	198.905.000
TOTAL ACTIVOS	213.248.000	TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	213.248.000

Si se piensa que la empresa tan sólo lleva un mes de operaciones y ya logró incrementar sus activos de \$175.000.000 a \$213.248.000, aparentemente el negocio es interesante y tiene futuro.

CADENA IMPORTADORA DE VINOS			
ESTADO DE RESULTADOS DEL 1 AL 31 DE ENERO DE 2XXX			
Matriz principal:		Costo de Ventas:	
Ventas Brutas	190.000.000	= Compras Netas	150.000.000
- Devoluciones y Rebajas Vtas	0	+ Inventario Inicial Mercancía	0
= Ventas Netas	190.000.000	= Mercancía Disponible para vta	150.000.000
- Costo de Ventas	142.500.000	- Inventario Final Mercancía	7.500.000
= Utilidad Bruta	47.500.000	= Costo de Ventas	142.500.000
- Gastos Operacionales	9.252.000	Gastos Operacionales:	
= Utilidad Operacional	38.248.000	Depreciación	252.000
+ Ingresos No Operacionales	0	Ariendo	3.000.000
- Gastos No Operacionales	0	Servicios	1.000.000
= Utilidad Antes Impuestos	38.248.000	Honorarios	5.000.000
- Impuestos (35%)	14.343.000	Total Gastos operacionales	9.252.000
= Utilidad Neta o del Ejercicio	23.905.000		

Igualmente, el estado de resultados es alentador. Si la empresa tiene la capacidad de generar prácticamente \$24 millones de pesos en el primer mes, se podría calcular que, manteniendo este comportamiento, la utilidad al final del año sería de más de \$280 millones.

CADENA IMPORTADORA DE VINOS	
FLUJO DE EFECTIVO DEL 1 AL 31 DE ENERO DE 2XXX	
Ingresos de efectivo:	
Total ingresos	0
Egresos de efectivo:	
Compras	150.000.000
Ariendo	3.000.000
Servicios	1.000.000
Honorarios	5.000.000
Muebles y Enseres	5.040.000
Equipo de computo	10.080.000
Total egresos	174.120.000
Movimiento de efectivo del periodo	-174.120.000
Caja inicial	175.800.000
Caja Final	100.000

Revisando el flujo de efectivo de esta empresa, en un esquema de presentación tan sencillo surgen preguntas fundamentales. ¿Podrá Javier cancelar los honorarios y el arriendo del siguiente mes? ¿Tiene Javier la posibilidad de cancelar el nuevo pedido sin endeudarse? La empresa es rentable, pero, aparentemente, operar el segundo mes es imposible, si no se realizan más aportes de capital o no se consigue endeudamiento para soportar la operación del negocio.

Pero más interesante aún, es preguntarse qué sucede si la empresa continúa creciendo y los pedidos del proveedor aumentan en 5.000 botellas por mes. ¿Podrá la empresa conseguir el endeudamiento suficiente para soportar las necesidades de liquidez? ¿Es necesario en este negocio un aporte de capital mayor por parte del propietario?

Estas preguntas se pueden contestar con análisis más profundos, elaborando estados financieros proyectados, aplicando herramientas de análisis financiero a las proyecciones planteadas y simulando diferentes tipos de escenarios.

Como se concluye del ejercicio anterior, las utilidades son un buen punto de partida. Sin embargo, éstas por sí solas no garantizan perdurabilidad empresarial; deben, además, convertirse en rentabilidad y finalmente en flujo de caja, para soportar la corriente de pagos y compensaciones a los propietarios de los factores de producción. En efecto, las empresas pueden generar utilidades sin que éstas traduzcan rentabilidad. Por ejemplo, una empresa puede obtener cuantiosas utilidades que representen apenas una rentabilidad sobre activos del 13%, muy inferior a su costo de capital, que resulta del apalancamiento generado por las diferentes fuentes de financiamiento. Ahora bien, una rentabilidad superior al costo de capital, soportada o traducida en flujos de efectivo, le permite a la empresa su perdurabilidad en el tiempo.

Estructura de endeudamiento:

Las empresas utilizan recursos para llevar a cabo su razón de ser. La consecución de estos recursos se logra fundamentalmente a través de aportes de los socios y/o endeudamiento. La pregunta fundamental relacionada con este aspecto es la siguiente: ¿Qué proporción de deuda y de capital debe utilizarse para la financiación de la empresa?. Bajos niveles de endeudamiento, por ejemplo, hacen demasiado costosa la financiación de la actividad de la empresa.

En el ámbito empresarial existió un mito por muchos años, que consideraba la deuda más costosa que el capital, porque no se asociaba costo financiero a los recursos aportados por los accionistas.

Sin embargo, modelos de valoración como el CAPM (Capital Assets Pricing Model), han demostrado que la rentabilidad esperada por el inversionista regularmente

es más alta que el costo financiero asociado a la deuda. El inversionista espera que los recursos que entrega a una empresa renten por lo menos una tasa superior a la libre de riesgo existente en el mercado. ¿Qué tan superior debe ser la rentabilidad esperada por el inversionista? Depende de dos factores fundamentales: el riesgo asociado a la inversión y la prima de mercado.

Como riesgo asociado a la inversión se conoce, en términos básicos, a la medición cuántica de la volatilidad de los resultados económicos de la inversión frente a los resultados económicos del mercado. Esta medición se traduce en vetas, que funcionan como indicadores de riesgo y se calculan a través de herramientas estadísticas. La prima mercado hace referencia a la diferencia existente entre la rentabilidad que reportan las empresas en promedio en el mercado y la tasa libre de riesgo. Esta prima se determina a través de la evolución de los precios de las acciones y la rentabilidad asociada a los mismos.

Teniendo en cuenta los factores citados anteriormente, el costo del capital resulta en general superior al costo de la deuda, este último determinado por las tasas de colocación de las entidades financieras o las tasas que reconocen los emisores de títulos valores en el mercado, atenuado por el beneficio tributario de los intereses.

Sin embargo, debe existir una adecuada estructura de endeudamiento que incorpore la utilización de recursos financieros proporcionados por terceros y por los propietarios de la compañía, ya que una concentración alta en deuda puede hacer vulnerable y riesgosa a la empresa ante variaciones macroeconómicas (como en tasas de interés, tipo de cambio y paridad de poder de compra), e inadecuados eventos en la operación de la compañía que lleguen a generar riesgo financiero y atenten contra la perdurabilidad. De igual manera, como se analizó anteriormente, el obtener financiamiento único con los socios, no permite acceder a los beneficios tributarios que genera el apalancamiento financiero, ni mejorar la rentabilidad obtenida por los accionistas de la empresa, a través de una correcta utilización de la deuda.

Primera aproximación al indicador de perdurabilidad empresarial¹¹

Teniendo en cuenta los tres componentes que indican perdurabilidad empresarial, es necesario plantear, a la luz de razones financieras, un indicador que permita evaluar los resultados financieros de la gestión y la posibilidad que tiene la empresa de perdurar en el tiempo.

¹¹ En los antecedentes de la definición del indicador participaron María Camila Ramírez, como joven investigadora de la facultad de Administración de la Universidad del Rosario y Ana María Franco, como estudiante integrante del semillero de investigadores.

Para cada uno de estos factores se utiliza un indicador financiero. Hasta el momento se han realizado dos diseños del Indicador, el primero de los cuales se expone a continuación.

Indicador del componente de rentabilidad:

En los indicadores financieros tradicionales existe un conjunto de razones que pretenden medir la rentabilidad de la empresa. Los márgenes bruto, operacional y neto buscan mostrar la proporción de las ventas que se transforma en utilidad. Estos indicadores permiten medir la eficiencia en la administración de los recursos destinados a la producción o comercialización, a la operación, y en general a soportar todas las actividades de la empresa a través de los diferentes costos y gastos asumidos. Sin embargo, estos indicadores no muestran que relación existe entre la rentabilidad obtenida por la empresa y la inversión requerida en activos.

El indicador de la rentabilidad del activo, conocido como ROA por sus siglas en inglés (Return On Assets), relaciona la inversión existente en activos y los resultados que arroja la empresa en un período determinado. De esta manera, se obtiene una tasa de rentabilidad por las actividades desarrolladas por la empresa. Suponiendo que una empresa tuviese hipotéticamente una inversión en activos de \$1.000 millones y una utilidad neta final de \$100 millones, la rentabilidad generada sobre esta inversión en activos en este período sería del 10%.

Sin embargo, es necesario resaltar que las empresas son perdurables por su capacidad para generar utilidades en desarrollo de su objeto social. Son muy pocas las empresas que subsisten por generación de utilidades en actividades diferentes a las operacionales. Se podría citar como ejemplo a las aseguradoras, empresas que regularmente arrojan pérdidas en el desarrollo de la operación de su negocio, pero que gracias a sus inversiones y su participación en el mercado de capitales obtienen utilidades para sus propietarios¹². En todo caso, por ello las aseguradoras son reconocidas como inversionistas institucionales en el mercado de capitales; en desarrollo de su actividad canalizan recursos a los instrumentos de deuda existentes en el mercado. Así, aunque para la mayoría de empresas los resultados de las inversiones se presentan como no operacionales, sería reconsiderable esta situación en las empresas del sector asegurador. Además de éste, es posible que existan otros ejemplos en los cuales se presente la duda de si las utilidades operacionales son las que sostienen el negocio. Sin embargo, se supone que las empresas deben generar utilidades cuando desarrollan su objeto social.

¹² La mayoría de empresas del sector asegurador generan pérdidas técnicas básicamente porque los siniestros son superiores a las primas recaudadas. Sin embargo, estas empresas deben realizar inversiones de manera forzosa, y sus rendimientos por dichas inversiones reportan utilidades para los accionistas.

Por lo anterior, se planteó como necesario para la medición de la rentabilidad empresarial, comparar o relacionar la utilidad generada por las actividades operacionales con la inversión en activos. Se propuso medir el primer factor del indicador de perdurabilidad empresarial, calculando la Rentabilidad Operativa del Activo.

$$ROA^* = \frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Activos Totales}}$$

*ROA Rentabilidad Operativa del Activo

Indicador del componente de liquidez:

Medir la liquidez que tiene una organización ha resultado complejo desde el punto de vista financiero. Los primeros indicadores como la razón corriente y la prueba ácida son poco dicentes.

Lo cierto es que dicha generación de liquidez se ha pretendido encontrar proyectando los flujos de efectivo de la empresa. Estos se pueden determinar a través de métodos directos o métodos indirectos. El método directo registra todas las entradas y salidas de efectivo de la caja, mientras que el método indirecto determina el flujo de efectivo partiendo del estado de resultados. ¿Por qué ha sido necesaria la determinación de los flujos de efectivo? Porque esta ha sido la manera más eficiente de comprobar si los ingresos y las utilidades que se esperan se convertirán, finalmente, en flujos de efectivo que permitan a la empresa funcionar a largo plazo.

Por lo tanto, en primera instancia se quiso relacionar la liquidez con la utilidad, buscando determinar qué porcentaje de las utilidades operativas se convertía en flujo de caja para la empresa. Entonces, se buscó comparar un flujo de caja generado por la operación con la utilidad operacional. El hecho de tomar las variables desde el punto de vista operacional pretende verificar la capacidad de convertir las utilidades relacionadas con la razón de ser de la empresa en flujo de efectivo. Se diseñó, entonces, un indicador que se denominó Liquidez de la Utilidad Operativa.

$$LUO^* = \frac{\text{EGO}}{\text{Utilidad Operativa}}$$

*LUO = Liquidez de la Utilidad Operativa

El efectivo generado por la operación (EGO), se puede determinar de manera indirecta como lo proponen varios autores. Sin embargo, otra propuesta se plantea a continuación.

En principio, se espera que la utilidad operativa de una empresa se convierta en flujo de caja. Pero en el cálculo de la utilidad operativa se han deducido gastos que

no son desembolsables, como las depreciaciones y las amortizaciones. Por lo tanto, el efecto de estos gastos debería ser eliminado. En el lenguaje financiero la utilidad operativa se conoce como EBIT (Earnings Before Interests and Taxes), y la utilidad operativa sin gastos desembolsables se conoce como EBITDA (en donde se elimina el efecto de las depreciaciones y las amortizaciones).

Ahora bien, para la generación de las utilidades y el flujo de caja operacional se hace necesario realizar inversiones en algunos rubros del activo corriente, tales como el inventario y las cuentas por cobrar. Además, se debe tener en cuenta la financiación que se obtiene para la operación del negocio, a través de las cuentas por pagar. Las variaciones en el capital de trabajo neto operativo (conformado por las cuentas por cobrar y los inventarios, menos las cuentas por pagar) deben ser tenidas en cuenta en la determinación de la liquidez que genera la operación de una empresa.

Todo lo anterior implica que el EGO (efectivo generado en la operación) esté determinado por la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA) afectada por las variaciones en el capital de trabajo neto operativo:

$$LUO = \frac{UO + GND - KTNO}{UO}$$

- LUO Liquidez de la Utilidad Operativa
 UO Utilidad Operativa
 GND Gastos no desembolsables
 KTNO Variación en el Capital de Trabajo Neto Operativo

La variación del capital de trabajo neto operativo se obtiene comparando la inversión en este rubro en el año en estudio, frente a la inversión del año inmediatamente anterior.

$$KTNO = (CxC_{AÑO2} + Inventario_{AÑO2} - CxP_{AÑO2}) - (CxC_{AÑO1} + Inventario_{AÑO1} - CxP_{AÑO1})$$

- CxC Cuentas por Cobrar a Clientes
 Inventario Inversión total en Inventarios
 CxP Cuentas por Pagar a Proveedores

Para concluir, la aplicación del indicador que se ha denominado LUO, lleva a determinar el porcentaje de la utilidad operativa que se convierte en Efectivo Generado por la Operación de la empresa.

Indicador de estructura de endeudamiento:

Cuando se revisaron los conceptos generales, se expusieron argumentos bajo los cuales se puede concluir que el costo del capital aportado por los propietarios es superior al costo de la deuda. Igualmente, se resaltó que un inadecuado endeudamiento puede llevar a la empresa a tener problemas que afecten su perdurabilidad.

Indicadores conocidos como el endeudamiento total o el endeudamiento de corto plazo dicen realmente poco, respecto de lo viable que puede resultar la estructura de endeudamiento en el largo plazo. Una empresa puede tener una concentración en deuda similar a las demás compañías de su sector, pero esto no implica que la situación sea sostenible en el largo plazo por el costo o la clase de sus pasivos.

La cobertura de intereses relaciona el costo financiero asumido por la empresa con las utilidades generadas en la operación del negocio. Y aunque la relación sea favorable en el presente, este indicador tampoco permite saber si el costo financiero pudiese ser menor o es acertado, de acuerdo a la rentabilidad generada por la inversión en los activos de la empresa.

La empresa debe procurar que su financiamiento tenga el menor costo asociado posible. Un bajo costo de endeudamiento le permitirá mejorar la rentabilidad alcanzada para los propietarios y fortalecer patrimonialmente la empresa, gracias a una buena rentabilidad que pueda ser capitalizada luego de responder a las expectativas de rentabilidad de los accionistas.

Por ello es importante medir la contribución financiera que obtiene la organización. Este indicador se define como la diferencia entre la rentabilidad neta que obtienen los accionistas por sus recursos y la rentabilidad operacional que obtiene la empresa por su inversión en activos. Se compara, entonces, la rentabilidad neta del patrimonio, conocida como ROE por sus siglas en inglés (Return On Equity), contra la rentabilidad operativa de los activos (ROA). Se propuso medir el tercer elemento del indicador de perdurabilidad empresarial calculando la Contribución Financiera.

$$CF^* = ROE - ROA$$

*CF	Contribución Financiera
ROA	Rentabilidad Operativa del Activo
ROE	Rentabilidad del Patrimonio

$$CF^* = \frac{UATx}{\text{Patrimonio}} - \frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Activos Totales}}$$

UATx Utilidad Neta antes de Impuestos

Es fácil aclarar este concepto a través de un ejemplo. Si una empresa que tiene una inversión en activos del \$1.000 millones presenta una utilidad operacional de \$200 millones, la rentabilidad operativa del activo (ROA) es equivalente a un 20%. Ahora bien, suponiendo que su deuda sea de \$600 millones y su patrimonio de \$400 millones, y que el costo financiero de su deuda es del 15%, los intereses o cargos financieros que asumiría serían de \$90 millones. Esto llevaría a que la utilidad antes de impuestos fuese de \$110 millones, lo que implicaría una rentabilidad neta antes de impuestos sobre el patrimonio de 27,5%.

¿Por qué la rentabilidad patrimonial es superior a la rentabilidad del activo? Esta empresa está consiguiendo recursos en el mercado a un costo financiero inferior a la rentabilidad obtenida por la empresa sobre su inversión en activos. Esto implica conseguir recursos al 15% para ser invertidos al 20%. Esta diferencia genera una rentabilidad similar a la que se obtendría en el mercado financiero por captar recursos a una tasa inferior a la que se colocan. El beneficio es percibido por los propietarios de la empresa, pues sus recursos se hacen más rentables.

Si se quiere comprobar lo anterior se pueden modificar los supuestos utilizados y revisar lo que sucede con la rentabilidad patrimonial. Nuevamente, la empresa tiene una inversión en activos del \$1.000 millones y presenta una utilidad operacional de \$200 millones. Así, la rentabilidad operativa del activo (ROA) es equivalente a un 20%. De nuevo se supone que su deuda es de \$600 millones y su patrimonio de \$400 millones, pero el costo financiero de su deuda sería del 25%, ocasionando que los intereses o cargos financieros que asumiría serían de \$150 millones. Esto llevaría a que la utilidad antes de impuestos fuese de \$50 millones, lo que implicaría una rentabilidad neta antes de impuestos sobre el patrimonio de 12,5%.

Se ve, entonces, que un costo financiero superior a la rentabilidad operativa del activo (ROA), lleva a que la rentabilidad de los accionistas o propietarios sea castigada. Sería captar los recursos a tasas inferiores a las que se colocan.

Una última simulación es válida para terminar de explorar este indicador. Nuevamente, la rentabilidad operativa del activo (ROA) para esta empresa es equivalente a un 20%. De nuevo se supone que su deuda es de \$600 millones y su patrimonio de \$400 millones, pero el costo financiero de su deuda sería del 20%, ocasionando que los intereses o cargos financieros que asumirían serían de \$120 millones. Esto llevaría a que la utilidad antes de impuestos fuese de \$80 millones, lo que implicaría una rentabilidad neta antes de impuestos sobre el patrimonio de 20%.

Si la empresa consigue sus recursos a una tasa similar a la que los coloca, la rentabilidad percibida por los accionistas es equivalente a la que obtiene la empresa por los recursos que invierte en activos.

En conclusión, una contribución financiera positiva implica que la empresa está consiguiendo los recursos a tasas inferiores a la rentabilidad operativa del activo, logrando mejorar la rentabilidad obtenida sobre los recursos del patrimonio y fortaleciendo patrimonialmente la empresa, además de satisfacer las expectativas de los accionistas.

Indicador de perdurabilidad empresarial:

Luego de revisar exhaustivamente estos tres componentes se puede expresar, finalmente, el primer diseño que se realizó del Indicador de Perdurabilidad Empresarial:

$$\text{IPE}^* = \text{ROA} + \text{LUO} + \text{CF}$$

*IPE	Indicador de Perdurabilidad Empresarial
ROA	Rentabilidad Operativa del Activo
LUO	Liquidez de la Utilidad Operativa
CF	Contribución Financiera

Segunda aproximación al indicador de perdurabilidad empresarial

Luego de hacer algunas pruebas con el primer diseño del indicador y debatir sus ventajas y desventajas, se modificaron algunos componentes del Indicador. Las conclusiones de estos debates y los nuevos componentes del indicador se muestran a continuación.

Indicador del componente de rentabilidad:

En la primera definición del indicador, se planteó la medición de la rentabilidad empresarial relacionando la utilidad generada por la operación con la inversión en los activos totales. Se propuso medir el primer elemento del indicador de perdurabilidad empresarial calculando la Rentabilidad Operativa del Activo.

$$\text{ROA}^* = \frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Activos Totales}}$$

*ROA Rentabilidad Operativa del Activo

En discusiones posteriores se cuestionó el hecho de definir este indicador sin una relación de causalidad clara. Es decir, la utilidad operacional se genera a través de la inversión en activos destinados a la operación del negocio. La inversión en activos totales estará relacionada de una manera más clara con la utilidad total que arroja la empresa.

Por lo tanto, se hace necesario relacionar la utilidad operacional con los activos

destinados a la operación del negocio. Se definió, entonces, un nuevo indicador denominado el Margen Operativo del Activo:

$$\text{MOA} = \frac{\text{UO}}{\text{AO}}$$

MOA	Margen Operativo del Activo
UO	Utilidad Operativa
AO	Activos de Operación

Los activos operativos son aquellos relacionados directamente con la actividad o razón de ser del negocio. Dichos activos son los Activos Fijos y el Capital de Trabajo Operativo. Como Capital de Trabajo Operativo se entiende la inversión que realiza la empresa en las cuentas por cobrar y los inventarios.

Indicador del componente de liquidez:

En la primera versión del indicador de perdurabilidad, se planteó medir el componente de liquidez mediante la Liquidez de la Utilidad Operativa. Este indicador se definió de la siguiente manera:

$$\text{LUO} = \frac{\text{EGO}}{\text{UO}}$$

$$\text{LUO} = \frac{\text{UO} + \text{GND} - \text{KTNO}}{\text{UO}}$$

LUO	Liquidez de la Utilidad Operativa
UO	Utilidad Operativa
GND	Gastos No Desembolsables
KTNO	Variación en el Capital de Trabajo Neto Operativo

En discusiones realizadas, se concluyó que era preferible comparar la liquidez generada operativamente con el nivel de ventas realizado por la empresa. De esta manera, se puede determinar qué porcentaje de las ventas se convierte en liquidez para la organización gracias a la operación del negocio. Se diseñó el indicador denominado Liquidez Operativa de las Ventas que es más exigente en su evaluación, pues muestra un margen de contribución líquido.

$$\text{LOV} = \frac{\text{EGO}}{\text{Ventas}}$$

$$\text{LOV} = \frac{\text{UO} + \text{GND} - \text{KTNO}}{\text{Ventas}}$$

LOV	Liquidez Operativa de las Ventas
UO	Utilidad Operativa
GND	Gastos No Desembolsables
KTNO	Variación en el Capital de Trabajo Neto Operativo

Este indicador lo define Oscar León García, en su libro “Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA”, y lo denomina Eficiencia Operacional Total. Según este autor, recoge el efecto de la gestión empresarial sobre los ingresos, los egresos y el capital de trabajo neto operativo. La diferencia, la propuesta está en la definición del EGO (Efectivo Generado en la Operación), el cual se estima antes de impuestos.

Este indicador permite medir la capacidad de generación de flujo de caja para afrontar las obligaciones inherentes a la deuda, las generadas por el impuesto de renta, el reparto de utilidades y la inversión en activos fijos.

Indicador de estructura de endeudamiento:

El componente para medir la eficiencia en la estructura de endeudamiento se había definido de la siguiente manera:

$$\text{CF}^* = \text{ROA} - \text{ROE}$$

*CF	Contribución Financiera
ROA	Rentabilidad Operativa del Activo
ROE	Rentabilidad del Patrimonio

Sin embargo, modificar la manera de medir la rentabilidad de los activos destinados a la operación del negocio, se hizo necesario también ajustar el cálculo de la contribución financiera.

$$\text{CF}^* = \text{ROA} - \text{MOA}$$

*CF	Contribución Financiera
ROE	Rentabilidad del Patrimonio
MOA	Margen Operativo del Activo

$$\text{CF}^* = \frac{\text{UATx}}{\text{Patrimonio}} - \frac{\text{UO}}{\text{AO}}$$

UATx	Utilidad Neta antes de Impuestos
UO	Utilidad Operativa
AO	Activos de Operación

Es bueno recordar que los activos dedicados a la operación son las cuentas por cobrar, los inventarios y la inversión en activos fijos. Estos activos son los que permiten generar las utilidades operativas de la empresa.

Indicador de perdurabilidad empresarial:

Con base en los ajustes aplicados a la primera versión, la segunda versión del indicador de perdurabilidad empresarial es la siguiente:

$$\text{IPE}^* = \text{MOZ} + \text{LOV} + \text{CF}$$

*IPE	Indicador de Perdurabilidad Empresarial
MOA	Margen Operativo del Activo
LOV	Liquidez Operativa de las Ventas
CF	Contribución Financiera

Dos preguntas que podrían surgir al leer este documento son las siguientes: ¿Cuánto debe dar el indicador de perdurabilidad? ¿A partir de que valor se puede asumir que la empresa analizada tiende a perdurar en el tiempo?.

Este indicador, como se explicará posteriormente, pretende utilizarse para estudios de hacinamiento empresarial en sectores económicos. Es decir, debe comparar el desempeño de la empresa contra el desempeño de su sector, o de determinado universo. Por ello, debe ser aplicado inicialmente al sector o al universo en promedio, para posteriormente aplicarlo empresa por empresa y determinar cuáles tienen un desempeño superior al general.

Este procedimiento permitirá identificar las empresas con mayores posibilidades de perdurar en el tiempo y abrirá horizontes para otros estudios que analicen las mejores prácticas gerenciales que soportan el crecimiento y sostenibilidad de la empresa.

Conclusiones

Medir el desempeño superior de las empresas es una tarea que lleva años de estudio. La propuesta presentada es una alternativa más en la búsqueda de una herramienta cuantitativa que complemente estudios de índole cualitativa o herramientas de diferente tipo aportadas por infinidad de autores. La nuestra es una propuesta diferente y que, al ser implementada como complemento del análisis estructural de sectores estratégicos, arroja indicios que permiten sacar conclusiones sobre el estado de un sector estratégico. La aplicación del indicador presenta dificultades en algunos casos por la falta de información proveniente de los organismos oficiales y se requiere

de un proceso de búsqueda más largo que conduzca a la obtención de los datos requeridos para la aplicación. El presente indicador no es el único, y dependiendo del sector económico y estratégico la aplicabilidad podría llegar a variar por la misma naturaleza del negocio y por la forma como se comparan frente a los competidores. Para aquéllos que consideren apropiada su utilización será de gran ayuda en su análisis y en su proceso de direccionamiento estratégico. En un documento posterior se presentarán las experiencias de la aplicación en una gama de sectores estratégicos de la Economía Colombiana que serán compartidos a la comunidad académica de la administración de América Latina.

Bibliografía

Carrillo de Rojas, Gladys. *Análisis y Administración Financiera*, Bogotá, Colombia, 2000, Quinta Edición.

García, Oscar León, *Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones*, Cali, Colombia, 1999, Tercera Edición.

García, Oscar León, *Valoración de Empresas, gerencia del valor y EVA*, Medellín, Colombia, 2003, Primera Edición.

Guzmán, Alexander, Guzmán, David, Romero, Tatiana, *Contabilidad Financiera*, Centro Editorial Universidad del Rosario, Bogotá, Colombia, 2005, Primera Edición.

Nascimento Rodríguez, Jorge, El secreto de la longevidad de las empresas entrevista con Aire de Geus, sobre su libro "The living company", www.gurusonline.tv, 2001.

Ortiz Anaya, Héctor, *Análisis Financiero Aplicado*, Editorial Universidad Externado de Colombia, Bogotá, Colombia, 1996, Novena Edición.

Porter, Michael, *Estrategia Competitiva*, México, 2004, Trigésima Segunda Reimpresión.

Restrepo, Luis Fernando, *Análisis estructural de sectores estratégicos*, Facultad de Administración, Centro Editorial Universidad del Rosario, Bogotá, Colombia, 2004.

Rivera, Hugo Alberto, *Convergencia Estratégica*. Facultad de Administración, Documentos de Investigación No 10, Centro Editorial Universidad del Rosario, Bogotá, Colombia, 2005.