

INCIDENCIA DEL COSTO DEL PATRIMONIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS  
EMPRESAS DEL SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ 2015-  
2016

JULY ANDREA BERNAL AYALA  
VANESSA NÚÑEZ RODRÍGUEZ

UNIDAD CENTRAL DEL VALLE DEL CAUCA  
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS ECONÓMICAS Y CONTABLES  
CONTADURÍA PÚBLICA  
TULUÁ  
2018

INCIDENCIA DEL COSTO DEL PATRIMONIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS  
EMPRESAS DEL SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ 2015-  
2016

JULY ANDREA BERNAL AYALA  
VANESSA NÚÑEZ RODRÍGUEZ

Trabajo de Grado para optar al título de:  
CONTADOR PÚBLICO

Director  
Mg. Rodrigo Becerra Tróchez

UNIDAD CENTRAL DEL VALLE DEL CAUCA  
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS ECONÓMICAS Y CONTABLES  
CONTADURÍA PÚBLICA  
TULUÁ  
2018

## CONTENIDO

	pág.
GLOSARIO	12
RESUMEN	14
INTRODUCCIÓN	15
1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	16
1.1 ANTECEDENTES DEL PROBLEMA	16
1.2 DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA	18
1.3 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	20
1.4 SISTEMATIZACIÓN DEL PROBLEMA	20
2. OBJETIVOS	21
2.1 OBJETIVO GENERAL	21
2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	21
3. JUSTIFICACIÓN	22
4. MARCO DE REFERENCIA	23
4.1 MARCO TEÓRICO	23
4.2 MARCO CONCEPTUAL	26
4.3 MARCO LEGAL	27
5. DISEÑO METODOLÓGICO	28
5.1 ENFOQUE	28
5.2 TIPO DE ESTUDIO	28
5.3 MÉTODO DE INVESTIGACIÓN	28
5.4 POBLACIÓN Y MUESTRA	28
5.5 FUENTES Y TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN	29
6. IDENTIFICACIÓN DE LOS DISTINTOS TIPOS DE RIESGO QUE TIENEN INCIDENCIA EN EL COSTO DEL PATRIMONIO DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ	30
6.1 FACTORES QUE INCIDEN EN EL COSTO PATRIMONIAL	30

6.1.1	El riesgo en los países emergentes .....	30
6.1.2	El riesgo desde la perspectiva del CAPM .....	31
6.1.3	Riesgo país y riesgo soberano.....	32
6.1.4	Índice de Riesgo País .....	33
6.1.5	Evolución del riesgo país en Colombia .....	35
6.2	IDENTIFICACIÓN DEL RIESGO DE INVERSIÓN	36
6.2.1	Riesgo de mercado (nacional e internacional, precio) .....	36
6.2.2	Riesgo de tipo de cambio.....	38
6.2.3	Riesgo de escasez de recursos naturales (producto) .....	38
6.2.4	Riesgo operativo .....	39
6.2.5	Riesgo financiero .....	39
6.2.6	Riesgo de procesos internos.....	39
6.2.7	Riesgo legal o de regulación.....	40
7.	PROCESO DE TOMA DE DECISIONES REFERENTE A LA SELECCIÓN DE FUENTES DE FINANCIACIÓN (PASIVO Y PATRIMONIO) EN LAS EMPRESAS DEL SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ	42
7.1	INFORMACIÓN GENERAL	42
7.1.1	Características del recurso humano.....	45
7.1.2	Tecnología involucrada en el proceso contable .....	49
7.1.3	Análisis de datos financieros.....	53
7.1.4	Decisiones sobre la estructura financiera .....	56
8.	ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA	62
8.1	EBITDA	63
8.2	Productividad del capital	65
8.3	Palanca de crecimiento	66
8.4	Productividad del activo fijo	68
9.	COSTO DEL PATRIMONIO Y LA RENTABILIDAD PARA LAS EMPRESAS DEL SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ EN EL PERÍODO 2015-2016	70
9.1	ZALKA S.A.	70

9.1.1	Cálculo de la UODI .....	70
9.1.2	Cálculo del activo neto de operación .....	71
9.1.3	Cálculo del costo promedio ponderado del capital.....	72
9.1.4	Cálculo del EVA 74	
9.2	INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	76
9.2.1	Cálculo de la UODI .....	76
9.2.2	Cálculo del activo neto de operación .....	77
9.2.3	Cálculo del costo promedio ponderado del capital.....	78
9.2.4	Cálculo del EVA .....	79
9.3	CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	80
9.3.1	Cálculo de la UODI .....	80
9.3.2	Cálculo del activo neto de operación .....	81
9.3.3	Cálculo del costo promedio ponderado del capital.....	81
9.3.4	Cálculo del EVA .....	82
10.	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD PARA DETERMINAR EL PUNTO DE MENOR IMPACTO EN LA RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO Y PROPONER ACCIONES DE MEJORA	85
10.1	ESCENARIOS RELACIONADOS CON EL COSTO DEL PATRIMONIO	85
10.2	ACCIONES DE MEJORA	87
11.	CONCLUSIONES	89
12.	RECOMENDACIONES	91
	BIBLIOGRAFÍA	92
	ANEXOS	94

## LISTA DE CUADROS

	Pág.
Cuadro 1. Estructura financiera de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá. 2015	20
Cuadro 2. Fuentes de información para cumplimiento de los objetivos específicos del trabajo	29
Cuadro 3. Categorías que conforman el riesgo-país.	34
Cuadro 4. Nomenclatura de clasificaciones de riesgo.	35
Cuadro 5. Clasificación de riesgos de las empresas del sector inmobiliario.	40
Cuadro 6. Relación de empresas utilizadas en el estudio.	42
Cuadro 7. Número de años que la empresa ha permanecido en el mercado	43
Cuadro 8. ¿Su empresa cuenta con un área/departamento de contabilidad y finanzas?	44
Cuadro 9. ¿Qué tipo de recurso humano se encuentra vinculado al departamento de contabilidad en su empresa?	45
Cuadro 10. ¿En el departamento de contabilidad, existen profesionales con títulos de postgrado o especializaciones?	46
Cuadro 11. ¿La empresa se hace cargo de las capacitaciones al recurso humano perteneciente al área/departamento de contabilidad y finanzas?	47
Cuadro 12. Si la respuesta anterior es SI, ¿con qué periodicidad?	48
Cuadro 13. ¿El área/departamento de contabilidad y finanzas de la empresa se encuentra sistematizada?	49
Cuadro 14. ¿Cuántos computadores posee el área/departamento de contabilidad de la empresa?	50
Cuadro 15. ¿La empresa cuenta con algún tipo de software para realizar el proceso contable?	51
Cuadro 16. ¿El software que posee la empresa para realizar el proceso contable es licenciado?	52

Cuadro 17. De los siguientes estados financieros, ¿cuáles emite la empresa?	53
Cuadro 18. ¿Cuál es el principal uso que le da a la información contenida en los estados financieros?	54
Cuadro 19. ¿Una vez se analiza la situación financiera de la empresa, este se orienta a la toma de decisiones?	55
Cuadro 20. ¿De las siguientes fuentes de financiación cuál es la preferida?	56
Cuadro 21. ¿Cuál es el tipo de deuda bancaria que más utiliza?	57
Cuadro 22. En el momento de contratar deuda financiera, ¿cuál es el factor que más tiene en cuenta para tomar su decisión?	58
Cuadro 23. ¿Maneja indicadores financieros para administrar su estructura financiera?	59
Cuadro 24. Si la respuesta a la anterior pregunta 19 fue SI, ¿qué indicadores financieros maneja?	60
Cuadro 25. ¿A qué grado considera que su estructura financiera está dentro de su control?	61
Cuadro 26. Cálculo del margen EBITDA. Valores en porcentajes. 2015-2016	64
Cuadro 27. Cálculo de la productividad del capital de trabajo.	65
Cuadro 28. Palanca de crecimiento	67
Cuadro 29. Productividad del activo fijo.	68
Cuadro 30. Utilidades Operacionales de ZALKA S.A.2015-2016	71
Cuadro 31. Cálculo del activo neto de operación de ZALKA S.A.2015-2016	72
Cuadro 32. Cálculo del costo del patrimonio.	73
Cuadro 33.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para ZALKA S.A.2015	74
Cuadro 34.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para ZALKA S.A. 2016	74
Cuadro 35.Cálculo del EVA para ZALKA S.A.2015-2016. Miles de pesos.	75
Cuadro 36. Utilidades Operacionales de Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. 2015-2016	77

Cuadro 37. Cálculo del activo neto de operación de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.2015-2016	77
Cuadro 38.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA. 2015	78
Cuadro 39.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA. 2016	79
Cuadro 40.Cálculo del EVA para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.2015-2016. Miles de pesos.	79
Cuadro 41. Utilidades Operacionales de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015-2016	80
Cuadro 42. Cálculo del activo neto de operación de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015-2016	81
Cuadro 43.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015	82
Cuadro 44.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2016	82
Cuadro 45.Cálculo del EVA para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015-2016. Miles de pesos.	83
Cuadro 46. Escenarios de sensibilidad	86



## LISTA DE GRÁFICOS

	Pág.
Gráfico 1. Evolución de la prima de riesgo de Colombia frente a Estados Unidos.	36
Gráfico 2. Número de años que la empresa ha permanecido en el mercado	43
Gráfico 3. ¿Su empresa cuenta con un área/departamento de contabilidad y finanzas?	44
Gráfico 4. ¿Qué tipo de recurso humano se encuentra vinculado al departamento de contabilidad en su empresa?	45
Gráfico 5. ¿En el departamento de contabilidad, existen profesionales con títulos de postgrado o especializaciones?	46
Gráfico 6. La empresa se hace cargo de las capacitaciones al recurso humano perteneciente al área/departamento de contabilidad y finanzas?	47
Gráfico 7. Si la respuesta anterior es SI, ¿con qué periodicidad?	48
Gráfico 8. El área/departamento de contabilidad y finanzas de la empresa se encuentra sistematizada?	49
Gráfico 9. ¿Cuántos computadores posee el área/departamento de contabilidad de la empresa?	50
Gráfico 10. ¿La empresa cuenta con algún tipo de software para realizar el proceso contable?	51
Gráfico 11. ¿El software que posee la empresa para realizar el proceso contable es licenciado?	52
Gráfico 12. De los siguientes estados financieros, ¿cuáles emite la empresa?	53
Gráfico 13. ¿Cuál es el principal uso que le da a la información contenida en los estados financieros?	54
Gráfico 14. ¿Una vez se analiza la situación financiera de la empresa, este se orienta a la toma de decisiones?	55
Gráfico 15. ¿De las siguientes fuentes de financiación cuál es la preferida?	56
Gráfico 16. ¿Cuál es el tipo de deuda bancaria que más utiliza?	57

Gráfico 17. En el momento de contratar deuda financiera, ¿cuál es el factor que más tiene en cuenta para tomar su decisión?	58
Gráfico 18. ¿Maneja indicadores financieros para administrar su estructura financiera?	59
Gráfico 19. Si la respuesta a la anterior pregunta 19 fue SI, ¿qué indicadores financieros maneja?	60
Gráfico 20. ¿A qué grado considera que su estructura financiera está dentro de su control?	61
Gráfico 21. Margen EBITDA. Valores en porcentajes. 2015-2016	64
Gráfico 22. Productividad del capital de trabajo.	66
Gráfico 23. Palanca de crecimiento.	67
Gráfico 24. Productividad del activo fijo.	69
Gráfico 25. Comportamiento del EVA y componentes. ZALKA S.A. 2015-2016	75
Gráfico 26. Comportamiento del EVA y sus componentes. Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. 2015-2016	80
Gráfico 27. Comportamiento del EVA y sus componentes. CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015-2016	83
Gráfico 28. Relación costo del patrimonio vs cambio en el EVA	85

## LISTA DE ANEXOS

	Pág.
Anexo A. Encuesta	94
Anexo B. Cálculo del EBITDA por empresa. 2015-2016. Miles de pesos.	98
Anexo C. Cálculos de la productividad del capital de trabajo por empresa. Miles de pesos.	100
Anexo D. Cálculos de la palanca de crecimiento por empresa. 2015-2016.	101
Anexo E. Cálculo de la productividad del activo fijo. Miles de pesos 2015-2016	102
Anexo F. Balance General de las empresas. 2015-2016	103
Anexo G. Estado de Ganancias y Pérdidas de las empresas, 2015-2016	107

## GLOSARIO

**COSTO DE CAPITAL:** es el rendimiento mínimo que debe ofrecer una inversión para que merezca la pena realizarla desde el punto de vista de los actuales poseedores de una empresa. El costo del capital es uno de los elementos que determinan el valor de la empresa.

**COSTO DEL PATRIMONIO:** se ha definido como el costo que exige un inversionista por atender una alternativa de inversión, expresado en porcentaje.

**EBITDA:** es la utilidad operativa que se obtiene antes de descontar las depreciaciones y amortizaciones de gastos pagados por anticipado.

**GERENCIA DE VALOR:** Serie de procesos que permite la alineación de los ejecutivos con el direccionamiento estratégico de forma que las decisiones propendan por el permanente aumento del valor de la empresa.

**INDUCTOR DE VALOR:** Aspecto asociado con la operación del negocio que por tener relación causa-efecto con su valor, permite explicar el porqué de su aumento o disminución como consecuencia de las decisiones tomadas.

**MENTALIDAD ESTRATÉGICA:** Es la forma de pensar que permite dar forma y clarificar el perfil estratégico futuro de la organización.

**PALANCA DE CRECIMIENTO:** indicador que permite determinar qué tan atractivo es para una empresa crecer y por lo tanto da una idea con respecto a si el crecimiento agregará o no valor a los propietarios.

**PATRIMONIO:** El patrimonio neto está formado por dos aspectos: las aportaciones de capital de los socios y las reservas o beneficios generados y no distribuidos por la compañía. El patrimonio neto contiene, además, las siguientes características: No es exigible, es decir, que no hay que devolverlo a terceros ajenos a la empresa. De ahí que el patrimonio neto también se conozca como pasivo no exigible. Carece de coste financiero, a pesar de considerarse, contablemente, una deuda (para con los socios). Ha de financiar el activo no corriente y parte del activo corriente o circulante de la empresa.

**PRODUCTIVIDAD DEL CAPITAL DE TRABAJO:** es un indicador que refleja lo que una empresa debe mantener invertido en capital de trabajo por cada peso de ventas.

**RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO:** la rentabilidad hace referencia al beneficio, lucro, utilidad o ganancia que se ha obtenido de un recuso o dinero invertido. La rentabilidad se considera también como la remuneración recibida por el dinero o el capital invertido.

**SECTOR INMOBILIARIO:** hace referencia al mercado inmobiliario, es decir, la oferta y demanda de bienes inmuebles.

**UODI:** utilidad operativa después de impuestos.

**VALOR DE LA EMPRESA:** el valor de una empresa es igual al valor presente de sus futuros flujos de caja a perpetuidad.

## RESUMEN

El costo del patrimonio se ha definido como el costo que exige un inversionista por atender una alternativa de inversión, expresado en porcentaje. Para calcular el costo del patrimonio se debe tomar la tasa libre de riesgo y sumarla a la prima de riesgo (diferencia entre la tasa libre de riesgo y la tasa de mercado) y por último multiplicarla por el coeficiente beta (riesgo sistemático). Este procedimiento se considera la forma correcta para que un inversionista pueda determinar cuál es su costo de patrimonio y se convierte en una herramienta técnica y ecuánime para apoyar la correcta toma de decisiones financieras y así escoger la mejor alternativa de inversión, tanto en Colombia como en el resto del mundo. Por lo tanto, teniendo en cuenta que según información financiera de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá, reportada en la Superintendencia de Sociedades, estas organizaciones se financian principalmente a través de patrimonio, se desarrolla una investigación cuyo objetivo es determinar la incidencia del costo del patrimonio en la rentabilidad de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2015-2016, considerando que la determinación del costo del patrimonio es tal vez el aspecto de mayor complejidad en el cálculo del costo de capital.

Palabras clave: costo del patrimonio; costo del capital; rentabilidad de las empresas inmobiliarias; efecto del costo del patrimonio en la rentabilidad empresarial.

## INTRODUCCIÓN

Los empresarios inmobiliarios del país han visto cómo esta actividad comienza a tener una dinámica que no se veía hace años, situación que se evidencia no sólo en el volumen de negocios sino también en el empleo. En la actual coyuntura el sector tiene buenas perspectivas, sin embargo, la competencia se ha incrementado, pues los planes de renovación urbana que adelantan distintas ciudades y por los proyectos de transformación que avanzan en otras capitales del país jalonan la actividad. Además, las oportunidades siguen siendo buenas, pues todavía un alto porcentaje de familias no tiene vivienda propia.

En el caso de Tuluá, las empresas de este sector se caracterizan porque en su estructura financiera el mayor peso lo tiene el patrimonio, situación que determina que su costo tenga incidencia en el costo del capital y con ello en la rentabilidad financiera. Por ello, se desarrolla una investigación cuyo objetivo es determinar la incidencia del costo del patrimonio en la rentabilidad de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2015-2016, considerando que la determinación del costo del patrimonio es tal vez el aspecto de mayor complejidad en el cálculo del costo de capital.

Para cumplir este propósito, inicialmente se identifican los distintos tipos de riesgo que tienen incidencia en el costo del patrimonio de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá. Luego se describe el proceso de toma de decisiones referente a la selección de fuentes de financiación (pasivo y patrimonio) en las empresas en estudio. Seguidamente se realiza un análisis de la situación financiera de las empresas para el período 2015-2016. Después se calcula el costo del patrimonio y la rentabilidad para las organizaciones referenciadas y, finalmente, se realiza un análisis de sensibilidad para determinar el punto de menor impacto en la rentabilidad del patrimonio y proponer acciones de mejora.

Al final se concluye que el costo del patrimonio tiene una incidencia directa en la rentabilidad de las empresas, en un orden inverso, es decir, cuando disminuye el costo del patrimonio se espera un mejoramiento de la rentabilidad de las organizaciones, sin embargo, la magnitud de este mejoramiento depende de otras variables, pues, como se pudo observar en estos ejercicios de simulación, la incidencia en cada una de las empresas en estudio es diferente.

# 1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

## 1.1 ANTECEDENTES DEL PROBLEMA

Se consultaron trabajos de grado relacionados con la temática de estudio, concretamente, sobre el costo patrimonial, estructura de capital y también sobre costo del capital, considerando que en este último está explícitamente calculado el primero.

El primer antecedente es el de Posada y Romero<sup>1</sup> en el año 2015, cuyo trabajo tuvo como objetivo analizar la estructura del capital de la mediana empresa comercial de la ciudad de Tuluá – Valle del Cauca para los años 2012 y 2013. El estudio se realizó con la intención de conocer la estructura del capital de algunas empresas del sector actividades inmobiliarias de la ciudad de Tuluá, suministrando información sobre la influencia de los tipos de capital y describiendo el de mayor representación para la sostenibilidad de un ente económico. Inicialmente se recopiló información, y teniendo en cuenta los conocimientos adquiridos por las investigadoras, se descubrieron las falencias en el momento de buscar una financiación e inversión de los recursos que puedan afectar el desarrollo de las actividades de una empresa.

El método aplicado fue el analítico, porque mediante el proceso de investigación se puede hacer uso de las diferentes alternativas, como son, la recopilación de información de la actualidad, a través de la Cámara de Comercio de Tuluá, Súper Intendencia de Sociedades, encuestas con empresarios de medianas empresas, libros de administración de capital y contabilidad, que permitan dilucidar las opciones de mejoramiento ante posibles inconvenientes, como pueden ser la necesidad real del servicio, su precio y el nivel de ingreso de la población, hábitos, preferencias y gustos.

Con el trabajo se mostró una aproximación a la estructura de capital del 50% de las medianas empresas del sector comercial de la ciudad de Tuluá y en los valores contenidos en el mismo, muestra las particularidades de cada una de las compañías y como ha sido influida en la toma de decisiones sobre la composición de su estructura de capital, y los valores analizados son el reflejo de sus planes de negocio y políticas internas, para manejar de la mejor manera posible los intereses de sus propietarios. El resultado final del cálculo del EVA, mostró como el promedio de las cinco medianas empresas del sector actividades inmobiliarias de la ciudad de Tuluá analizadas, es positivo, lo que indica que es suficiente para cubrir el costo de financiación de sus activos y además le genera excedentes a sus socios para cubrir su costo promedio de capital, para que de esta manera cumpla el Objetivo Básico Financiero y la generación de valor en los años analizados Las medianas empresas

---

<sup>1</sup> POSADA OSPINA, Francined y ROMERO RODRÍGUEZ, Yolanda. Análisis de la estructura del capital en las medianas empresas del sector comercial de la ciudad de Tuluá. Trabajo de grado Contador Público. UCEVA, Programa de Contaduría Pública, Tuluá, 2015



de la ciudad deben mejorar su Valor Económico Agregado, ya que en un futuro destruyen el valor de la misma. Es importante al momento de apalancarse financieramente hacer comparaciones en cuanto a la tasa que cobran los bancos, con el fin de conseguir la más económica posible.

En el año 2009, Gutiérrez,<sup>2</sup> propone un modelo multicriterio para determinar el costo del capital propio de compañías no transadas en bolsa. El Proceso Analítico de Jerarquías desarrollado por Thomas Saaty soporta la metodología propuesta para derivar prioridades relativas de factores de riesgo corporativos tangibles e intangibles. El modelo requiere que los administradores financieros y de empresas identifiquen las fuentes de información relevante para los datos de entrada requeridos. La estimación del costo del capital propio es un elemento clave en el proceso de presupuestación de capital. Analistas y gerentes financieros utilizan el CAPM para estimar el costo del patrimonio, el cual requiere tanto la medición de la prima de riesgo del mercado como la estimación de beta.

El autor concluye que, en la práctica, no hay un consenso absoluto sobre cuál debe ser la técnica a utilizar para medir el riesgo que incide sobre el costo del capital. Sin embargo, una gran proporción de practicantes en la industria utiliza el CAPM.

Otro antecedente es el de Sarmiento y Cayón,<sup>3</sup> autores que en su documento muestran una metodología para el cálculo del Costo del Patrimonio desapalancado para Colombia, país que tiene un mercado accionario con poca profundidad, por lo cual no es fácil encontrar primas de riesgo y betas para empresas o sectores económicos.

Los autores realizan una revisión bibliográfica basada en la metodología Modigliani Miller, para explicar la estructura de capital y cómo se configura el costo del patrimonio en empresas colombianas, que no negocian acciones en bolsa.

Concluyen que la metodología es simplemente una aproximación al cálculo del costo del patrimonio desapalancado, se podrían hacer ajustes por tamaño de compañía (prima de tamaño) y liquidez entre otras para tener un cálculo más ajustado a las necesidades reales. Lo que se busca en realidad con esta metodología es dar una luz (sobretudo a empresas y empresarios que no tienen los recursos necesarios para calcularlo de manera más robusta) sobre la tasa de descuento y sobre los requerimientos mínimos de capital para evaluar el desempeño financiero de la Compañía.

---

<sup>2</sup> GUTIÉRREZ BETANCUR, Juan Carlos. Estimación multicriterio del costo de capital patrimonial [en línea]. Universidad EAFIT Medellín Número 15 jul - dic 2009 [citado el 30 de agosto de 2017]. Disponible en: <http://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/administer/article/download/201/218>.

<sup>3</sup> SARMIENTO SABOGAL, Julio A. y CAYÓN FALLON, Edgardo. Cálculo del Costo del Patrimonio desapalancado [en línea]. Artículo resultado del proyecto de investigación "Medición de la eficiencia del CAPM en el mercado bursátil colombiano: Una prueba empírica con activos de riesgo" financiado por la Pontificia Universidad Javeriana [citado el 30 de agosto de 2017]. Disponible en: <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/JulioSarmiento.pdf>

## 1.2 DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA

De acuerdo con la Cámara de Comercio,<sup>4</sup> el sector Actividades inmobiliarias según la Clasificación de Actividades Económicas CIIU Revisión 4 adaptada para Colombia se encuentra bajo el código L6810, e incluye la compra, venta, administración, alquiler y/o arrendamiento de bienes inmuebles propios o arrendados, tales como: inmuebles residenciales e inmuebles no residenciales e incluso salas de exposiciones, salas cinematográficas, instalaciones para almacenamiento, centros comerciales y terrenos. También el alquiler y/o arrendamiento de casas y apartamentos amoblados o sin amoblar por períodos superiores a treinta días: - Promoción y comercialización de proyectos inmobiliarios. - Subdivisión de terrenos en lotes, sin mejora de estos. - El suministro de espacio sólo para albergue de animales.

Según la Revista Dinero<sup>5</sup> citando datos de la Federación Colombiana de Lonjas de Propiedad Raíz (Fedelonjas), en el país están inscritas por lo menos 35.000 empresas que cumplen funciones inmobiliarias, pero menos de 7.500 se dedican efectivamente a esta actividad, y de ellas no más de 3.500 lo hacen permanentemente.

Según informe de la Revista Dinero,<sup>6</sup> los empresarios inmobiliarios del país han visto cómo esta actividad comienza a tener una dinámica que no se veía hace años, situación que se evidencia no sólo en el volumen de negocios, que crecía 7% hasta el cierre de septiembre de 2015, sino también en el empleo. De acuerdo con el Dane citado por la Revista Dinero, en el tercer trimestre del año las actividades inmobiliarias generaban empleo para 1,6 millones de colombianos, y conjuntamente con los empleos generados en la construcción, representaron 13,7% del empleo total del país, según el ministro de Vivienda, Luis Felipe Henao, y aportaron 30% de los nuevos empleos del último año. En la actual coyuntura el sector tiene buenas perspectivas. En el caso de los estratos 1 y 2 se mantiene la dinámica inducida por las políticas de vivienda del Gobierno, mientras en los estratos 3 y 4 los estímulos a la tasa de interés y la mejora en el ingreso generan optimismo.

La Revista Dinero<sup>7</sup> indica que como consecuencia de esta dinámica del sector actividades inmobiliarias, la competencia se ha incrementado, en primer lugar por efecto de la tasa de cambio, la cual ha estimulado la llegada de competidores internacionales que puede dinamizar aún más el mercado y mejorar algunas prácticas comerciales. Se tiene la llegada de Keller Williams, compañía con sede en Austin, Texas, es considerada la inmobiliaria en régimen de franquicia más grande

---

<sup>4</sup> CÁMARA DE COMERCIO DE BOGOTÁ. Descripción actividades económicas (Código CIIU) [en línea]. Página web, 2016 [citado el 12 de febrero de 2017]. Obtenido de <http://linea.ccb.org.co/descripcionciiu/>

<sup>5</sup> DINERO. ¿Se acerca la edad dorada de las inmobiliarias en Colombia? [en línea]. Revista edición digital, 2015 [citado el 12 de septiembre de 2016]. Obtenido de <http://www.dinero.com/edicion-impresa/negocios/articulo/perspectivas-del-sector-inmobiliario-para-2016-colombia/216505>

<sup>6</sup> *Ibíd.*

<sup>7</sup> *Ibíd.*

del mundo, con 125.000 agentes. Su ingreso significa que en el país ya estén las 'cinco grandes' del sector, encabezadas por Coldwell Banker, Colliers y Century 21, que llegaron hace una década, y Re/Max, que entró hace cuatro años. En 2012 Keller Williams inició un proceso de expansión global que la ha llevado a 13 países. En sus planes está abrir operaciones en Bogotá y extender sus Centros de Negocios Inmobiliarios –Market Center– en el primer trimestre de 2016 a Cali e Ibagué.

Continuando con la Revista Dinero<sup>8</sup> en segundo lugar, la creciente competencia ha llevado a que las principales firmas inmobiliarias del país estén avanzando en planes de transformación, inversión y capacitación para aprovechar las oportunidades afuera. De hecho, en los dos últimos años 153 inmobiliarios locales obtuvieron el reconocimiento como Especialistas Internacionales Certificados en la Negociación de Propiedades (Cips, por su sigla en inglés), que les permitirá asesorar inversionistas extranjeros en sus negocios de compra y renta en Colombia.

En síntesis, el sector actividades inmobiliarias en Colombia presenta una coyuntura favorable, particularmente por los planes de renovación urbana que adelantan distintas ciudades y por los proyectos de transformación que avanzan en otras capitales del país. Además, las oportunidades siguen siendo buenas, pues todavía un alto porcentaje de familias no tiene vivienda propia. Según datos de Dinero<sup>9</sup> al cierre de 2013 43% de los colombianos vivía en vivienda propia, 35% vivía en renta, otro 17% en usufructo o con permiso del propietario y 5% estaba pagando una vivienda nueva. El crecimiento de los ingresos de las familias y la consolidación de la clase media en el país, que pasó, según el Gobierno, de 26,6% en 2011 a más de 30% en el 2015, es uno de los ingredientes que favorecen los negocios inmobiliarios.

En el caso de Tuluá, según reporte de la Superintendencia de Sociedades del año 2015, existen cuatro empresas pertenecientes al sector actividades inmobiliarias: Zalka S A, Inmobiliaria y Arrendamientos Limitada, La Herradura S.A. y Centro Comercial del Parque S.A.S. Estas empresas, a pesar de la coyuntura favorable del sector, presentan resultados financieros distintos, pues según el indicador de margen neto, las dos primeras obtienen 3,75% y 6,76% de utilidad, mientras que las dos últimas, muestran rentabilidades netas del 46,74% y 17,58%, situación que indica que las oportunidades del sector no implican necesariamente similares resultados. Además, tal como se observa en el cuadro 1, estas empresas se caracterizan porque en su estructura financiera el mayor peso lo tiene el patrimonio, situación que determina que su costo tenga incidencia en el costo del capital y con ello en la rentabilidad financiera.

---

<sup>8</sup> Ibid.

<sup>9</sup> Ibid.

Cuadro 1. Estructura financiera de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá. 2015

RAZÓN SOCIAL	PASIVO	PATRIMONIO	ACTIVO	Part. % patrimonio/activo
CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	800.116	5.487.174	6.287.290	87,3%
INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	76.881	1.834.583	1.911.464	96,0%
LA HERRADURA S.A.	2.036.331	2.506.676	4.543.007	55,2%
ZALKA S A	1.016.351	15.179.635	16.195.986	93,7%

Fuente: cálculos de las autoras con base a información financiera de las empresas

Por lo tanto, dada esta estructura financiera, en la cual se observa que las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá presentan una mayor participación del patrimonio, como fuente de financiación de los activos, es posible inducir que las empresas se están financiando con las fuentes más costosas, es decir, no hay certeza de que se esté cumpliendo con el principio de conformidad financiera, por medio del cual, se afirma que los activos de corto plazo deben ser financiados con fuentes de corto plazo y los activos de largo plazo, con sus correspondientes fuentes. Esta situación, puede tener impacto en la rentabilidad de las empresas.

### 1.3 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

¿Cuál es la incidencia del costo del patrimonio en la rentabilidad de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2015-2016?

### 1.4 SISTEMATIZACIÓN DEL PROBLEMA

¿Cuáles son los distintos tipos de riesgo que tienen incidencia en el costo del patrimonio de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá?

¿Cuáles son las características del proceso de toma de decisiones referente a la selección de fuentes de financiación (pasivo y patrimonio) en las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá?

¿Cuál es la situación financiera de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá?

¿Cuál es el costo del patrimonio y la rentabilidad para las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2015-2016?

¿Cuál es el punto de menor impacto en la rentabilidad del patrimonio y cómo puede mejorarse la situación de las empresas del sector?

## **2. OBJETIVOS**

### **2.1 OBJETIVO GENERAL**

Determinar la incidencia del costo del patrimonio en la rentabilidad de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2015-2016.

### **2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

Identificar los distintos tipos de riesgo que tienen incidencia en el costo del patrimonio de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá.

Describir el proceso de toma de decisiones referente a la selección de fuentes de financiación (pasivo y patrimonio) en las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá.

Realizar un análisis de la situación financiera de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá para el período 2015-2016.

Calcular el costo del patrimonio y la rentabilidad para las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2015-2016.

Realizar un análisis de sensibilidad para determinar el punto de menor impacto en la rentabilidad del patrimonio y proponer acciones de mejora.

### 3. JUSTIFICACIÓN

El estudio sobre el costo del patrimonio de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá requiere elementos teóricos asociados a la estructura financiera, el modelo CAPM (Capital Assets Pricing Model), el método de la Beta apalancada expuestos por el profesor Oscar León García, los cuales permiten delinear un marco de referencia para el desarrollo de los objetivos del trabajo.

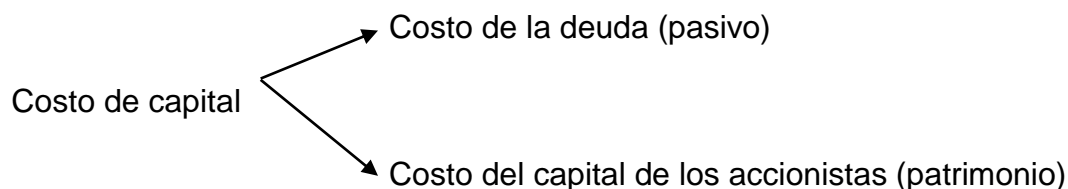
Desde el punto de vista metodológico, el estudio es importante porque se emplean métodos cualitativos y cuantitativos; en el primer caso, se caracteriza el mercado para determinar los distintos tipos de riesgo que inciden en el costo del patrimonio, así como el proceso de toma de decisiones en las empresas; desde la perspectiva cuantitativa, se determina el costo del patrimonio y la rentabilidad de las empresas en estudio.

El tema de estudio es además pertinente para la carrera de contaduría pública, específicamente en el área de análisis financiero, al proporcionar elementos teóricos y conceptuales de gran relevancia en las finanzas corporativas en la actualidad.

## 4. MARCO DE REFERENCIA

### 4.1 MARCO TEÓRICO

De acuerdo con García,<sup>10</sup> el costo de capital de la empresa se puede visualizar así:



Para García,<sup>11</sup> existe una diferencia entre deuda y patrimonio; la deuda es una fuente de financiación que por lo general está regida por un contrato, en el cual se pactan los intereses que se pagan y las fechas de pago de los intereses y el capital. El acreedor recibe su dinero, en teoría, sin importarle si la empresa ha producido beneficios o no. Mientras tanto, el patrimonio o capital de los socios tiene una remuneración residual. Es decir, se les paga si después de pagar todas las obligaciones (gastos de personal, materia prima, arriendos, intereses, etc.) queda un remanente o utilidad. Así mismo, en caso de una quiebra o liquidación son los últimos en recibir su dinero. Esto muestra una gran diferencia en el riesgo que asume cada dueño de los recursos.

Según Monroy<sup>12</sup> el costo del patrimonio se ha definido como el costo que exige un inversionista por atender una alternativa de inversión, expresado en porcentaje. Para calcular el costo del patrimonio se debe tomar la tasa libre de riesgo y sumarla a la prima de riesgo (diferencia entre la tasa libre de riesgo y la tasa de mercado) y por último multiplicarla por el coeficiente beta (riesgo sistemático). Este procedimiento se considera la forma correcta para que un inversionista pueda determinar cuál es su costo de patrimonio y se convierte en una herramienta técnica y ecuánime para apoyar la correcta toma de decisiones financieras y así escoger la mejor alternativa de inversión, tanto en Colombia como en el resto del mundo.

Para Oriol: “el costo del patrimonio es aquel costo de oportunidad que los accionistas están soportando por el hecho de decidirse a invertir en la empresa. También se puede contemplar como la rentabilidad que los accionistas desean obtener de su inversión en el capital de la empresa.”<sup>13</sup>

<sup>10</sup> GARCÍA S., Oscar León. Administración financiera: fundamentos y aplicaciones. Tercera Edición. 1999

<sup>11</sup> Ibid.

<sup>12</sup> MONROY PEDRAZA, Helber Mauricio. Costo de Patrimonio de Inversionistas [en línea]. Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas. Pontificia Universidad Javeriana. Contrapartida número 957, septiembre 1 de 2015 [citado el 4 de febrero de 2017]. Disponible en: [http://www.comunidadcontable.com/BancoConocimiento/C/contrapartida\\_957/contrapartida\\_957.asp](http://www.comunidadcontable.com/BancoConocimiento/C/contrapartida_957/contrapartida_957.asp)

<sup>13</sup> ORIOL, Amat. Eva, Valor Económico Agregado. Grupo Editorial Norma, 1999. p. 65

Según Rubio,<sup>14</sup> una de las formas de determinar el costo del patrimonio es aplicando el modelo denominado CAPM (Capital Assets Pricing Model). El modelo toma en cuenta la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta ( $\beta$ ), así como también el retorno esperado del mercado y el retorno esperado de un activo teóricamente libre de riesgo.

Este modelo sugiere que la rentabilidad que un inversionista podría esperar si invirtiera en una acción en el mercado puede determinarse de la siguiente manera:<sup>15</sup>

$$K_e = R_f + [(R_m - R_f) \beta] + R_p, \text{ donde}$$

$K_e$  = Costo del Patrimonio

$R_f$  = Tasa libre de riesgo

$R_m$  = Rendimiento del mercado

$(R_m - R_f)$  = Prima de riesgo de mercado= MP

$\beta$  = Beta

$R_p$  = Riesgo país

En el cálculo del costo del patrimonio, se involucran una serie de variables que requieren su definición:

*Tasa libre de riesgo ( $R_f$ ).* La tasa libre de riesgo que se toma como referencia son los bonos de deuda soberanos, para el caso de Colombia los denominados TES. Su inclusión en el  $K_e$  se explica porque lo mínimo que un inversionista exigiría para invertir en un negocio es lo que retribuiría el activo financiero más libre de riesgo en una economía, el cual corresponde a los títulos que emite la Nación.

Si la tasa libre de riesgo se toma de otro país, deberá ajustarse por el riesgo país, con lo que tasa de libre ajustada  $R_F$  va a ser igual a:  $R_F = R_f + R_P$ .

Por lo tanto:  $K_e$  sería igual a:  $K_e = R_F + (R_m - R_f) \beta$

*Prima de Riesgo.* El componente denominado prima de riesgo es la diferencia entre el rendimiento del mercado y la tasa libre de riesgo:

$$MP = (R_m - R_f)$$

*Beta ( $\beta$ ).* Representa una medida de la variación de la rentabilidad de la empresa con respecto a la rentabilidad del mercado.

---

<sup>14</sup> RUBIO, Fernando. CAPM y APT: una nota técnica [en línea]. Universidad de Valparaíso, Chile, 1987 [citado el 30 de agosto de 2017]. Recuperado de: <https://core.ac.uk/download/files/153/9315463.pdf>

<sup>15</sup> Ibíd.



La beta total contiene el efecto de los riesgos operativos y financieros sistemáticos y se le denomina beta apalancado. La beta no apalancada mide el riesgo operativo, pero no tiene en cuenta el efecto sobre el riesgo financiero que genera un nivel de endeudamiento en el cálculo del costo de capital. Por ello, cuando se utilizan betas calculados por entidades especializadas, hay que tener en cuenta la siguiente relación entre la beta no apalancada, que mide el riesgo operativo y la beta apalancada que mide el riesgo total (operativo y financiero), para una estructura dada de capital.

Por lo tanto:

$$\beta_L = \beta_U \left[ 1 + (1-t) \frac{D}{P} \right]$$

Donde:

$\beta_L$  = Beta apalancado

$\beta_U$  = Beta desapalancado

t = Tasa de impuesto

D = Pasivo

P = Patrimonio

Una beta igual a 1 representa que la empresa tiene el mismo nivel de riesgo que el mercado en general, tomado ese último como el retorno promedio de un portafolio de inversiones en activos financieros. Una beta menor que uno indica que la empresa presenta un nivel de riesgo menor al del mercado, y un Beta mayor que uno, el caso contrario.

*Retorno de mercado (Rm).* Corresponde al retorno promedio de un portafolio de inversiones en el mercado. Debe tenerse en cuenta que en un mundo globalizado en el cual existe libertad para mover recursos financieros de un país a otro con cierta flexibilidad, exige que deban utilizarse como referencia para la estimación de las variables, mercados de activos financieros maduros.

Lo anterior hace que para el caso del cálculo del costo del capital de una industria en Colombia se deba considerar el riesgo asociado al país, el cual corresponde a la diferencia entre el rendimiento de los papeles de deuda de Colombia con los papeles de deuda de un mercado de referencia, para lo cual se toma el mercado accionario de Estados Unidos.

*Riesgo País (Rp).* El riesgo país representa la prima de riesgo por invertir en economías emergentes con factores sociales, políticos, económicos, culturales, etc, que influyen en la percepción de riesgo de un potencial inversionista, lo cual eleva el valor del retorno esperado por estos últimos. Es decir, que el riesgo país es el

adicional de tasas de interés (spread) que requerirán los inversores para prestarle al Estado o a las empresas del país, y cada 100 puntos básicos de riesgo país implica un 1% adicional de tasa de interés. En otras palabras, el riesgo país mismo determina el costo de endeudamiento que enfrenta el gobierno. Esto es fundamental y tiene dos fuertes implicaciones: primero, mientras más baja sea la calificación de riesgo país, mayor va a ser el costo de endeudamiento, y mientras mayor sea este costo, menor va a ser la maniobrabilidad de la política económica y mayor el riesgo de incumplimiento, lo que a su vez elevará de nuevo el riesgo país, convirtiéndose en un círculo vicioso. Además, un elevado riesgo país influirá en las decisiones de inversión, lo que determinará un menor flujo de fondos hacia el país y una mayor tasa de interés global.

Cada país, de acuerdo con sus condiciones económicas, sociales y políticas, genera un nivel de riesgo que es recogido en un índice. Para los países emergentes dicho índice es denominado EMBI (Emerging Markets Bond Index). El EMBI indica el nivel de probabilidad que tendría un inversionista de sufrir una pérdida al invertir en un determinado país emergente. El EMBI, como indicador de riesgo país permite además las comparaciones entre diferentes países como un parámetro de referencia.

El riesgo país mide dos tipos de riesgo:

El riesgo soberano, que es el riesgo de que, ante la eventualidad de incumplimiento del Estado, las acciones judiciales contra el deudor puedan ser ineficaces en razón de su soberanía, tanto en las deudas contraídas por el Estado, como en las garantizadas por el mismo.

El riesgo transferencia, que es el representado por la probabilidad de que dicho país no llegue a contar con las divisas suficientes para hacer frente a sus deudas.

## **4.2 MARCO CONCEPTUAL**

Para el desarrollo del trabajo se requiere la siguiente conceptualización:

Sector inmobiliario: hace referencia al mercado inmobiliario, es decir, la oferta y demanda de bienes inmuebles.

Rentabilidad del patrimonio: la rentabilidad hace referencia al beneficio, lucro, utilidad o ganancia que se ha obtenido de un recuso o dinero invertido. La rentabilidad se considera también como la remuneración recibida por el dinero o el capital invertido.

Costo del capital: El costo de capital es la tasa de rendimiento que debe obtener la empresa sobre sus inversiones para que su valor en el mercado permanezca

inalterado, teniendo en cuenta que este costo es también la tasa de descuento de las utilidades empresariales futuras.

Patrimonio: El patrimonio neto está formado por dos aspectos: las aportaciones de capital de los socios y las reservas o beneficios generados y no distribuidos por la compañía. El patrimonio neto contiene, además, las siguientes características:

No es exigible, es decir, que no hay que devolverlo a terceros ajenos a la empresa. De ahí que el patrimonio neto también se conozca como pasivo no exigible.

Carece de coste financiero, a pesar de considerarse, contablemente, una deuda (para con los socios).

Ha de financiar el activo no corriente y parte del activo corriente o circulante de la empresa.

Costo del patrimonio: se ha definido como el costo que exige un inversionista por atender una alternativa de inversión, expresado en porcentaje.

### **4.3 MARCO LEGAL**

Decreto 2649 de 1993 - Por el cual se reglamenta la contabilidad en general y se expiden los principios o normas de contabilidad generalmente aceptados en Colombia (PCGA).

Código de Comercio Colombiano – Decreto Ley 410 de 1971 que incorpora entre otras la Contabilidad como un asunto mercantil que incluye la Ley 222 de 1995 que introduce cambios notorios a este Código de Comercio.

Ley 1314 de 2009 – Por la cual se regulan los principios y normas de contabilidad e información financiera y de aseguramiento de información aceptados en Colombia, se señalan las autoridades competentes, el procedimiento para su expedición y se determinan las entidades responsables de vigilar su cumplimiento.

Definiciones de patrimonio según norma:

IFRS: Patrimonio es la parte residual de los activos de la entidad, una vez deducidos todos sus pasivos. (4.4-c).

PCGA: Art. 37. Patrimonio. El patrimonio es el valor residual de los activos del ente económico, después de deducir todos sus pasivos.

## 5. DISEÑO METODOLÓGICO

### 5.1 ENFOQUE

El enfoque del estudio es cuantitativo, debido a que se realiza un análisis de la situación financiera de las empresas del sector inmobiliario de Tuluá, que incluye el cálculo de indicadores financieros, así como el cálculo del costo del patrimonio y su respectivo análisis, por medio de un estudio de sensibilidad.

### 5.2 TIPO DE ESTUDIO

El tipo de estudio corresponde al descriptivo y analítico,<sup>16</sup> ya que para analizar la incidencia del costo del patrimonio en la rentabilidad de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2015-2016, se debe inicialmente desarrollar una fase de diagnóstico, en la cual se caracterizan los distintos tipos de riesgo que a su vez determinan el costo del patrimonio. Posteriormente, sobre la base de unos cálculos de indicadores asociados al costo patrimonial, se analiza su incidencia en la rentabilidad, utilizando para ello el modelo EVA.

### 5.3 MÉTODO DE INVESTIGACIÓN

Con relación al método de investigación, se utiliza el deductivo, que tiene la particularidad que inicia con lo general (identificación de los tipos de riesgo), a lo particular (costo del patrimonio para cada empresa de la muestra) se hace previamente analizando el entorno y la identificación de aquellas variables que tienen efecto en el costo patrimonial. Finalmente se concreta en la incidencia de dicho costo en la generación de valor (cumplimiento del objetivo básico financiero).

### 5.4 POBLACIÓN Y MUESTRA

La población se encuentra conformada por las empresas que reportan información financiera a la Superintendencia de Sociedades de Colombia, pertenecientes al sector actividades inmobiliarias, con código CIIU L6810. Según registros de esta fuente, en el año 2016 reportaron tres (3) organizaciones de la ciudad de Tuluá:

817.001.072	ZALKA S A
821.000.170	INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA
900.355.606	CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

---

<sup>16</sup> MÉNDEZ A., Carlos Eduardo. Metodología. Diseño y desarrollo del proceso de investigación con énfasis en ciencias empresariales. En estudio Limusa. México, 2008. p. 231

## 5.5 FUENTES Y TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN

Para el cumplimiento de los objetivos se requiere acceder a fuentes primarias y secundarias. A continuación, se relaciona cada una de ellas con base a los objetivos específicos diseñados:

Cuadro 2. Fuentes de información para cumplimiento de los objetivos específicos del trabajo

Objetivo	Fuente de información	Técnica de recolección	Descripción
Identificar los distintos tipos de riesgo que tienen incidencia en el costo del patrimonio de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá.	Secundaria, datos del entorno, variables asociadas al riesgo	Análisis documental	Basados en la metodología del cálculo del costo patrimonial, se identifican las variables que inciden en su valor; con ello, se identifican los diferentes tipos de riesgo y se analiza su comportamiento en el período de estudio
Describir el proceso de toma de decisiones referente a la selección de fuentes de financiación (pasivo y patrimonio) en las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá.	Primaria	Encuesta	Se elabora una encuesta basada en la estructura financiera de las empresas y la toma de decisiones, para conocer qué proceso realizan en estas empresas para seleccionar sus fuentes de financiación, incluidas el patrimonio.
Realizar un análisis de la situación financiera de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá para el periodo 2015-2016	Secundaria, estados financieros, información de la Superintendencia de Sociedades	Análisis financiero	Se realiza un diagnóstico financiero, a partir del cálculo de razones financieras, de liquidez, endeudamiento, actividad y rentabilidad.
Calcular el costo del patrimonio y la rentabilidad para las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2015-2016.	Secundaria, estados financieros, información de la Superintendencia de Sociedades	Análisis financiero	Se aplica la metodología para el cálculo del costo del patrimonio y, para la rentabilidad, se utiliza el modelo EVA que mide la verdadera rentabilidad del accionista.
Realizar un análisis de sensibilidad para determinar el punto de menor impacto en la rentabilidad del patrimonio y proponer acciones de mejora	Secundaria, datos financieros, indicadores financieros	Análisis estadístico	Se realizan escenarios para determinar el impacto en la rentabilidad del patrimonio, utilizando la herramienta Excel

Fuente: elaboración propia

## 6. IDENTIFICACIÓN DE LOS DISTINTOS TIPOS DE RIESGO QUE TIENEN INCIDENCIA EN EL COSTO DEL PATRIMONIO DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ

En este primer capítulo se trata de identificar los distintos tipos de riesgo que tienen incidencia en el costo del patrimonio de las empresas; para ello se acude a la teoría de riesgos expresada en el modelo CAPM (Capital Assets Pricing Model), presentado en el marco teórico.

### 6.1 FACTORES QUE INCIDEN EN EL COSTO PATRIMONIAL

#### 6.1.1 El riesgo en los países emergentes

Los mercados emergentes se suelen identificar con los países en vías de desarrollo. Estos países son los catalogados como naciones de renta baja o media según la clasificación del Banco Mundial; esto es en función de su renta per cápita. Según esta definición, el único factor que determinaría que un mercado sea clasificado como emergente será la renta.<sup>17</sup>

Algunas de las características de estos mercados emergentes son:<sup>18</sup>

- **Mayor potencial de crecimiento económico:**

La dependencia que presentaban los países en desarrollo con respecto a los países fuertemente industrializados cambió desde la década de los ochenta. Ahora los ciclos económicos de estos países tienden a no coincidir, ni en tiempo ni en intensidad, con los de los países desarrollados. El crecimiento presentado por estas economías ha sido claramente superior al de las economías más potentes.

- **Tamaño y rápido crecimiento:**

El crecimiento de estos países se está dando tanto en la capitalización como en el volumen de operaciones o el número de títulos cotizados. El crecimiento que ha tenido lugar en las últimas décadas en los mercados de otros países desarrollados que no fueran EE.UU. y que los ha convertido en objeto de interés en aquel país, puede ser un indicio de lo que ocurrirá con los países emergentes.

---

<sup>17</sup> CAMPOS PELÁEZ, Severiano y otros. CAPM en mercados emergentes. Universitat Pompeu Fabra. Junio de 2005. p. 4

<sup>18</sup> Ibid. p. 5

- **Cambios políticos y económicos:**

Es frecuente encontrar entre los mercados emergentes a países que hayan evolucionado recientemente hacia estados más democráticos. Estos cambios políticos suelen ir acompañados de cambios en las políticas económicas. Es frecuente que estas políticas vayan dirigidas en los siguientes caminos: desregularización, liberalización, privatización de empresas públicas, eliminación progresiva de las trabas a la libre circulación de bienes, servicios y capitales, mayor permisividad hacia las inversiones extranjeras y supresión de los controles de cambio.

- **Rendimiento:**

El principal interés que presentan los países emergentes es su elevada rentabilidad. Pero es lógico que ningún país permanezca como el más rentable durante mucho tiempo, por lo que seleccionar el más adecuado en cada momento resulta de gran importancia.

### **6.1.2 El riesgo desde la perspectiva del CAPM**

Según el modelo CAPM, la rentabilidad esperada (o costo del capital propio) está en función de los distintos tipos de riesgo. Esto se puede escribir matemáticamente de la siguiente forma:

$$c^* = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Donde:

$c^*$  = rentabilidad esperada

$R_f$  = tasa libre de riesgo

$R_m$  = riesgo de mercado

$(R_m - R_f)$  = prima de riesgo

$B$  = sensibilidad del valor a los movimientos del mercado (riesgo sistemático)

La diferencia es que, en los países desarrollados, la tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) se asimila a la tasa de los bonos del tesoro a un plazo de diez años, en el caso de los Estados Unidos. Sin embargo, en los mercados emergentes como Colombia, las bolsas de valores no están muy desarrolladas, ni poseen una estadística muy afinada. En este caso, el  $R_f$  para un país en desarrollo está compuesto por la  $R_f$  de un país desarrollado más lo que debería agregarse a esa tasa en un país en desarrollo. De esta forma, suele agregarse el riesgo país, que tienen los bonos propios del país emergente y el riesgo soberano, términos que a continuación se desarrollan.

### 6.1.3 Riesgo país y riesgo soberano

El riesgo país es un indicador que revela el nivel de riesgo que corre un inversionista al invertir en cierto país referido a que éste no pueda responder a los compromisos de pago de deuda externa. A mayor nivel de riesgo, mayor es la tasa de interés que el inversionista exige, por lo tanto, en este caso se pagaría una prima de riesgo de la inversión más alta.

De esta forma, la tasa de interés es la retribución por el uso de un capital ajeno, que además incorpora una prima adicional que representa el riesgo asumido por invertir en un país determinado; generalmente en la práctica lo que se hace es estimar la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos de un país y la de los títulos del Tesoro de EE. UU, los cuales se consideran libre de riesgo. De esta forma, entre mayor sea el diferencial entre dichas tasas de interés, mayor será la prima adicional y consecuentemente la tasa de interés exigida por el inversionista.

Existen diferentes Entidades Calificadoras de Riesgo (ECR), por un lado, el concepto de riesgo como indicador, elaborado por la consultora internacional J.P. Morgan Chase, que refleja el movimiento y los precios de los bonos y títulos de deuda de los países denominados emergentes. A su vez, empresas como Euromoney o Institucional Investor calculan índices de riesgo basados en el análisis de distintos factores que son ponderados para dar lugar a niveles de riesgo por país.<sup>19</sup>

Por otro lado, existen empresas internacionales calificadoras de riesgo de crédito como Moody's, Standard & Poor's, Fitch-IBCA que asignan calificaciones de riesgo a las emisiones de deuda soberana.

A pesar de que las calificaciones son técnicamente exhaustivas, no dejan de ser subjetivas, constituyéndose por lo tanto en opiniones de empresas especializadas, pero que en sí no constituyen por sí misma una garantía.

El "riesgo soberano" es un subconjunto del riesgo país y califica a las deudas garantizadas por el gobierno o un agente del gobierno. Otra literatura sostiene que el "riesgo país" y el "riesgo soberano" son sinónimos. Ambos hacen referencia al riesgo que surge de préstamos o deudas públicamente garantizadas por el gobierno o tomadas directamente por el gobierno o agentes del gobierno.<sup>20</sup>

No obstante, existe alguna diferencia entre riesgo país y riesgo soberano. El primero está asociado a la probabilidad de incumplimiento por parte del gobierno en el pago de la deuda pública (bonos públicos) de un país, mientras que el segundo implica la probabilidad de que las acciones de un gobierno (es decir, la política fiscal,

---

<sup>19</sup> CAMPOS PELÁEZ, Severiano y otros. CAPM en mercados emergentes. Universitat Pompeu Fabra. Junio de 2005.

<sup>20</sup> *Ibíd.*, p. 27



monetaria y externa) puedan afectar directa o indirectamente la capacidad del emisor de deuda de cumplir con sus obligaciones. De acuerdo con esto, tanto el riesgo país como el soberano están determinados por las acciones del gobierno en materia de política económica.

Además, el riesgo soberano es utilizado como un indicador de calificación máxima en un país, es decir, ninguna otra entidad de ese país podrá tener una mejor calificación de riesgo. Para comprender esto es oportuno pensar en una situación en la cual el Estado quiebre (default), esto implicaría una crisis de deuda a nivel nacional lo cual afectaría al sector privado vía crisis política, de balanza de pagos, elevada inflación, entre otros, afectando a la larga la capacidad de pago. Dicho de otra forma, en una situación en la cual el Estado esté en quiebra, ninguna entidad privada podrá tener una buena calificación de su nivel de riesgo, es decir, la situación del Estado afectaría al propio sector privado. Esto deja clara la importancia de la estabilidad económica y social en un país, pues de ella depende en gran parte las expectativas de inversión privadas.

#### **6.1.4 Índice de Riesgo País**

Existe un índice que mide el riesgo país para las naciones emergentes, el cual es elaborado por JP Morgan; su nombre es EMBI+ (Emerging Market Bond Index, es decir, Índice de Bonos de los Mercados Emergentes). Este mide el grado de peligro que supone un país para las inversiones extranjeras.

La forma utilizada para medir la prima de riesgo es la diferencia entre las tasas que pagan los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y las que pagan los bonos del respectivo país. Se utiliza la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos como base, ya que se asume que es la de menor riesgo en el mercado. Es decir que se toma como referencia el rendimiento de los Bonos Norteamericanos y se realiza la comparación con los títulos públicos de países emergentes.

Su cálculo se expresa como:

Riesgo País = Tasa de rendimiento de los bonos de un país – Tasa de rendimiento de los Bonos del Tesoro norteamericano

El Riesgo País se mide en puntos básicos (cada 100 puntos equivalen a 1%), por esto cuando se escucha que el índice de Riesgo País se ubica en 1.200 puntos, en realidad se está diciendo que el bono del país emisor paga 12% adicional sobre la tasa de los bonos americanos. Los principales factores que influyen en la determinación del riesgo país se relacionan en el Cuadro 3:<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> CASTELLANOS, Diego Luís. Riesgo país y determinantes. Cuadernos BCV. Marzo de 2000.

Cuadro 3. Categorías que conforman el riesgo-país.

<b>Factores de Riesgo</b>	<b>Ponderación (en porcentajes)</b>	
<b>Indicadores analíticos</b>		<b>50</b>
Desempeño económico	25	
Riesgo político	25	
<b>Indicadores crediticios</b>		<b>30</b>
Indicadores de deuda	10	
Deuda en default o reprogramada	10	
Calificación crediticia	10	
<b>Indicadores de mercado</b>		<b>20</b>
Acceso a financiamiento bancario	5	
Acceso a financiamiento de corto plazo	5	
Descuento por incumplimiento	5	
Acceso a mercado de capitales	5	

Fuente: Euromoney

Como se puede apreciar, el riesgo-país está determinado por un conjunto de variables relacionadas con la estabilidad económica y política, así como el nivel de desarrollo del mercado financiero. En el anterior ranking, los indicadores más importantes son los analíticos, que agrupan el desempeño económico y la situación política, los cuales representan el 50% de la calificación total.

De igual forma se observa la importancia de la situación crediticia y el acceso al sistema financiero, y deja claro que el papel del Estado para estimular la inversión es enorme, pues es el encargado de la estabilidad económica y política a través de las decisiones que tome, así como del estímulo al desarrollo del mercado financiero. De esta forma, el índice de riesgo país es una manera de evaluar el mismo desempeño del gobierno, en lo que se refiere a las políticas fiscales y monetarias, así como el nivel de impulso a los mercados financieros. En el Cuadro 4 se presentan las nomenclaturas de clasificaciones de riesgo utilizadas por las calificadoras más importantes a nivel internacional, como son Standard & Poor's, Moody's, Duff & Phelps y Fitch-IBCA.

Cuadro 4. Nomenclatura de clasificaciones de riesgo.

	<b>Standard &amp; Poor's</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch-IBCA</b>	<b>Duff &amp; Phelps</b>
<b>Grado de inversión</b>				
Máxima calidad	AAA	Aaa	AAA	AAA
Alta calidad	AA+	Aa1	AA+	AA+
	AA	Aa2	AA	AA
	AA-	Aa3	AA-	AA-
Fuerte capacidad de pago	A+	A1	A+	A+
	A	A2	A	A
	A-	A3	A-	A-
Capacidad adecuada de pago	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+
	BBB	Baa2	BBB	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-	BBB-
<b>Inversiones especulativas</b>				
Pago probable pero incierto	BB+	Ba1	BB+	BB+
	BB	Ba2	BB	BB
	BB-	Ba3	BB-	BB-
Alto riesgo	B+	B1	B+	B+
	B	B2	B	B
	B-	B3	B-	B-
Dudosa probabilidad de pago oportuno	CCC+	Caa1		
	CCC	Caa2	CC	DDD
	CCC-	Caa3		
	CC	Ca		
	C	C		
Incumplimiento	D		DD	DD

Fuente: CAMPOS (2005)

### 6.1.5 Evolución del riesgo país en Colombia

Aunque Colombia está en la parte baja del riesgo país entre los países emergentes, lo cierto es que ha sido una de las naciones que más ha visto un incremento en los indicadores que miden esta percepción, tanto en el último año como en lo que va del 2016. Uno de ellos es el Embi +, calculado a diario por el JP Morgan y que muestra la diferencia en la tasa de interés que piden los inversionistas por los bonos de un país determinado frente a los de Estados Unidos.<sup>22</sup>

Este índice para Colombia ya superó los 400 puntos, valor que sigue siendo el más alto desde abril del 2009, cuando el mundo apenas reaccionaba al estallido de la crisis financiera en Estados Unidos.

<sup>22</sup> DIARIO PORTAFOLIO. El riesgo país ha aumentado casi 25% en lo que va del año [en línea]. Edición digital, febrero 4 de 2016. Disponible en: <http://www.portafolio.co/economia/riesgo-pais-aumento-2016-40056>

Gráfico 1. Evolución de la prima de riesgo de Colombia frente a Estados Unidos.



Fuente: <http://www.datosmacro.com/prima-riesgo/colombia>

## 6.2 IDENTIFICACIÓN DEL RIESGO DE INVERSIÓN

Es importante conocer a cuáles riesgos de inversión se enfrenta un inversionista y que pueden tener incidencia en el costo del patrimonio y la rentabilidad de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá.

### 6.2.1 Riesgo de mercado (nacional e internacional, precio)

*Riesgo No. 1: Situación económica*

**Descripción:** las empresas en estudio tienen una limitación geográfica para su operación, específicamente en el centro del Valle del Cauca (Tuluá). Esta situación particular la hace menos vulnerable a ciertos riesgos que puede presentar el entorno internacional, sin embargo, el nivel de globalización que se tiene actualmente y en el caso de Colombia, la dependencia que la economía tiene de países como Estados Unidos (al que se envían cerca del 48% de las exportaciones) hace que muchas variables macroeconómicas internas varíen con el comportamiento de otras economías, pues el desarrollo está cimentado en la apuesta que le hace el gobierno nacional a la inversión extranjera. Así se generan riesgos como posibles competidores internacionales, que el gobierno con el ánimo de atraer inversionistas

puede admitir en un momento dado para participar en las licitaciones de adjudicación.

**Forma de mitigarlo:** las empresas se fortalecen internamente, hacen uso de la innovación en los productos y servicios para enfrentar la competencia, además procuran un buen manejo financiero para tener viabilidad en el largo plazo y poder participar en el mercado en el futuro con solvencia.

#### *Riesgo No. 2: Ciclos económicos negativos*

**Descripción:** Se pueden presentar variaciones en el mercado por cambios económicos, en tal sentido, ante un decrecimiento de la economía, podría pensarse en que la demanda disminuya, sin embargo, precisamente esta situación particular de estar determinado por la dinámica de otros sectores, contrarresta el efecto de ciclos económicos negativos y el producto puede seguir siendo demandado.

**Forma de mitigarlo:** para esto es necesario que las empresas identifiquen sus clientes potenciales más fuertes, para tener estrategias que en tiempos de ciclos económicos negativos permitan ofrecer los productos con un alto grado de fidelidad.

#### *Riesgo No. 3: Ciclos económicos positivos*

**Descripción:** el riesgo puede ser más elevado si se presenta un crecimiento muy grande de la economía, que mejore las condiciones de otros sectores económicos conexos y se incremente la demanda por encima de la capacidad de atender los pedidos de la empresa.

**Forma de mitigarlo:** la empresa a partir de la planeación proyecta su participación en el mercado y estima su demanda en diferentes escenarios de consumo.

#### *Riesgo No. 4: Impacto de la tecnología en el sector*

**Descripción:** A nivel internacional el impacto que la tecnología tiene sobre los negocios podría llevar a que algunos competidores con mayor capacidad incrementen la brecha con las empresas pymes del sector.

**Forma de mitigarlo:** la empresa planea sus inversiones para tratar de equipararse a la competencia y crea estrategias para fortalecer las relaciones con los clientes, respetando la calidad de los servicios y precios.

*Riesgo No. 5: Generación de empleo*

**Descripción:** A nivel local, el departamento y el municipio la generación de empleo es poco dinámica, persistiendo aún tasas de desempleo elevadas que afectan el consumo de los diferentes servicios.

**Forma de mitigarlo:** las empresas amplían su oferta e identifica diferentes nichos de mercado local y regional, para diversificar la demanda y no depender de los consumidores locales.

### **6.2.2 Riesgo de tipo de cambio**

*Riesgo No. 6: Depreciación del peso colombiano*

**Descripción:** la variación del tipo de cambio constituye un riesgo para las empresas dependiendo de su posición frente al comercio internacional o a la dependencia de bienes importados. En el caso de las empresas del sector inmobiliario, la actual depreciación de la moneda desestimula los productos y servicios nacionales, lo cual puede afectar la inversión de personas en el exterior en el sector.

**Forma de mitigarlo:** las empresas planean sus inversiones, cuidan su nivel de endeudamiento para aprovechar coyunturas favorables e invertir.

### **6.2.3 Riesgo de escasez de recursos naturales (producto)**

*Riesgo No. 7: Terremotos, inundaciones, siniestros*

**Descripción:** Hasta la fecha las empresas del sector inmobiliario no han sido objeto de este tipo de riesgos, considerando las ubicaciones de sus inmuebles, que se encuentran en el territorio municipal de Tuluá y área de influencia. Razón por la que se considera que la posibilidad de que sufra algún siniestro causado por terremotos, huracanes, inundaciones, es baja.

**Forma de mitigarlo:** sin embargo, a pesar de ser un riesgo bajo, las empresas deben cumplir con los requisitos y normatividad asociada a la prevención de riesgos, para tener planes de contingencia en caso de presentarse un siniestro de esta índole.

#### 6.2.4 Riesgo operativo

*Riesgo No. 8: Terrorismo - vandalismo*

**Descripción:** Algunas de los inmuebles que tienen las empresas, por su ubicación son susceptibles a este tipo de riesgos, ya que por lo general están en zonas diferentes, donde pueden tener alcance dichas actividades.

**Forma de mitigarlo:** las empresas deben adquirir seguros para protegerse de este tipo de hechos.

#### 6.2.5 Riesgo financiero

*Riesgo No. 9: Tasas de interés*

**Descripción:** En este aspecto, y dependiendo del nivel de endeudamiento, se verían afectadas en mayor o menor medida las empresas por la volatilidad de las tasas de interés. Podría preverse que en caso de que alguna compañía quiera invertir en algún tipo de infraestructura tecnológica que le ayude a ser más eficiente en su operación, podría estar sujeta a la volatilidad tanto de las tasas de interés como en divisas, puesto que se consideraría que requiere de algún tipo de financiación a través del mercado financiero.

**Forma de mitigarlo:** se busca invertir a través de recursos propios y reinvertiendo utilidades, para depender menos de la deuda financiera y mitigar el efecto de la volatilidad de las tasas de interés.

#### 6.2.6 Riesgo de procesos internos

*Riesgo No. 10: Aspectos internos a las empresas*

**Descripción:** En este punto, dentro del análisis de riesgos, teniendo en cuenta la actividad a la que se dedican las empresas en estudio, la cual trae consigo una alta liquidez y manejo de efectivo, es bastante susceptible a que se presenten "hurtos" por parte de las personas que están vinculadas laboralmente, ya sea directa o indirectamente, con las empresas.

**Forma de mitigarlo:** por esta razón las compañías deben tener permanente vigilancia en los lugares donde se maneja dinero de caja.

## 6.2.7 Riesgo legal o de regulación

*Riesgo No. 11: Aspectos legales*

**Descripción:** Las empresas se encuentran en un sector regulado por el gobierno nacional, aspectos que deben cumplirlos para garantizar sus operaciones y proveer de los servicios a la demanda.

**Forma de mitigarlo:** cumplir con la normatividad exigida para el sector.

De acuerdo a la anterior descripción, es posible clasificar los diferentes riesgos según el nivel de probabilidad y frecuencia, de tal forma que puedan determinarse los más importantes.

Cuadro 5. Clasificación de riesgos de las empresas del sector inmobiliario.

Nro.	Riesgo	Tipo de riesgo	Probabilidad	Frecuencia
1	Situación económica	Riesgo de mercado	Alta	Alta
2	Ciclos económicos negativos	Riesgo de mercado	Alta	Baja
3	Ciclos económicos positivos	Riesgo de mercado	Alta	Baja
4	Impacto de la tecnología en el sector	Riesgo de mercado	Media	Baja
5	Generación de empleo	Riesgo de mercado	Media	Baja
6	Depreciación del peso colombiano	Riesgo de tipo de cambio	Media	Baja
7	Terremotos, inundaciones, siniestros	Riesgo de escasez de recursos naturales	Baja	Baja
8	Terrorismo – vandalismo	Riesgo operativo	Alta	Alta
9	Tasas de interés	Riesgo financiero	Baja	Baja
10	Aspectos internos a la empresa	Riesgo de procesos internos	Alta	Alta
11	Aspectos legales	Riesgo legal o de regulación	Alta	Baja

Fuente: elaboración de las autoras

Como se aprecia, los riesgos de más alta probabilidad son los números 1, 2, 3, 8, 10, y 11, asociados al mercado, operativo, procesos internos y el legal. Sin embargo, por la frecuencia, los mayores riesgos son el 1, 8 y 10, es decir, la situación económica respecto a la competencia, el terrorismo por la inseguridad en áreas de estratos 1 y 2 y los aspectos internos, que tienen que ver con los robos y hurtos al interior de la organización.

En el primero de los casos las acciones para mitigar el riesgo pasan más por la posibilidad de innovar en productos y servicios para enfrentar la competencia; en el



riesgo de terrorismo es tomar acciones preventivas en términos de seguridad y en el riesgo de aspectos internos, establecer controles para disminuir la frecuencia de estos eventos.

## **7. PROCESO DE TOMA DE DECISIONES REFERENTE A LA SELECCIÓN DE FUENTES DE FINANCIACIÓN (PASIVO Y PATRIMONIO) EN LAS EMPRESAS DEL SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ**

Para la caracterización del proceso de toma de decisiones con relación a la selección de fuentes de financiación, se aplicó una encuesta (Ver Anexo A.) dirigida a las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá, teniendo en cuenta la muestra seleccionada y registrada en el capítulo del diseño metodológico, apartado 5.4. La encuesta se compone de cinco (5) bloques que son:

- I. Información General.
- II. Características del recurso humano.
- III. Tecnología involucrada en el proceso contable
- IV. Análisis de datos financieros
- V. Decisiones sobre la estructura financiera

A continuación, se presentan los resultados del trabajo de campo.

### **7.1 INFORMACIÓN GENERAL**

Para el desarrollo del trabajo se encuestaron a las tres (3) empresas que conformaron la muestra seleccionada, pertenecientes al sector actividades inmobiliarias de Tuluá. En el cuadro 6 se presenta la relación de estas organizaciones.

Cuadro 6. Relación de empresas utilizadas en el estudio.

817.001.072	ZALKA S A
821.000.170	INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA
900.355.606	CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Un aspecto importante de la muestra de empresas del sector actividades inmobiliarias en estudio tiene que ver con su permanencia en el mercado. Este factor es importante para estudiar el endeudamiento, especialmente porque la confianza de acreedores, accionistas y propietarios se incrementa en la medida que las empresas ganan antigüedad y permanecen en la actividad por más tiempo.

En el caso de la muestra de empresas del sector actividades inmobiliarias en estudio, la mayoría de ellas tienen más de 22 años en el mercado, es decir, se consideran tradicionales (ver cuadro 7). Este factor, como se dijo, es importante

como elemento que incrementa el nivel de confianza en la empresa, aunque no es un punto definitivo o suficiente.

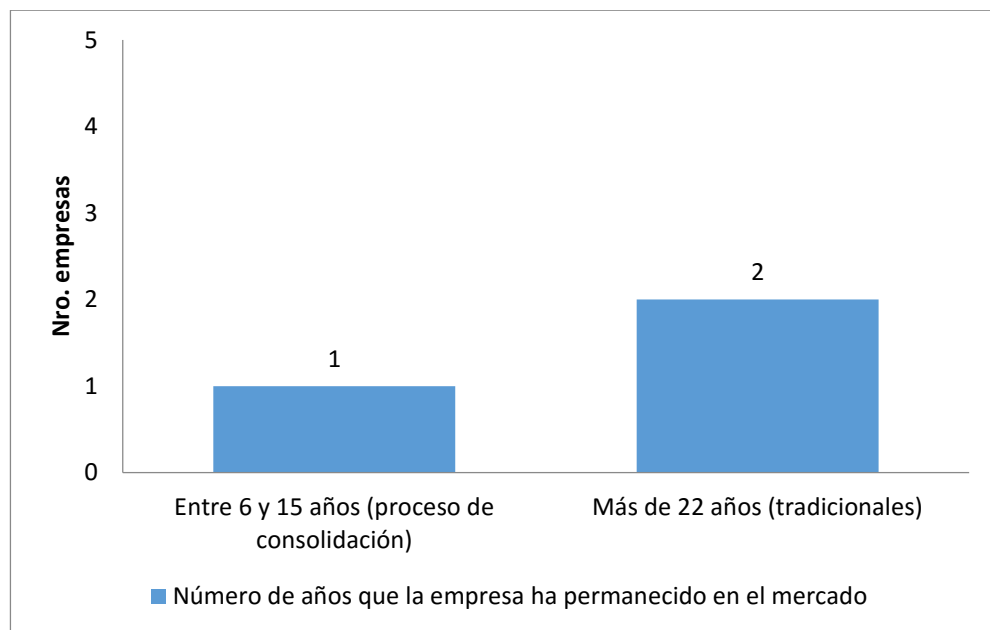
La otra empresa de la muestra tiene entre 6 y 15 años en el mercado, es decir, se considera que está en proceso de consolidación, sin embargo, superó la etapa más crítica en la supervivencia de las empresas, que son los primeros 6 años.

Cuadro 7. Número de años que la empresa ha permanecido en el mercado

Número de años que la empresa ha permanecido en el mercado	Cant.	%
Entre 6 y 15 años (proceso de consolidación)	1	33,3%
Más de 22 años (tradicionales)	2	66,7%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 2. Número de años que la empresa ha permanecido en el mercado



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

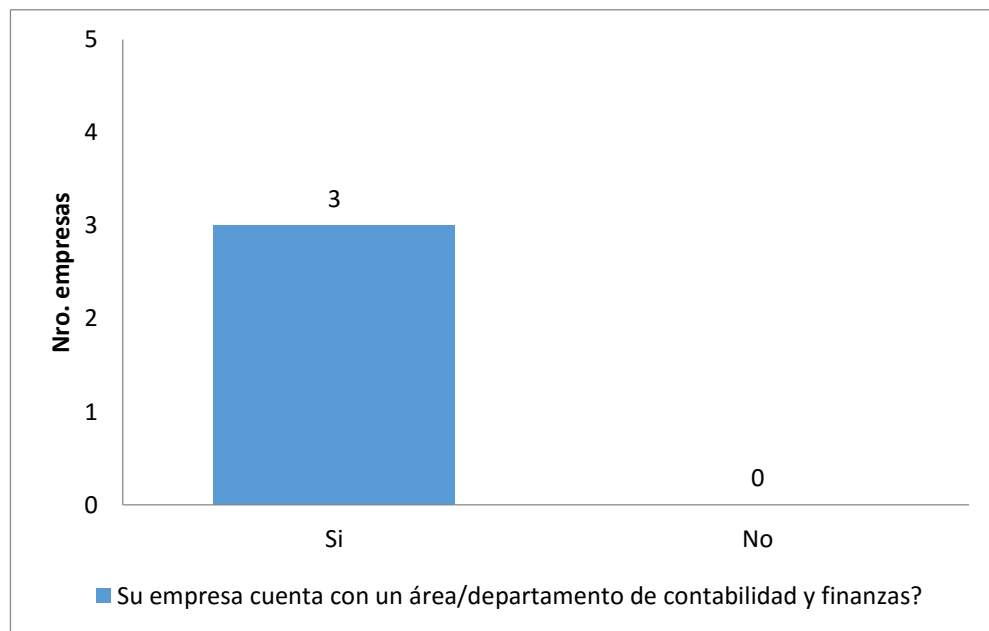
Una característica adicional de las empresas del sector actividades inmobiliarias de la muestra considerada en el estudio es la disponibilidad de un área o departamento de contabilidad y finanzas dentro de la estructura organizacional. En los resultados de la muestra se observa que todas las tres (3) empresas de la muestra indicaron tener ésta importante área administrativa, fundamental como parte del sistema de información que deben tener para apoyar el proceso de toma de decisiones.

Cuadro 8. ¿Su empresa cuenta con un área/departamento de contabilidad y finanzas?

<b>Su empresa cuenta con un área/departamento de contabilidad y finanzas?</b>	<b>Cant.</b>	<b>%</b>
Si	3	100,0%
No	0	0,0%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 3. ¿Su empresa cuenta con un área/departamento de contabilidad y finanzas?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

### 7.1.1 Características del recurso humano

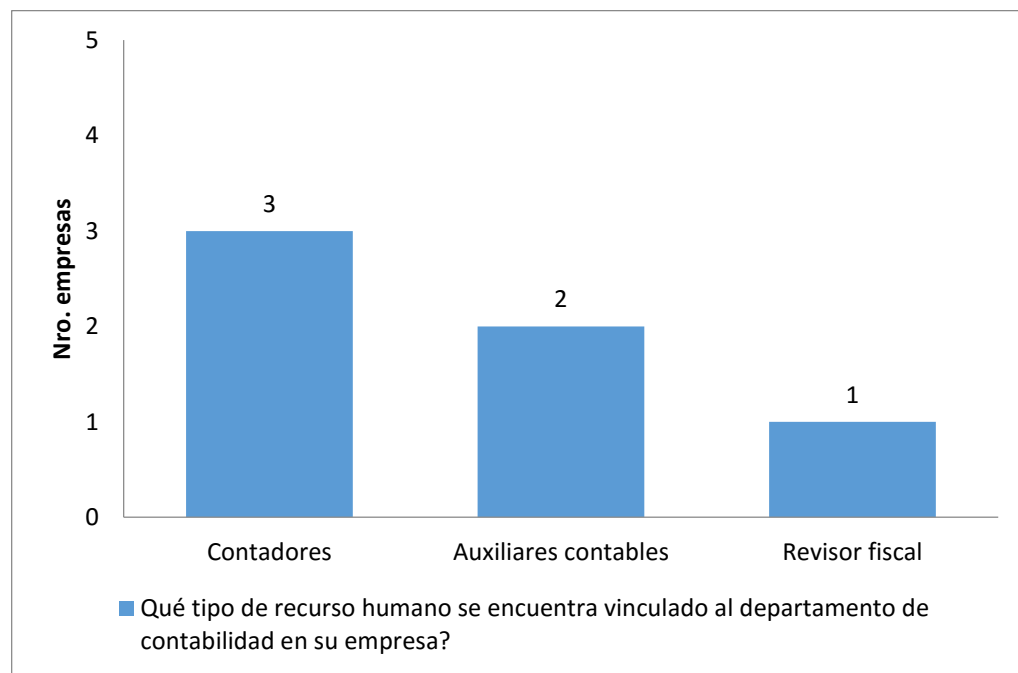
Para el proceso de toma de decisiones, el recurso humano es fundamental para el análisis de la información generada por el sistema. En el caso del endeudamiento, este recurso humano debe contar con las competencias necesarias que logren analizar en debida forma los diferentes escenarios a los que se enfrenta una empresa en un momento determinado. En el cuadro 9 se indica el tipo de empleados vinculados al departamento de contabilidad de las empresas. En tres (3) de ellas cuentan con Contadores Públicos; en dos empresas tienen vinculados a Auxiliares Contables y en una de ellas Revisor Fiscal.

Cuadro 9. ¿Qué tipo de recurso humano se encuentra vinculado al departamento de contabilidad en su empresa?

¿Qué tipo de recurso humano se encuentra vinculado al departamento de contabilidad en su empresa?	Cant. empresas	%
Contadores	3	50,0%
Auxiliares contables	2	33,3%
Revisor fiscal	1	16,7%
Total general	6	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 4. ¿Qué tipo de recurso humano se encuentra vinculado al departamento de contabilidad en su empresa?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Es importante el nivel de cualificación del recurso humano, especialmente en el área contable y financiera porque permite a las empresas tener profesionales con la formación académica pertinente para la toma de decisiones.

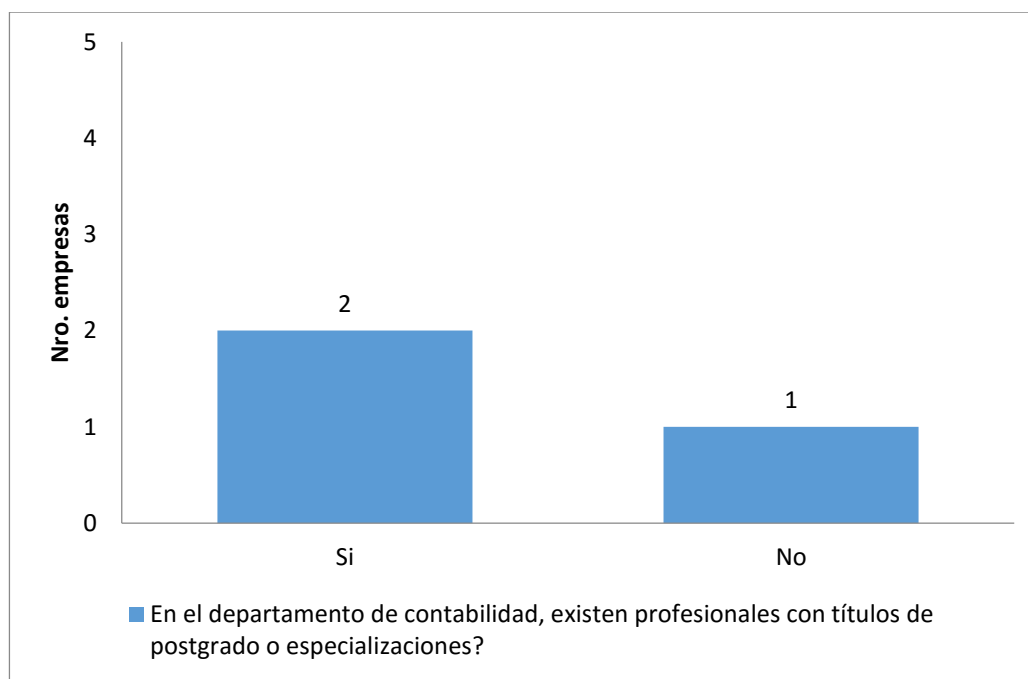
Según los resultados de las encuestas, en dos (2) de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá se cuenta con profesionales especializados, en diferentes áreas como contabilidad y finanzas internacionales, gerencia financiera, en áreas tributarias y en las normas internacionales de información financiera (NIIF), debido a que consideran indispensable en la toma de decisiones.

Cuadro 10. ¿En el departamento de contabilidad, existen profesionales con títulos de postgrado o especializaciones?

¿En el departamento de contabilidad, existen profesionales con títulos de postgrado o especializaciones?	Cant.	%
Si	2	66,7%
No	1	33,3%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 5. ¿En el departamento de contabilidad, existen profesionales con títulos de postgrado o especializaciones?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Considerando que el nivel de cualificación del recurso humano es fundamental para apoyar el proceso de toma de decisiones en el área contable y financiera en las empresas, es necesario que los directivos se preocupen y apoyen a sus empleados para que se capaciten en temas relacionados con sus funciones.

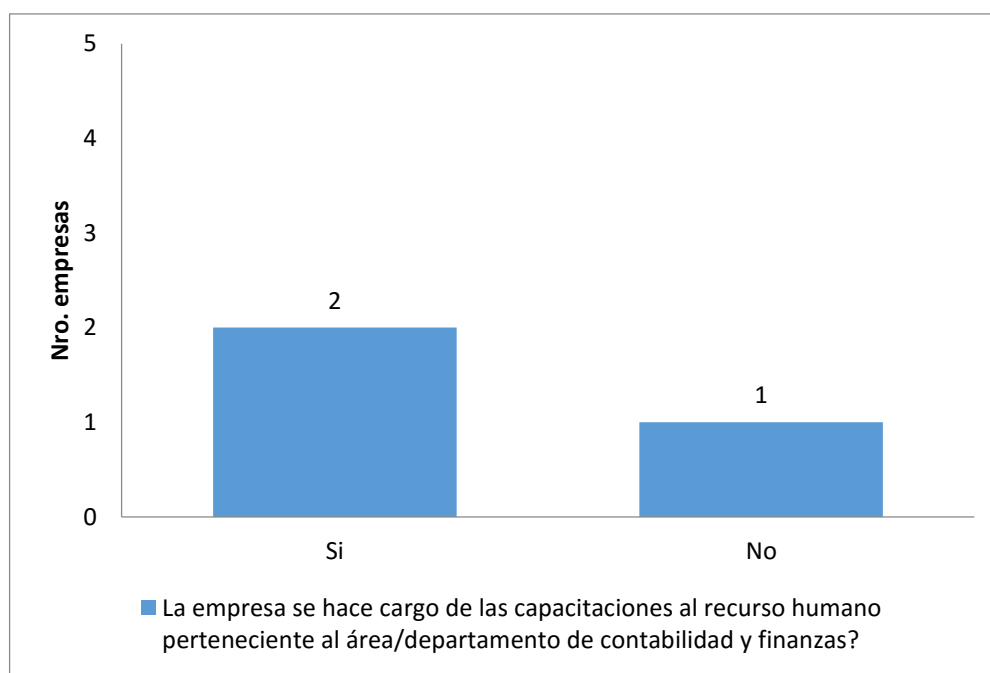
De acuerdo con los resultados de la encuesta, en dos (2) de estas organizaciones se hacen cargo de las capacitaciones al recurso humano perteneciente al área/departamento de contabilidad y finanzas, dado que reconocen la necesidad de que se actualicen los conocimientos. En una de las empresas de la muestra, no se hacen cargo del costo de la capacitación.

Cuadro 11. ¿La empresa se hace cargo de las capacitaciones al recurso humano perteneciente al área/departamento de contabilidad y finanzas?

¿La empresa se hace cargo de las capacitaciones al recurso humano perteneciente al área/departamento de contabilidad y finanzas?	Cant.	%
Si	2	66,7%
No	1	33,3%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 6. La empresa se hace cargo de las capacitaciones al recurso humano perteneciente al área/departamento de contabilidad y finanzas?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Adicionalmente, dado que el entorno en el que se desenvuelven los profesionales, a nivel académico y práctico, varía constantemente, es fundamental que el proceso de capacitación sea continuo y permanente. Por esto, es importante la periodicidad de la formación.

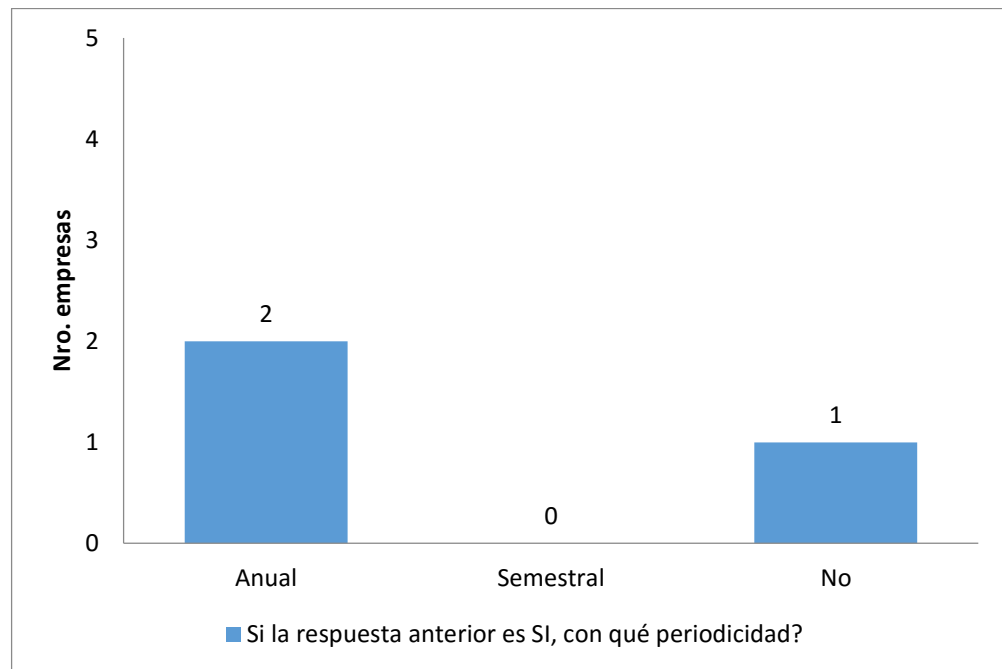
Al respecto, en dos (2) de las tres (3) empresas del sector en estudio se realizan las capacitaciones de forma anual.

Cuadro 12. Si la respuesta anterior es SI, ¿con qué periodicidad?

Si la respuesta anterior es SI, ¿con qué periodicidad?	Cant.	%
Anual	2	66,7%
Semestral	0	0,0%
No	1	33,3%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 7. Si la respuesta anterior es SI, ¿con qué periodicidad?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras



### 7.1.2 Tecnología involucrada en el proceso contable

La capacidad de las empresas de involucrar tecnología en los procesos contables es muy importante, debido a la necesidad de gestionar una cantidad de información que a diario se produce en medio de las relaciones de la empresa con su entorno. Por lo tanto, la disponibilidad de tecnología está directamente relacionada con la productividad en las áreas contables y financieras.

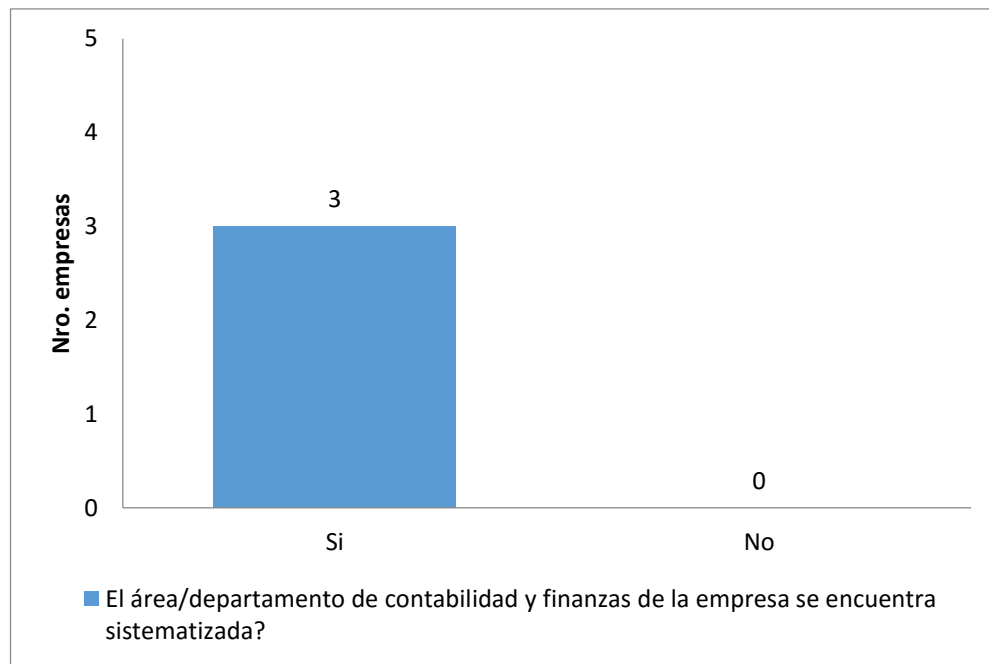
De acuerdo con esto, es importante destacar que la totalidad de las empresas de la muestra se encuentran sistematizadas en la actualidad, lo cual es importante, como se dijo, para la productividad del área contable y financiera.

Cuadro 13. ¿El área/departamento de contabilidad y finanzas de la empresa se encuentra sistematizada?

¿El área/departamento de contabilidad y finanzas de la empresa se encuentra sistematizada?	Cant.	%
Si	3	100,0%
No	0	0,0%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 8. El área/departamento de contabilidad y finanzas de la empresa se encuentra sistematizada?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

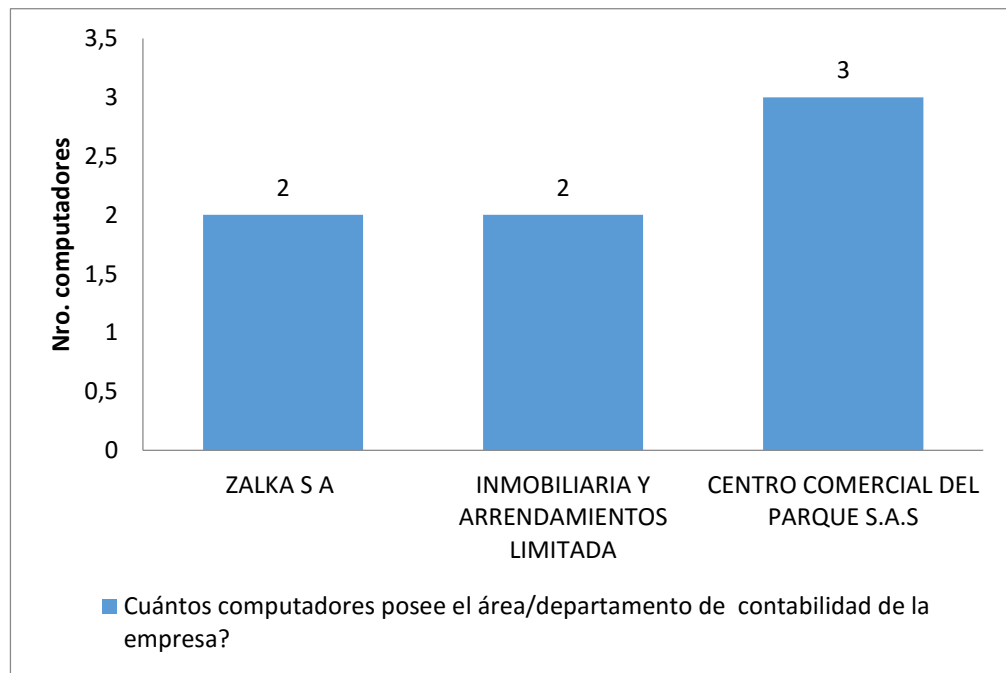
En total, las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá tienen 7 computadores involucrados en las áreas contables (ver cuadro 14). Según el número de empleados, que asciende a 7 en estas organizaciones, la relación PC/Empleados es de 1 a 1 computadores por persona, importante relación para el desempeño de sus actividades.

Cuadro 14. ¿Cuántos computadores posee el área/departamento de contabilidad de la empresa?

¿Cuántos computadores posee el área/departamento de contabilidad de la empresa?	Empleados	Nro. PCs	PC/Empleados
ZALKA S A	2	2	1,00
INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	2	2	1,00
CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	3	3	1,00
Total	7	7	1,00

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 9. ¿Cuántos computadores posee el área/departamento de contabilidad de la empresa?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

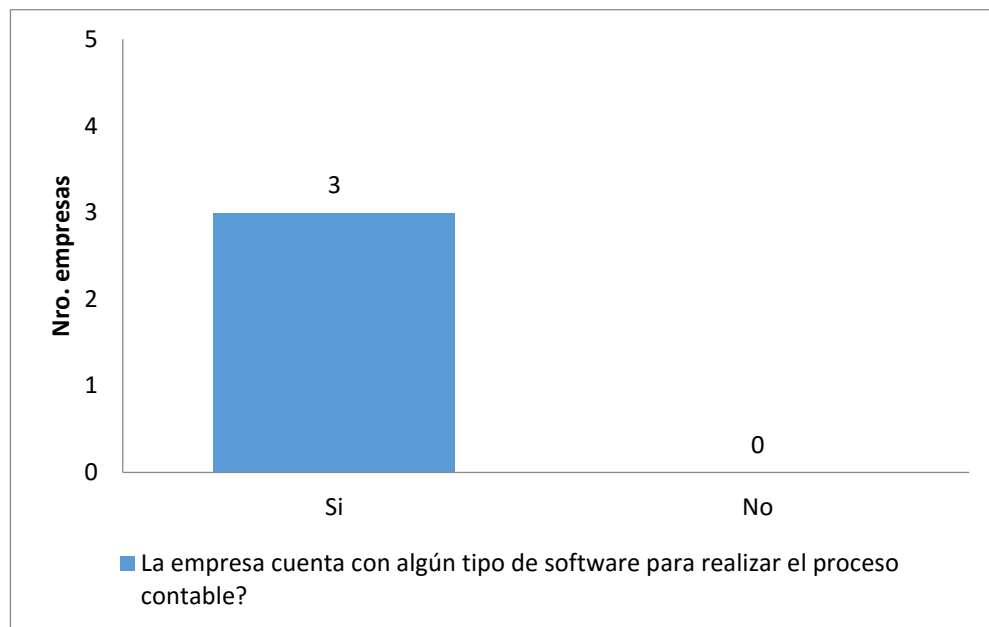
Igualmente, la totalidad de las empresas de la muestra, cuentan con software para realizar el proceso contable. No existe un software específico que domine el mercado, en el caso de esta muestra en estudio, pues los paquetes contables son diversos como: Aplinsa, DMS, Manager y PUTTY.

Cuadro 15. ¿La empresa cuenta con algún tipo de software para realizar el proceso contable?

¿La empresa cuenta con algún tipo de software para realizar el proceso contable?	Cant.	%
Si	3	100,0%
No	0	0,0%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 10. ¿La empresa cuenta con algún tipo de software para realizar el proceso contable?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

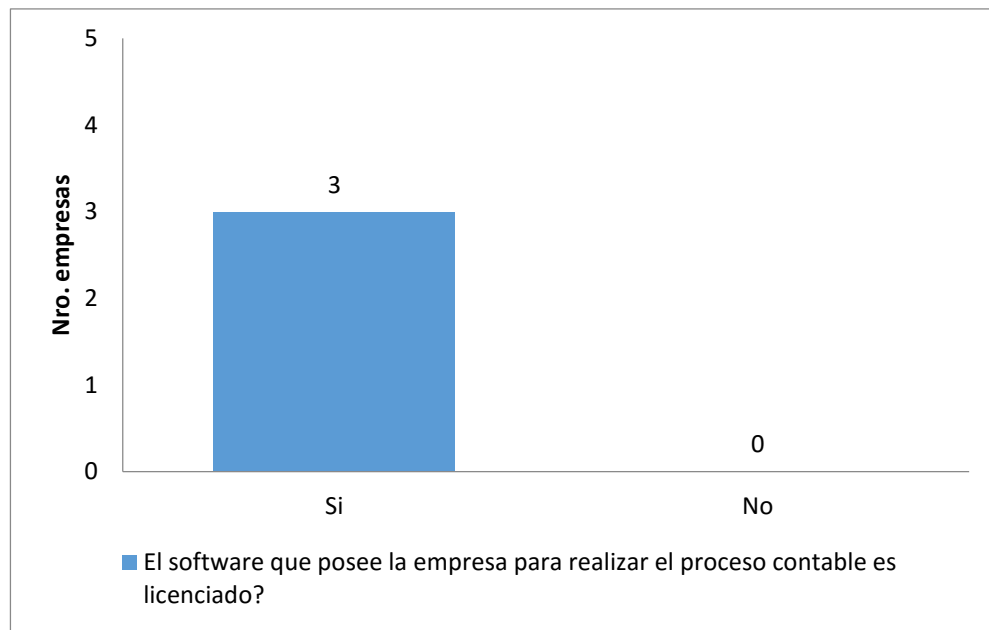
Además de lo anterior, todos estos programas contables utilizados por la mediana empresa comercial de Tuluá se encuentran debidamente licenciados, aunque algunos de ellos como PUTTY son de licencia gratis.

Cuadro 16. ¿El software que posee la empresa para realizar el proceso contable es licenciado?

¿El software que posee la empresa para realizar el proceso contable es licenciado?	Cant.	%
Si	3	100,0%
No	0	0,0%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 11. ¿El software que posee la empresa para realizar el proceso contable es licenciado?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

### 7.1.3 Análisis de datos financieros

Los estados financieros son los diferentes informes que emiten las empresas para caracterizar su situación financiera y proceder a analizar las condiciones en las que se encuentran en algún momento del tiempo y tomar decisiones

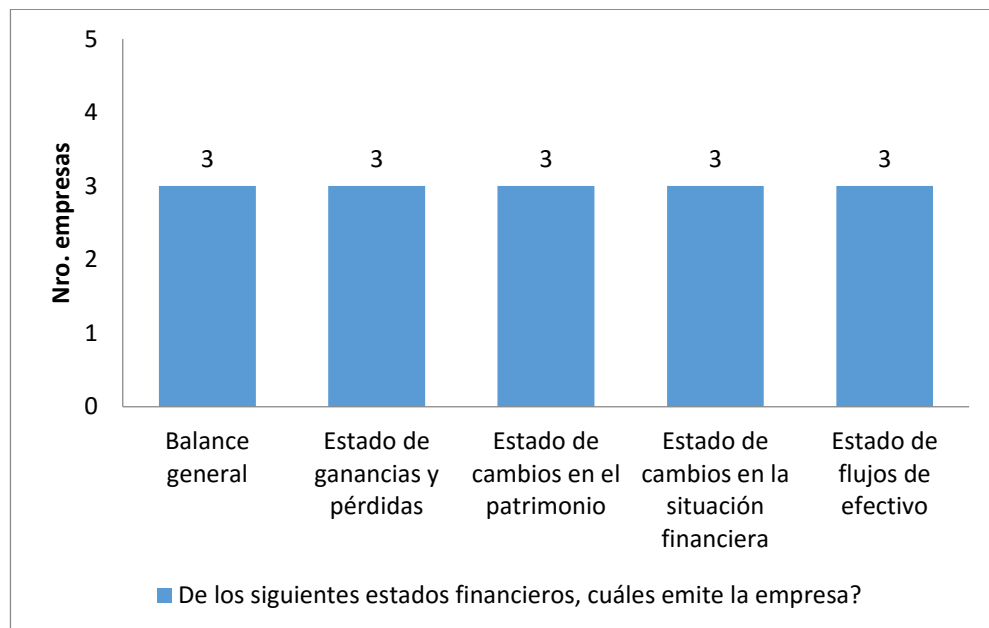
De acuerdo con los resultados de las encuestas, estas empresas en su totalidad emiten los diferentes estados financieros, como los que se presentan en el cuadro 17.

Cuadro 17. De los siguientes estados financieros, ¿cuáles emite la empresa?

De los siguientes estados financieros, ¿cuáles emite la empresa?	Si	No
Balance general	3	0
Estado de ganancias y pérdidas	3	0
Estado de cambios en el patrimonio	3	0
Estado de cambios en la situación financiera	3	0
Estado de flujos de efectivo	3	0

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 12. De los siguientes estados financieros, ¿cuáles emite la empresa?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

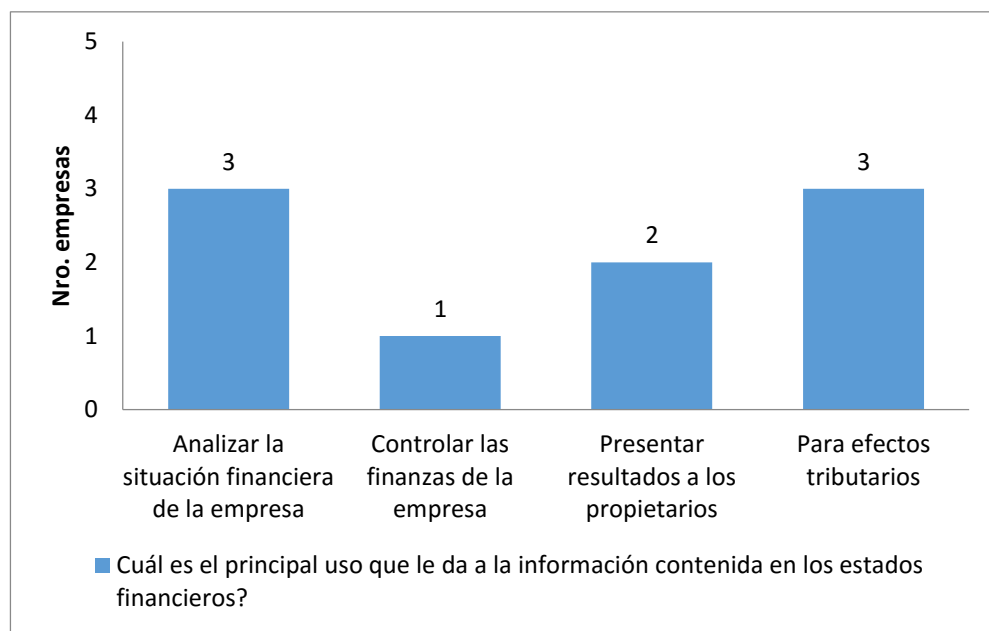
La información generada por los sistemas de información de las empresas del estudio, son usados principalmente para analizar la situación financiera de la empresa (ver cuadro 18), en menor medida para controlar las finanzas y presentar resultados a los propietarios, así como para efectos tributarios.

Cuadro 18. ¿Cuál es el principal uso que le da a la información contenida en los estados financieros?

¿Cuál es el principal uso que le da a la información contenida en los estados financieros?	Cant.	%
Analizar la situación financiera de la empresa	3	100,0%
Controlar las finanzas de la empresa	1	33,3%
Presentar resultados a los propietarios	2	66,7%
Para efectos tributarios	3	100,0%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 13. ¿Cuál es el principal uso que le da a la información contenida en los estados financieros?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

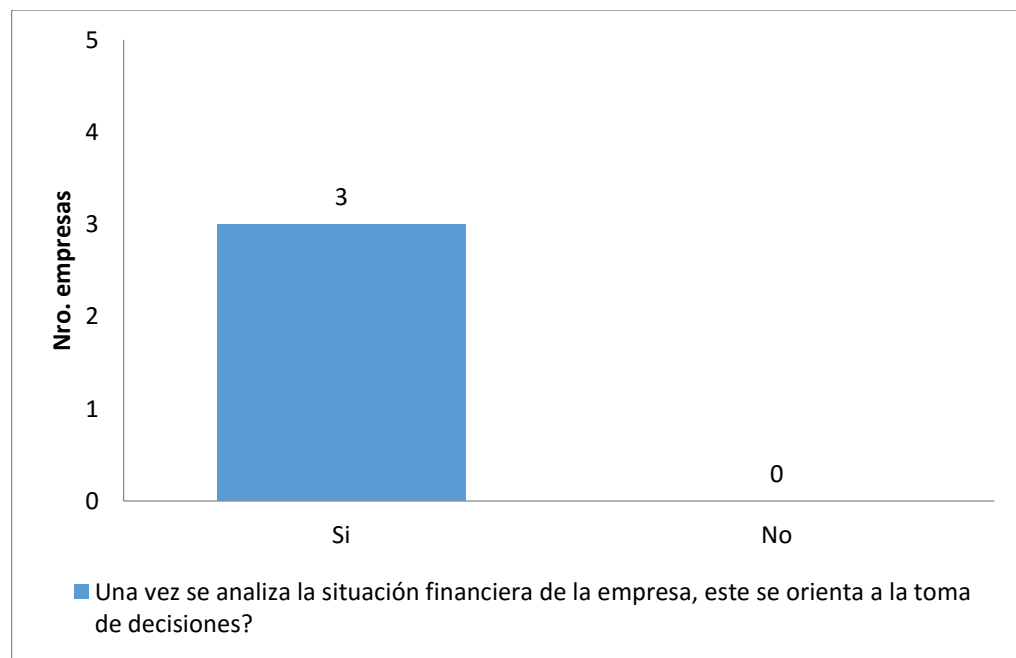
La información generada por los estados financieros emitidos por las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá, es orientada a la toma de decisiones. De acuerdo con esto, es importante tener en cuenta que más importante que la generación de información contable y financiera, lo constituye el hecho de la calidad de dicha información. En principio se observa que las empresas en estudio cuentan con un área específica que se encarga de esta parte, con la tecnología que permite el manejo de grandes cantidades de información y el recurso humano para analizar los datos. Sin embargo, se escapa del alcance de este trabajo verificar la calidad de dicha información suministrada por los estados financieros.

Cuadro 19. ¿Una vez se analiza la situación financiera de la empresa, este se orienta a la toma de decisiones?

¿Una vez se analiza la situación financiera de la empresa, este se orienta a la toma de decisiones?	Cant.	%
Si	3	100,0%
No	0	0,0%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 14. ¿Una vez se analiza la situación financiera de la empresa, este se orienta a la toma de decisiones?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

#### 7.1.4 Decisiones sobre la estructura financiera

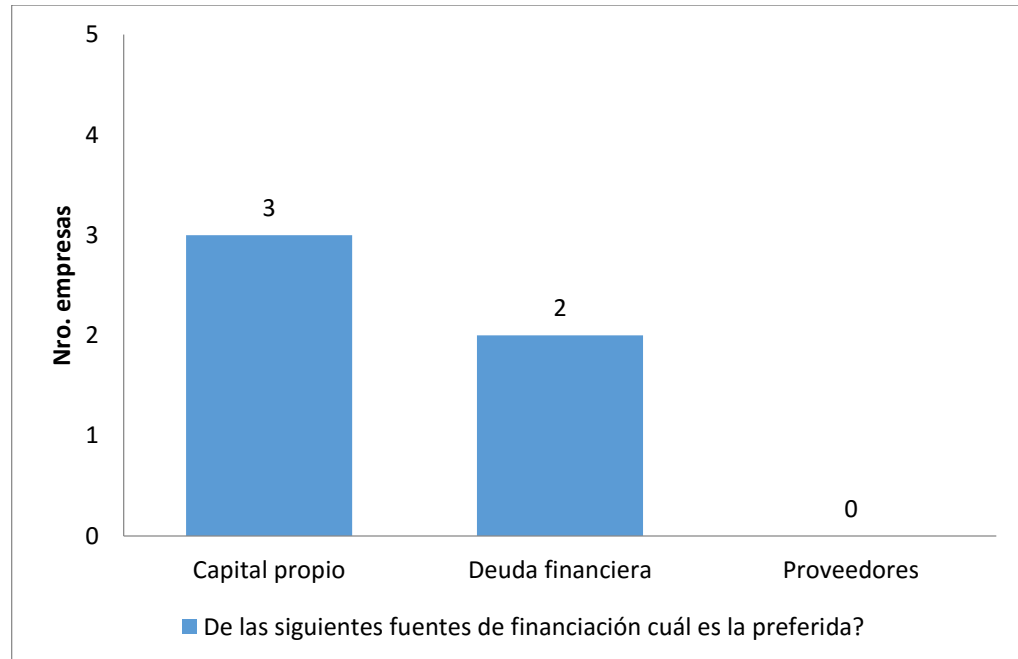
El análisis de la estructura financiera involucra el lado derecho del balance general, y muestra la forma en la cual las empresas financian sus activos tanto fijos como corrientes. Según los resultados de la encuesta, no existe una fuente de financiación específica que sea preferida por los directores de estas organizaciones, lo más común es encontrar una mezcla de fuentes. En el caso de tres (3) de las empresas estudiadas, utilizan preferiblemente el capital propio, sin embargo, dos (2) prefieren financiarse con deuda.

Cuadro 20. ¿De las siguientes fuentes de financiación cuál es la preferida?

¿De las siguientes fuentes de financiación cuál es la preferida?	Cant.	%
Capital propio	3	100,0%
Deuda financiera	2	66,7%
Proveedores	0	0,0%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 15. ¿De las siguientes fuentes de financiación cuál es la preferida?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras



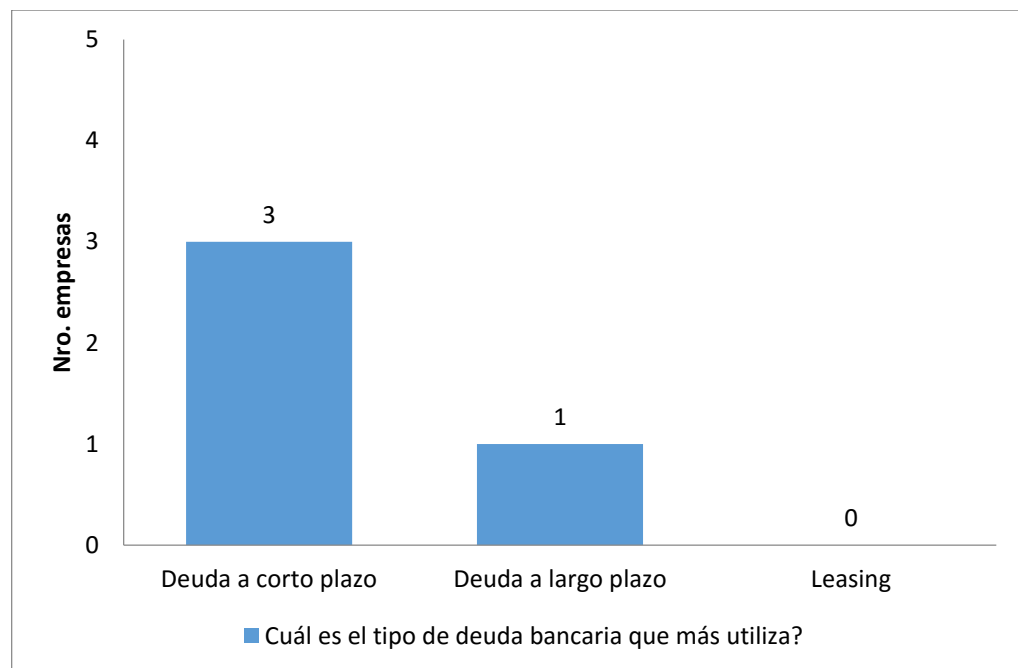
Con relación a la deuda bancaria, la más utilizada es la de corto plazo, de la cual hacen uso la totalidad de las empresas de la muestra (ver cuadro 21). En el caso de una (1) de las empresas de la muestra, indicó que hace uso de la deuda de largo plazo.

Cuadro 21. ¿Cuál es el tipo de deuda bancaria que más utiliza?

¿Cuál es el tipo de deuda bancaria que más utiliza?	Cant.	%
Deuda a corto plazo	3	100,0%
Deuda a largo plazo	1	33,3%
Leasing	0	0,0%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 16. ¿Cuál es el tipo de deuda bancaria que más utiliza?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Continuando con la deuda financiera, se preguntó sobre el factor que más tienen en cuenta para tomar la decisión de contratarla. Se presentaron una serie de factores como: niveles de tasas de interés, plazo de la deuda, fondos internos insuficientes y la institución financiera.

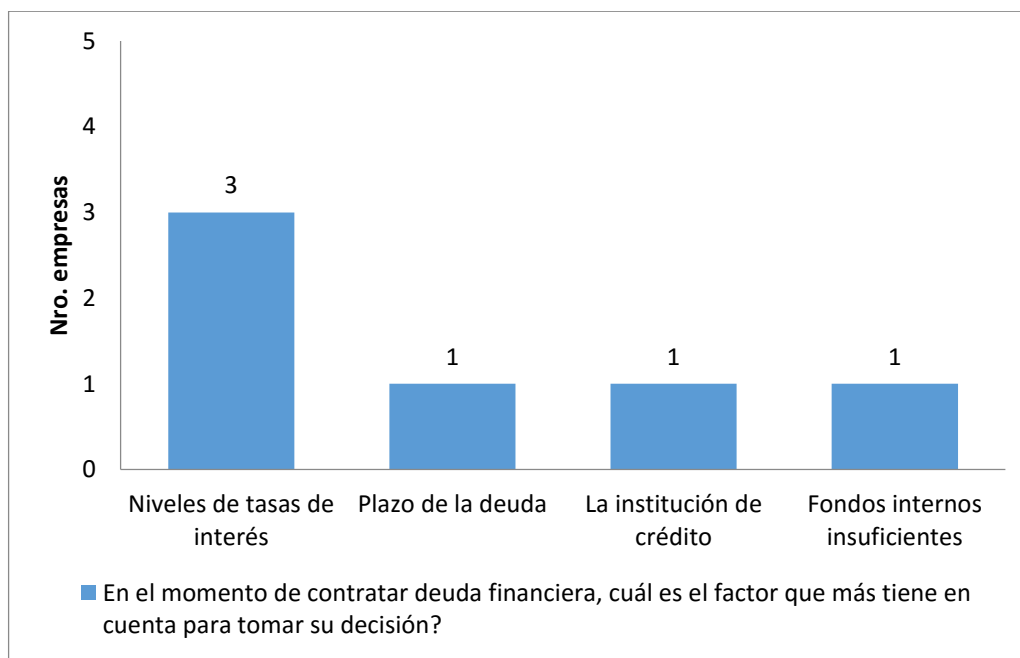
Para la totalidad de la muestra, el principal factor es la tasa de interés, mientras que en el caso de una de ellas, además de esto tiene en cuenta el plazo de la deuda. Otra de las empresas considera importante adicionalmente la institución de crédito y los fondos internos insuficientes que obliga a acudir a financiarse con deuda.

Cuadro 22. En el momento de contratar deuda financiera, ¿cuál es el factor que más tiene en cuenta para tomar su decisión?

<b>En el momento de contratar deuda financiera, ¿cuál es el factor que más tiene en cuenta para tomar su decisión?</b>	<b>Cant.</b>	<b>%</b>
Niveles de tasas de interés	3	100,0%
Plazo de la deuda	1	33,3%
La institución de crédito	1	33,3%
Fondos internos insuficientes	1	33,3%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 17. En el momento de contratar deuda financiera, ¿cuál es el factor que más tiene en cuenta para tomar su decisión?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

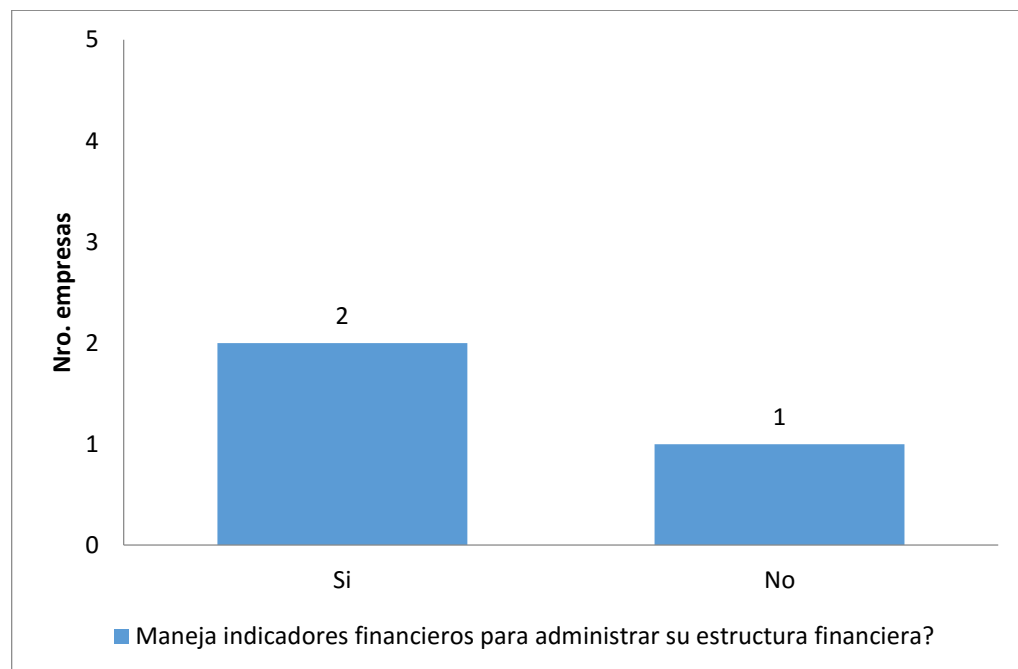
Considerando las diferentes de fuentes de financiación a las que acuden las empresas para financiar sus activos corrientes y de largo plazo, resulta importante conocer si son utilizados los indicadores para administrar las estructuras financieras en las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá. Al respecto, en dos organizaciones encuestadas señalaron que utilizan indicadores financieros para estos propósitos.

Cuadro 23. ¿Maneja indicadores financieros para administrar su estructura financiera?

¿Maneja indicadores financieros para administrar su estructura financiera?	Cant.	%
Si	2	66,7%
No	1	33,3%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 18. ¿Maneja indicadores financieros para administrar su estructura financiera?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

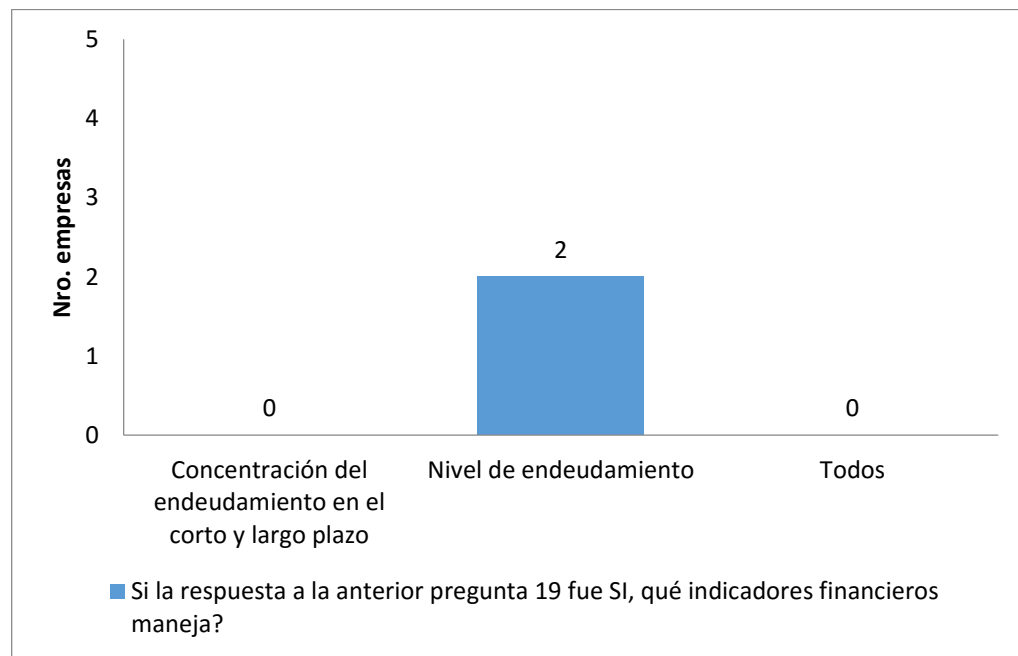
Se preguntó adicionalmente sobre los indicadores financieros que manejan las medianas empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá para la administración de sus estructuras financieras. Se listaron una serie de indicadores como: grado de apalancamiento financiero, nivel de endeudamiento, cobertura de intereses y concentración del endeudamiento en el corto y largo plazo. En dos de las empresas se utilizan el nivel de endeudamiento.

Cuadro 24. Si la respuesta a la anterior pregunta 19 fue SI, ¿qué indicadores financieros maneja?

<b>Si la respuesta a la anterior pregunta 19 fue SI, ¿qué indicadores financieros maneja?</b>	<b>Cant.</b>	<b>%</b>
Concentración del endeudamiento en el corto y largo plazo	0	0,0%
Nivel de endeudamiento	2	66,7%
Todos	0	0,0%
<b>Total general</b>	<b>3</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 19. Si la respuesta a la anterior pregunta 19 fue SI, ¿qué indicadores financieros maneja?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

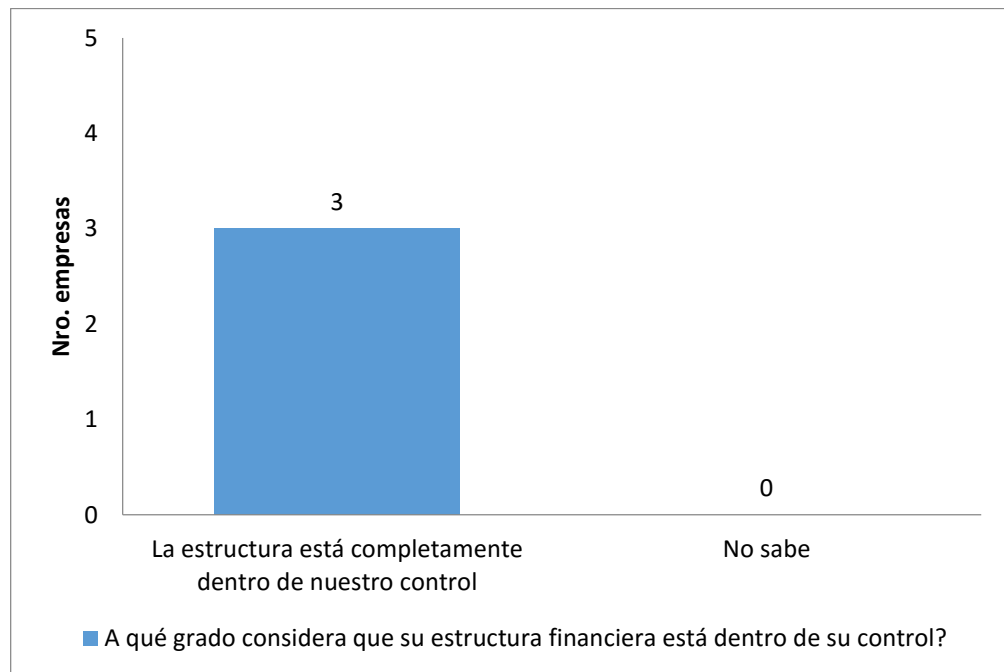
Finalmente se realizó una pregunta subjetiva, que posteriormente servirá para comprender la importancia del modelo de endeudamiento propuesto. Dicha pregunta indagaba sobre el grado al que considera que la estructura financiera está dentro del control de la empresa. Al respecto cuatro (4) de los encuestados indicaron que está completamente dentro del control y solo uno (1) señaló que no lo sabe.

Cuadro 25. ¿A qué grado considera que su estructura financiera está dentro de su control?

¿A qué grado considera que su estructura financiera está dentro de su control?	Cant.	%
La estructura está completamente dentro de nuestro control	3	100,0%
No sabe	0	0,0%
Total general	3	100,0%

Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

Gráfico 20. ¿A qué grado considera que su estructura financiera está dentro de su control?



Fuente: trabajo de campo realizado por las autoras

## 8. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA

Para la realización del diagnóstico financiero se utilizan los indicadores relacionados con los inductores de valor, como son el EBITDA, margen EBITDA, productividad del capital de trabajo, palanca de crecimiento y EVA.

El EBITDA es la utilidad operativa que se calcula antes de descontar las depreciaciones y amortizaciones. Al aislar las depreciaciones y amortizaciones del costo de ventas y los gastos de administración y ventas, quedarían los costos y gastos que implican desembolso de efectivo y por lo tanto el EBITDA podría definirse como la diferencia entre los ingresos (o ventas) y los costos y gastos que implican desembolso de efectivo.<sup>23</sup>

La existencia del EBITDA proporciona otro concepto de margen de utilidad, el cual se denomina margen EBITDA y resulta de dividir esta utilidad entre las ventas del periodo. Su interpretación se relaciona con los centavos que por cada peso de ingresos se convierten en caja con el propósito de atender el pago de impuestos, apoyar las inversiones, cubrir el servicio a la deuda y repartir utilidades, por lo tanto, debe entenderse como un indicador de eficiencia operacional.<sup>24</sup>

Por su parte, la productividad del capital de trabajo es un inductor operativo que permite determinar si la empresa está aprovechando los recursos comprometidos en capital de trabajo para generar valor agregado para los propietarios; se calcula de la siguiente forma:<sup>25</sup>

$$PKT = \frac{Ventas}{KTNO}$$

PKT = Productividad del capital de trabajo

KTNO = Capital de trabajo neto operativo

Se supone que mientras una empresa pueda vender la mayor cantidad de pesos con relación a su capital de trabajo neto operativo, más eficiente será la operación y por lo tanto mayor la generación de FCL (Flujo de Caja Libre).

Una mejor forma de expresar el indicador consiste en utilizar el inverso de la medida, que será la forma que se utilizará en el presente estudio:

$$PKT = \frac{KTNO}{Ventas}$$

---

<sup>23</sup> GARCÍA, Oscar León. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Prensa Moderna Impresores S.A., Cali, 2003. p. 180

<sup>24</sup> *Ibíd.* p. 182.

<sup>25</sup> *Ibíd.* p. 187.

Por lo tanto, si el índice de productividad se expresa como la relación entre el capital de trabajo y las ventas se interpretaría como la cantidad de centavos que se requieren en capital de trabajo por cada peso que la empresa vende. En este sentido, la eficiencia en la administración del capital de trabajo resulta de mantener una cifra lo más pequeña posible.

Para el cálculo del KTNO se utiliza la siguiente expresión:

$$KTNO = KT \text{ Operativo} - \text{Cuentas x pagar}$$

A su vez:

$$KT \text{ Operativo} = \text{Cuentas x Cobrar} + \text{Inventario}$$

El concepto de Palanca de Crecimiento - PDC, desarrollado por Oscar León García y que se presenta en su libro "Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA", permite a la gerencia determinar qué tan atractivo es crecer a partir de la observación de la relación entre la estructura de ingresos y costos y la estructura de capital de trabajo de la empresa.

La estructura de ingresos y costos se refleja en el indicador "Margen EBITDA" o "Margen de Caja" que se entiende como los centavos que por cada peso de ventas quedan disponibles para pagar impuestos, atender el servicio a la deuda, reponer el capital de trabajo, apoyar las inversiones en activos fijos y repartir utilidades a los propietarios. La estructura de capital de trabajo se refleja en el indicador "Productividad del Capital de Trabajo", PKT, que refleja los centavos que deben ser invertidos en capital de trabajo neto operativo por cada peso de ventas.

Cuando el Margen EBITDA es menor que la PKT se presenta un desbalance estructural de la caja en el sentido en que cualquier peso que crezcan las ventas de la empresa demandará caja en vez de liberarla, situación que permite concluir que en esas condiciones no sería atractivo crecer. Si bien crecer con PDC desfavorable (menor que 1), no necesariamente lleva a la empresa a sufrir crisis de liquidez, también es cierto que hacerlo en esas condiciones poco valor agrega al patrimonio de los accionistas.

## **8.1 EBITDA**

En el cuadro 26 se presenta el resumen del cálculo para las empresas de la muestra. En el Anexo B se presentan los cálculos por empresa. En términos generales, lo que el Ebitda indica son las ganancias o la utilidad obtenida por una empresa, sin tener en cuenta los gastos financieros, los impuestos y demás gastos contables que no implican salida de dinero en efectivo, como las depreciaciones y las amortizaciones. En otras palabras, el Ebitda se concentra en la parte operativa del negocio, es decir, en la actividad propia de la empresa, por lo tanto, es lo que realmente se debe gestionar, porque responde a la naturaleza por la cual fue creada la organización. Según la información obtenida, las empresas de la muestra

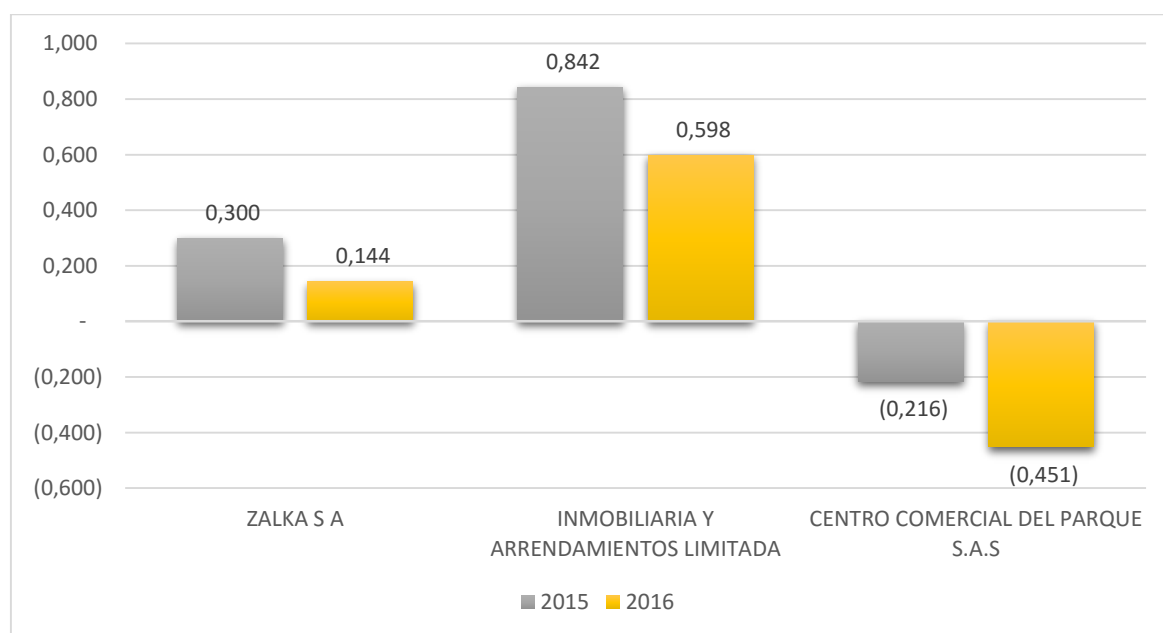
obtienen márgenes EBITDA positivos a lo largo del período, excepto el Centro Comercial del Parque S.A.S., empresa que registra un EBITDA negativo.

Cuadro 26. Cálculo del margen EBITDA. Valores en porcentajes. 2015-2016

<b>MARGEN EBITDA</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
ZALKA S A	0,300	0,144
INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	0,842	0,598
CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	(0,216)	(0,451)

Fuente: cálculo de las autoras con base a estados financieros de las compañías.

Gráfico 21. Margen EBITDA. Valores en porcentajes. 2015-2016



Fuente: gráfico de las autoras.

En el gráfico anterior se aprecia que ninguna de las empresas de la muestra presenta mejoramientos del margen EBITDA en el período 2015-2016. Profundizando el análisis de estas cifras de acuerdo a los datos financieros presentados en el Anexo A, se puede inferir que uno de los principales drivers que ocasionaron este comportamiento fueron los costos operativos, ya que todas las empresas mostraron disminución de la utilidad operativa, lo que evidencia que el control de los costos de ventas y los gastos operacionales no estuvo acorde con el comportamiento de las ventas; en el caso de la empresa Zalka S.A., presenta disminución de sus ventas en -6.7%, la Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. no tuvo crecimiento de sus ingresos operacionales, mientras que el Centro Comercial del Parque S.A.S., a pesar de que mostró un incremento de sus ventas, no compensó



el crecimiento de los costos y gastos, dando como resultado un deterioro de la utilidad operativa. Por lo tanto, el comportamiento del EBITDA de estas organizaciones indica que sus decisiones no han sido consecuentes con una apropiada gestión del margen EBITDA.

## 8.2 Productividad del capital

Para el cálculo de la productividad del capital, en primer lugar se calcula el capital de trabajo neto operativo (KTNO). La eficiencia en la administración del capital de trabajo resulta de mantener una cifra lo más pequeña posible. Estos cálculos se presentan en el Anexo C.

En el cuadro 27 se observan los resultados del cálculo de la productividad del capital de trabajo, como la relación entre KTNO y Ventas ( $PKT = KTNO/Ventas$ ), lo que significa según las cifras, que para la empresa Zalka S.A., requería en el año 2015 alrededor de 24 centavos por cada peso que la empresa vendía, mientras que en el 2015 necesitó 34 centavos, es decir, disminuyó su productividad. Caso contrario ocurre con el Centro Comercial del Parque S.A.S, empresa que en el 2015 requería 13 centavos por cada peso que vendía, mientras que para el 2015 sus requerimientos fueron de 10 centavos. Los mayores requerimientos de capital de trabajo se asocian a menores niveles de productividad, es decir, cuando el indicador se incrementa es signo de menor productividad, como pasa con Zalka S.A.

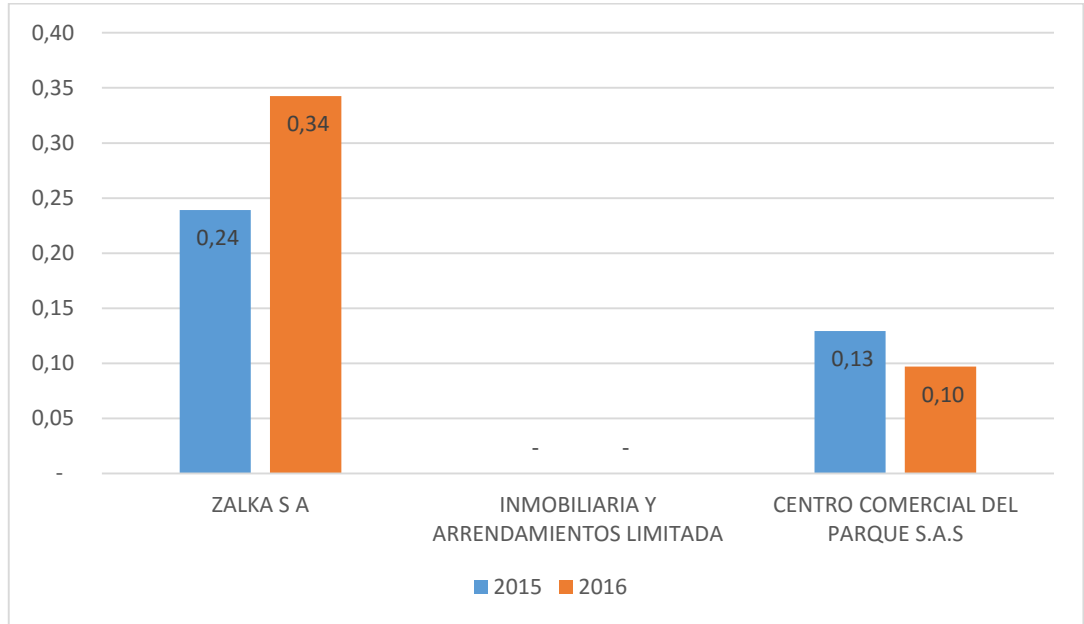
De acuerdo con los estados financieros de la empresa Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda., no registra datos para calcular el capital de trabajo neto operativo, por ello no se obtiene el indicador respectivo.

Cuadro 27. Cálculo de la productividad del capital de trabajo.

PKT	2015	2015
ZALKA S A	0,24	0,34
INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	-	-
CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	0,13	0,10

Fuente: cálculo de las autoras con base a estados financieros de las compañías.

Gráfico 22. Productividad del capital de trabajo.



Fuente: gráfico de las autoras.

De acuerdo con estos resultados contrarios, es importante profundizar en los drivers que ocasionaron estos comportamientos. Tomando como referencia la empresa Zalka S.A., se aprecia que es la de menor productividad, incluso ha desmejorado su situación particular, de la muestra es la que tiene mayores requerimientos de capital de trabajo para generar sus ventas. Este comportamiento se debe a que sus ventas decrecieron, mientras que la inversión en capital de trabajo creció, según las cifras que se presentan en el Anexo B. Esto significa que la productividad desmejora en la medida que se es menos eficiente con el manejo del inventario y las cuentas por cobrar, en este sentido, se requiere incrementar las rotaciones de ambos activos corrientes.

En el caso de la empresa Centro Comercial del Parque S.A.S., se logra apreciar a través de las cifras del Anexo C., que el mejoramiento en la productividad del capital se debe a que sus ventas crecieron durante el período, pasando de 646.678 miles de pesos a 674.808 miles de pesos entre el año 2015 y 2015 respectivamente, mientras que su inversión en capital de trabajo neto operativo disminuyó de 83.554 miles de pesos a 65.397 miles de pesos en el mismo período.

### 8.3 Palanca de crecimiento

A partir de los resultados anteriores, se puede conocer qué tan atractivo resulta para las empresas crecer, dadas las condiciones estructurales en términos financieros

que posee la misma. El cálculo se realiza a través de la aplicación de la siguiente fórmula financiera: (Ver Anexo D para los cálculos a nivel empresa)

$$PDC = \frac{\text{Margen EBITDA}}{PKT}$$

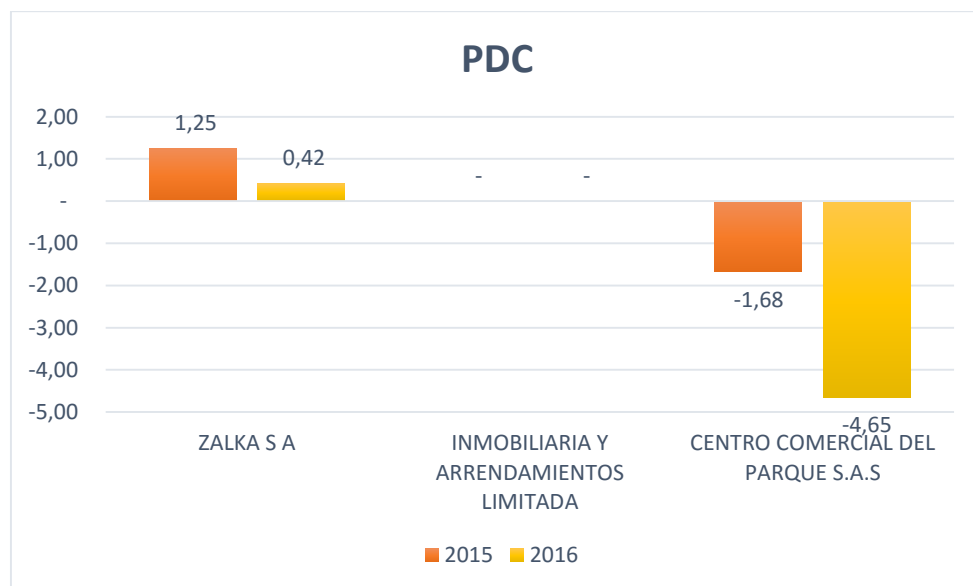
De acuerdo con la anterior fórmula, se puede apreciar que la estructura de ingresos y costos se refleja en el indicador "Margen EBITDA" que se entiende como los centavos que por cada peso de ventas quedan disponible para pagar impuestos, atender el servicio a la deuda, reponer el capital de trabajo, apoyar las inversiones en activos fijos y repartir utilidades a los propietarios. Por su parte, la estructura de capital de trabajo se refleja en el indicador "Productividad del Capital de Trabajo", PKT, que refleja los centavos que deben ser invertidos en capital de trabajo neto operativo por cada peso de ventas. En el cuadro 28 se presentan los resultados de la palanca de crecimiento para las empresas del estudio.

Cuadro 28. Palanca de crecimiento

PDC	2015	2016
ZALKA S A	1,25	0,42
INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	N.D.	N.D.
CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	- 1,68	- 4,65

Fuente: cálculos de las autoras

Gráfico 23. Palanca de crecimiento.



Fuente: gráfico de las autoras.

Cuando el Margen EBITDA es menor que la PKT se presenta un desbalance estructural de la caja en el sentido en que cualquier peso que crezcan las ventas de la empresa demandará caja en vez de liberarla, situación que permite concluir que en esas condiciones no sería atractivo crecer. Si bien crecer con PDC desfavorable (menor que 1), no necesariamente lleva a la empresa a sufrir crisis de liquidez, también es cierto que hacerlo en esas condiciones poco valor agrega al patrimonio de los accionistas. Este es el caso de la empresa Centro Comercial del Parque S.A.S., la cual presenta a lo largo del período palanca desfavorable, es decir, menor a uno, mientras que Zalka S.A. pasó de tener una situación favorable en el año 2015, cuando poseía una palanca de 1.25 a una desfavorable en el año 2016, reduciéndose a 0.42.

#### 8.4 Productividad del activo fijo

Este inductor operativo da una idea de la forma como es aprovechada la capacidad instalada en el proceso de generar valor para los propietarios y su forma de cálculo corresponde a la del indicador tradicional de rotación de activos fijos. En el Cuadro 29 se presentan los resultados para cada empresa, en el Anexo E, los cálculos que sustentan estos resultados.

Se aprecia que todas las empresas de la muestra presentan bajas rotaciones del activo fijo, inferiores a uno, mostrando poca eficiencia en este sentido, es decir, baja capacidad de generar ventas a partir de la inversión en los activos fijos.

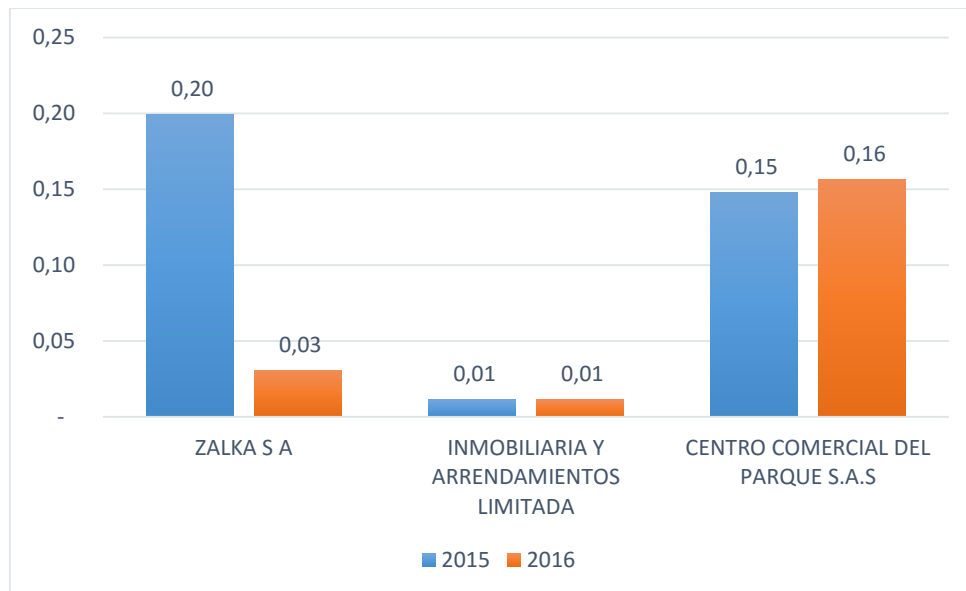
En el caso de Zalka S.A., se observa que a pesar de la mayor inversión en activos fijos en el período 2015-2016, sus ventas se deterioraron pasando de 512.674 miles de pesos a 478.257 miles de pesos. Por esta razón la productividad del activo fijo disminuyó considerablemente.

Cuadro 29. Productividad del activo fijo.

Productividad del activo fijo	2015	2016
ZALKA S A	0,20	0,03
INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	0,01	0,01
CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	0,15	0,16

Fuente: cálculo de las autoras con base a estados financieros de las compañías.

Gráfico 24. Productividad del activo fijo.



Fuente: gráfico de las autoras.

La inmobiliaria y Arrendamiento Ltda. presenta unos ingresos que no han variado en el período, mientras que la inversión en activos fijos creció levemente, razón por la cual su productividad permaneció casi en el mismo nivel.

Por su parte, la empresa Centro Comercial del Parque S.A.S., muestra un crecimiento de las ventas en el período de 646.678 miles de pesos a 674.808 miles de pesos, mientras que la inversión en activos fijos disminuyó en el 2016, situación que propició la leve mejoría del indicador en este período.

## **9. COSTO DEL PATRIMONIO Y LA RENTABILIDAD PARA LAS EMPRESAS DEL SECTOR ACTIVIDADES INMOBILIARIAS DE TULUÁ EN EL PERÍODO 2015-2016**

Luego de realizar el diagnóstico financiero a partir de los inductores de valor, es necesario verificar a través del método EVA el cumplimiento del objetivo básico financiero de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá en el período 2015-2016.

El EVA es un inductor que permite conocer si las empresas están generando o destruyendo valor, a partir de la relación entre la UODI y el cargo de capital, expresado como el costo de utilización de los activos netos de operación. A continuación, se exponen los cálculos de la UODI, los activos netos de operación y el costo del capital, necesarios para calcular el EVA de cada una de las empresas en estudio, teniendo como base la siguiente fórmula:

$$\text{EVA} = \text{UODI} - (\text{Activos netos de operación} \times \text{Costo de capital})$$

De acuerdo con esta fórmula, una empresa generará valor siempre y cuando sus utilidades operativas sean superiores al cargo de capital (Activos netos de operación x Costo de capital), o dicho de otra forma, que el costo de utilización de los activos no sea superior a la UODI.

### **9.1 ZALKA S.A.**

#### **9.1.1 Cálculo de la UODI**

El análisis del EVA se concentra en la parte operacional de la organización, dado que el interés es determinar si la empresa genera valor a partir del desarrollo de su actividad específica, particular por su naturaleza, factor que se relaciona en el ámbito operacional. En este sentido cabe recordar que es posible generar utilidades netas a partir de la estructura no operacional de una empresa, sin embargo, estas acciones no hacen parte de la verdadera naturaleza de ellas, como por ejemplo la venta de un activo en un periodo determinado de tiempo, que se convierte en un ingreso no operacional pero no responde a la verdadera actividad de una empresa. Es por esto que se calcula la UODI, para conocer si se está generando utilidad operacional o no.

En este cálculo se tiene en cuenta entonces la estructura operacional de la organización, así como la tasa impositiva, que en este caso se utiliza la tasa de impuesto de renta del 34%. En el cuadro 30 de la siguiente página se puede observar que para el caso específico de Zalka S.A., se presentó una situación de generación de utilidades operativas en el período de estudio, sin embargo, para el año 2016 disminuyeron -18.7%, lo cual se explica por el comportamiento de las

ventas, que decrecieron -6.7% en el período, mientras que los costos de ventas se incrementaron 53.7%. Por lo tanto, a pesar de que en esta empresa disminuyeron los gastos de administración, no alcanzó a compensar el incremento de los costos de ventas, ni mucho menos el deterioro de las ventas.

Cuadro 30. Utilidades Operacionales de ZALKA S.A.2015-2016

	2015	2016	Var. %
Ventas netas	512.674	478.257	-6,7%
(-) Costo de las Ventas	153.180	235.385	53,7%
Utilidad Bruta	359.494	242.872	-32,4%
(-) Gastos de administración	274.931	174.159	-36,7%
(-) Gastos de Ventas	-	-	-
<b>Utilidad operativa</b>	<b>84.563</b>	<b>68.713</b>	<b>-18,7%</b>
UODI = UAI (1-t)			
UAI = Utilidad antes de intereses e impuestos o utilidad operativa			
t = impuestos	34%	34%	0,0%
UAI	84.563	68.713	-18,7%
(1-t)	66%	66%	0,0%
<b>UODI</b>	<b>55.812</b>	<b>45.351</b>	<b>-18,7%</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

### 9.1.2 Cálculo del activo neto de operación

Continuando con los cálculos para llegar al EVA, el siguiente componente corresponde a los activos netos de operación, es decir, aquellos activos que están involucrados específicamente en la operatividad de la empresa, distinguiéndose dos rubros: el capital de trabajo neto operativo y los activos fijos netos de operación. En el cuadro 31 se presentan los resultados de estos cálculos para la empresa Zalka S.A. en el período 2015 y 2016.

Se puede observar que la empresa incrementó su inversión en activos netos operacionales, en el período 2015-2016 en un 2.9%, especialmente por la inversión en capital de trabajo neto operativo, lo que significa que utilizó mayores recursos en el año 2016, sin embargo, como se veía anteriormente, la UODI disminuyó, es decir, a pesar de incrementar la inversión en activos operacionales, esto no se tradujo en mayores utilidades, pues incluso las ventas decrecieron.

Cuadro 31. Cálculo del activo neto de operación de ZALKA S.A.2015-2016

	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>KTNO</b>	<b>122.648</b>	<b>163.911</b>
<b>Cálculo del AFNO</b>	2015	2015
Propiedades, planta y equipo neto		
AFNO	1.238.636	1.237.184
<b>Cálculo del ANO (Activo Neto de Operación)</b>	2015	2016
KTNO	122.648	163.911
AFNO	1.238.636	1.237.184
<b>ANO</b>	<b>1.361.284</b>	<b>1.401.095</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

### 9.1.3 Cálculo del costo promedio ponderado del capital

El siguiente paso que conducirá al cálculo del EVA para ZALKA S.A., consiste en estimar el costo promedio ponderado del capital. Utilizando lo planteado en el marco teórico, se realizan estos cálculos, teniendo en cuenta que la empresa se financia con deuda financiera y patrimonio. Dado que no se disponen de las notas a los estados financieros, se tuvo en cuenta el costo de la tasa de interés activa para el cálculo de los pasivos financieros. Además, estos se ajustaron teniendo en cuenta los impuestos (34%) = costo del pasivo x (1-t). La provisión para impuesto sobre la renta se calcula a la tasa oficial del 34% en 2015 y 2016, por el método de causación, sobre la mayor entre la renta presuntiva o la renta líquida fiscal.

Con relación al costo del patrimonio, es la tasa de retorno que los inversionistas requieren para hacer una inversión en la empresa. Para este costo se utilizó la fórmula siguiente correspondiente al modelo CAPM:

$$K_e = R_f + [(R_m - R_f) \beta] + R_p$$

En el cuadro 32 se presentan los resultados, utilizando este modelo que permite comprender la relación entre los riesgos existentes en el mercado y la rentabilidad mínima exigida por los inversionistas. El modelo CAPM tiene en cuenta los diferentes tipos de riesgo, como son la prima de mercado, el riesgo país y el riesgo sistemático ( $\beta$ ) asociado a cada actividad particular, en este caso se tomó como referencia el sector Bienes Raíces (operaciones y servicios). La suma de estas magnitudes constituye la rentabilidad mínima que existe el inversionista, es decir, la rentabilidad está en función del nivel de riesgo. Como se puede observar en el cuadro 32, los niveles de riesgo se incrementaron entre el año 2015 y 2016,



situación que implicó un crecimiento del costo de financiación a través del patrimonio.

Cuadro 32. Cálculo del costo del patrimonio.

	2015	2016
Rf = Tasa libre de riesgo	2,92	3,45
Rm = Rendimiento del mercado	7,12	8,07
(Rm – Rf) = Prima de riesgo de mercado= MP	4,20	4,62
β = Beta	4,76	4,55
Rp = Riesgo país	3,00	3,30
<b>Ke = COSTO DEL PATRIMONIO</b>	<b>25,91</b>	<b>27,77</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

**Fuentes de información:**

Rf = Tasa libre de riesgo	US Federal Reserve (FRB-H15)
Rm = Rendimiento del mercado	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>
(Rm – Rf) = Prima de riesgo de mercado= MP	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html</a>
β = Beta (Unlevered Beta, Real Estate (Operations & Services))	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html</a>
Rp = Riesgo país (Country Risk Premium, Colombia)	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>

Entonces, teniendo el costo del pasivo, estimado con la tasa de interés activa, descontado las tasas de impuestos, así como el costo del patrimonio, se procede a calcular el costo del capital, utilizando la fórmula siguiente:

$$CPPC = Ke (1 - L) + Ki (1-t) L; \text{ dónde:}$$

CPPC = Costo promedio ponderado del capital

Ke = Costo del patrimonio

Ki = Costo de la deuda (corresponde a la tasa de interés bancario corriente para créditos de consumo y ordinario, efectivo anual: promedio 2015 19.45% y 2016 19.29%, obtenida en la Superintendencia Financiera de Colombia, recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf> ; cabe aclarar que se decidió trabajar con esta tasa de interés dada la dificultad para acceder al costo de financiación bancario de cada empresa, por ser información confidencial. Por lo tanto, el costo de la deuda correspondiente a la tasa de interés bancario se aplicó por igual a cada una de las empresas de la muestra.

L = Coeficiente de endeudamiento (deuda con costo explícito/ activo neto operacional).

t = Tasa nominal de tributación en Colombia

En el cuadro 33 se presenta el costo de promedio ponderado del capital para Zalka S.A. en el año 2015, teniendo en cuenta la fórmula anterior, donde se presenta el costo de los pasivos y el patrimonio, así como la estructura financiera de la empresa,

que finalmente determina el costo del capital, el cual asciende a 25.33% en este año referido.

Cuadro 33.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para ZALKA S.A.2015

Fuente	2015			
	\$	% de participación	Costo anual nominal	Ponderación
Préstamo CP	97.346	4,4%	12,8%	0,6%
Préstamo LP	-	0,0%	12,8%	0,0%
Patrimonio	2.099.580	95,6%	25,9%	24,8%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2.196.926</b>	<b>100,0%</b>		<b>25,33%</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

En el cuadro 34, siguiendo la misma metodología, se calcula el costo del capital para el año 2016, teniendo en cuenta la estructura financiera que varió para dicho año y determinó que dicho costo creciera a 27.71%, dado que la empresa se financia principalmente a través de la cuenta de patrimonio, que resulta ser la fuente más costosa dada la situación de riesgos del mercado.

Cuadro 34.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para ZALKA S.A. 2016

Fuente	2016			
	\$	% de participación	Costo anual nominal	Ponderación
Préstamo CP	60.423	0,4%	12,7%	0,1%
Préstamo LP	-	0,0%	12,7%	0,0%
Patrimonio	15.179.635	99,6%	27,8%	27,7%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>15.240.058</b>	<b>100,0%</b>		<b>27,71%</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

#### 9.1.4 Cálculo del EVA

Finalmente, con los resultados anteriores correspondientes a la UODI, los activos netos operativos y el costo del capital, se calcula el valor económico agregado (EVA) para ZALKA S.A. En el Cuadro 35 se resumen los resultados obtenidos. Estos resultados permiten evidenciar que ZALKA S.A. destruye valor en ambos años, incluso en el 2015 se acentúa la destrucción de valor en -18.6%, debido a que la UODI decreció -18.7%, mientras que la inversión en activos creció 2.9%; además el

crecimiento del costo del capital implicó que la mayor utilización de capital acentuara la destrucción de valor.

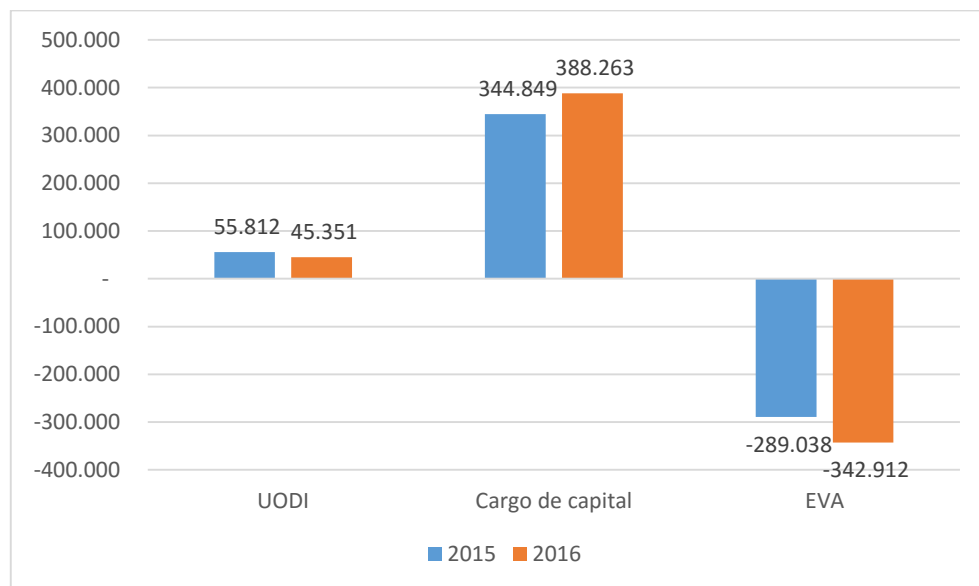
Cuadro 35. Cálculo del EVA para ZALKA S.A. 2015-2016. Miles de pesos.

Cálculo del EVA	2015	2016	Var. %
UODI	55.812	45.351	-18,7%
ANO	1.361.284	1.401.095	2,9%
CPPC	25,33%	27,71%	9,4%
<b>EVA Zalka</b>	<b>-289.038</b>	<b>-342.912</b>	<b>-18,6%</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

En el gráfico 25 se puede apreciar el comportamiento de los componentes del EVA de Zalka S.A., el cual explica que la destrucción de valor se debe a la menor capacidad de generar utilidades operativas por parte de la empresa en el período de estudio y la mayor inversión realizada en activos netos operativos. Es decir, se invirtió más en activos que no resultaron ser productivos durante el período de análisis.

Gráfico 25. Comportamiento del EVA y sus componentes. ZALKA S.A. 2015-2016



Fuente: cálculos con base a estados financieros de ZALKA S.A.

Lo anterior se puede corroborar a través de los inductores de valor calculados en el capítulo 8, ya que se veía un deterioro del margen EBITDA y de la productividad del capital, pues la empresa tuvo mayores requerimientos de capital de trabajo y los resultados no fueron los deseados.

De acuerdo con estos resultados relacionados con la situación financiera de ZALKA S.A., es posible señalar que se trata de una empresa que a pesar de las oportunidades del entorno y de la propia actividad del sector, continúa destruyendo valor, debido principalmente a que los componentes del EVA evidencian los problemas estructurales de la organización; en primer lugar, la disminución de la UODI lo que pone de manifiesto que el comportamiento de las ventas con relación a los costos fue negativo, es decir, no sólo las ventas decrecieron, sino que también sus costos y gastos crecieron. Concretamente esta situación de estructura operativa confirma que la empresa ha venido perdiendo mercado, por ello, sus ventas al disminuir, implicó que los costos y gastos operacionales no lograron ser absorbidos debidamente por estos ingresos operacionales.

En segundo lugar, se observa un crecimiento de los activos netos operacionales en un 2.9%, que, a pesar de ser una tasa relativamente baja, afectó la situación de la empresa por la disminución de sus utilidades operativas, es decir, se invirtieron mayores recursos y no se lograron generar las ventas necesarias para absorber estos activos. O, dicho de otra forma, la empresa no fue eficiente en la gestión de sus activos operacionales.

Respecto al tercer componente del EVA, es decir, el costo del capital, se observa también un crecimiento de 9.4%, lo que significa que en el 2016 fue más costosa la financiación de los activos, pasando de 25.33% a 27.71%; por lo tanto, se evidencia que la empresa se financió con fuentes más costosas en el 2015, o sea, que no hubo una buena gestión de la estructura financiera, pues la principal fuente de financiación fue el patrimonio.

Por lo tanto, el cargo a capital, constituido por ANO x CPPC, hacen evidente que mientras la UODI estaba descendiendo, dicho cargo estaba creciendo, razón por la cual la empresa, además de destruir valor en el año 2015, lo hizo con mayor fuerza que en el 2016, situación que afecta el valor de la compañía.

## **9.2 INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA**

### **9.2.1 Cálculo de la UODI**

Siguiendo la misma metodología utilizada en la empresa anterior, en el cuadro 36 se puede observar que, para el caso de la Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda., se presentó una situación de generación de utilidades operativas en el período de estudio, sin embargo, para el año 2016 disminuyeron -12.8%, lo cual se explica por el comportamiento de los gastos de administración que crecieron 28%, mientras que las ventas que registra la empresa en el período 2016 son las mismas del 2015.

Cuadro 36. Utilidades Operacionales de Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. 2015-2016

	2015	2016	Var. %
Ventas netas	21.600	21.600	0,0%
(-) Costo de las Ventas	-	-	
Utilidad Bruta	21.600	21.600	0,0%
(-) Gastos de administración	6.790	8.689	28,0%
(-) Gastos de Ventas	-	-	
Utilidad operativa	14.810	12.911	-12,8%
UODI = UAIL (1-t)			
UAIL = Utilidad antes de intereses e impuestos o utilidad operativa			
t = impuestos	34%	34%	0,0%
UAIL	14.810	12.911	-12,8%
(1-t)	66%	66%	0,0%
<b>UODI</b>	<b>9.775</b>	<b>8.521</b>	<b>-12,8%</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

### 9.2.2 Cálculo del activo neto de operación

En el cuadro 37 se presentan los resultados de los cálculos del activo neto de operación para la empresa Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. en el período 2015 y 2016.

Se puede observar que la empresa disminuyó su inversión en activos netos operacionales, en el período 2015-2016 en un -4%, especialmente en propiedad, planta y equipo, pues no registra activos de capital de trabajo.

Cuadro 37. Cálculo del activo neto de operación de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.2015-2016

	2015	2016
KTNO	-	-
<b>Cálculo del AFNO</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Propiedades, planta y equipo neto		
AFNO	<b>1.567.218</b>	<b>1.504.541</b>
<b>Cálculo del ANO (Activo Neto de Operación)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
KTNO	-	-
AFNO	1.567.218	1.504.541
<b>ANO</b>	<b>1.567.218</b>	<b>1.504.541</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

### 9.2.3 Cálculo del costo promedio ponderado del capital

Para el cálculo del costo promedio ponderado del capital de la empresa Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda., se utiliza la metodología empleada en el punto anterior, considerando que el costo del patrimonio y el costo de la deuda son iguales para las tres empresas, pues participan en la misma actividad económica, lo que diferencia el costo final del capital es la estructura financiera particular de cada empresa.

En el cuadro 38 se presenta el costo de promedio ponderado del capital para Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. en el año 2015, el cual asciende a 25.69% en este año referido.

Cuadro 38.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA. 2015

Fuente	2015			
	\$	% de participación	Costo anual nominal	Ponderación
Préstamo CP	31.572	1,7%	12,8%	0,2%
Préstamo LP	-	0,0%	12,8%	0,0%
Patrimonio	1.847.267	98,3%	25,9%	25,5%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>1.878.839</b>	<b>100,0%</b>		<b>25,69%</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

Para el año 2016 el costo del capital asciende a 27.17% (ver cuadro 39), tal como ocurrió con la empresa Zalka S.A., dada la estructura de riesgos del mercado, riesgo país y riesgo sistemático. Adicional a esto, la Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda., es una empresa que también se financia casi que totalmente con patrimonio, razón por la cual el riesgo se concentra en los propietarios y el costo del capital está determinado por la tasa mínima de rentabilidad exigida por éstos, dada la situación de los riesgos señalados.

Cuadro 39.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA. 2016

Fuente	2016			
	\$	% de participación	Costo anual nominal	Ponderación
Préstamo CP	76.881	4,0%	12,7%	0,5%
Préstamo LP	-	0,0%	12,7%	0,0%
Patrimonio	1.834.583	96,0%	27,8%	26,7%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>1.911.464</b>	<b>100,0%</b>		<b>27,17%</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

### 9.2.4 Cálculo del EVA

Finalmente, con los resultados anteriores correspondientes a la UODI, los activos netos operativos y el costo del capital, se calcula el valor económico agregado (EVA) para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA. En el Cuadro 40 se resumen los resultados obtenidos. Estos resultados permiten evidenciar que INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA. también destruye valor en ambos años, incluso en el 2016 se acentúa la destrucción de valor en -1.9%, debido a que la UODI decreció -12.8%, a pesar de que la inversión en activos decreció -4%; el crecimiento del costo del capital implicó que la mayor utilización de capital acentuara la destrucción de valor.

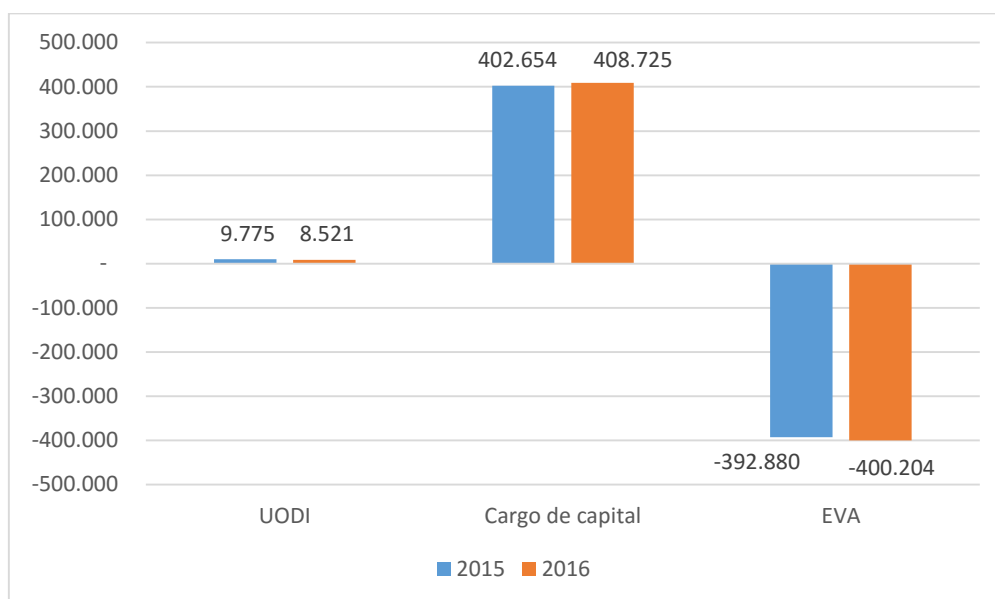
Cuadro 40.Cálculo del EVA para INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.2015-2016. Miles de pesos.

Cálculo del EVA	2015	2016	Var. %
UODI	9.775	8.521	-12,8%
ANO	1.567.218	1.504.541	-4,0%
CPPC	25,69%	27,17%	5,7%
<b>EVA Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda.</b>	<b>-392.880</b>	<b>-400.204</b>	<b>-1,9%</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

En el gráfico 26 se puede apreciar el comportamiento de los componentes del EVA de Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda., el cual explica que la destrucción de valor se debe a la menor capacidad de generar utilidades operativas por parte de la empresa en el período de estudio y el mayor costo del capital que determinó un crecimiento del cargo de capital. Es decir, a pesar de que invirtió menos en activos, el costo del capital implicó el mayor cargo de capital.

Gráfico 26. Comportamiento del EVA y sus componentes. Inmobiliaria y Arrendamientos Ltda. 2015-2016



Fuente: cálculos con base a estados financieros de INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LTDA.

## 9.3 CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

### 9.3.1 Cálculo de la UODI

Siguiendo la misma metodología utilizada en la empresa anterior, en el cuadro 18 se puede observar que para el caso de la CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S, se presentó una situación de pérdidas operativas en el período de estudio, especialmente por los elevados gastos de administración y ventas, incluso, el crecimiento experimentado en el 2016 de éstos últimos gastos acentuaron las pérdidas operacionales a pesar de que las ventas crecieron 4.3%.

Cuadro 41. Utilidades Operacionales de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015-2016

	2015	2016	Var. %
Ventas netas	646.678	674.808	4,3%
(-) Costo de las Ventas	73.465	158.526	115,8%
Utilidad Bruta	573.213	516.282	-9,9%
(-) Gastos de administración	586.181	485.782	-17,1%
(-) Gastos de Ventas	166.229	433.146	160,6%
Utilidad operativa	-179.197	-402.646	124,7%
UODI = UAI (1-t)			



UAll = Utilidad antes de intereses e impuestos o utilidad operativa			
t = impuestos	34%	34%	0,0%
UAll	-179.197	-402.646	124,7%
(1-t)	66%	66%	0,0%
<b>UODI</b>	<b>-118.270</b>	<b>-265.746</b>	-124,7%

Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

### 9.3.2 Cálculo del activo neto de operación

En el cuadro 42 se presentan los resultados de los cálculos del activo neto de operación para la empresa CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S en el período 2015 y 2016.

Se puede observar que la empresa disminuyó su inversión en activos netos operacionales, en el período 2015-2016 en un -7.9%, especialmente en capital de trabajo neto operativo y propiedades, planta y equipo.

Cuadro 42. Cálculo del activo neto de operación de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015-2016

	2015	2016
<b>KTNO</b>	<b>83.554</b>	<b>65.397</b>
<b>Cálculo del AFNO</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Propiedades, planta y equipo neto		
AFNO	<b>760.489</b>	<b>712.076</b>
<b>Cálculo del ANO (Activo Neto de Operación)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
KTNO	83.554	65.397
AFNO	760.489	712.076
<b>ANO</b>	<b>844.043</b>	<b>777.473</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

### 9.3.3 Cálculo del costo promedio ponderado del capital

Para el cálculo del costo promedio ponderado del capital de la empresa CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S, se utiliza la metodología empleada en el punto anterior, considerando que el costo del patrimonio y el costo de la deuda son iguales para las tres empresas, pues participan en la misma actividad económica, lo que diferencia el costo final del capital es la estructura financiera particular de cada empresa.

En el cuadro 43 se presenta el costo de promedio ponderado del capital para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S en el año 2015, el cual asciende a 24.31%.

Para el año 2016 el costo del capital asciende a 26.27% (ver cuadro 44), tal como ocurrió con las otras empresas, dada la estructura de riesgos del mercado, riesgo país y riesgo sistemático. Adicional a esto, la CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S, es una empresa que también se financia principalmente con patrimonio, aunque en menor proporción que las otras dos empresas, razón por la cual el nivel del costo del capital es el menor de las tres empresas en estudio, lo que demuestra que este costo se puede disminuir conformando una estructura financiera más equilibrada entre pasivos y patrimonio.

Cuadro 43.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015

Fuente	2015			
	\$	% de participación	Costo anual nominal	Ponderación
Préstamo CP	118.604	1,9%	12,8%	0,2%
Préstamo LP	629.821	10,3%	12,8%	1,3%
Patrimonio	5.368.553	87,8%	25,9%	22,7%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	6.116.978	100,0%		24,31%

Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

Cuadro 44.Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2016

Fuente	2016			
	\$	% de participación	Costo anual nominal	Ponderación
Préstamo CP	112.420	1,8%	12,7%	0,2%
Préstamo LP	495.227	8,1%	12,7%	1,0%
Patrimonio	5.487.174	90,0%	27,8%	25,0%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	6.094.821	100,0%		26,27%

Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

### 9.3.4 Cálculo del EVA

Finalmente, con los resultados anteriores correspondientes a la UODI, los activos netos operativos y el costo del capital, se calcula el valor económico agregado (EVA) para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S. En el Cuadro 45 se resumen los resultados obtenidos. Estos resultados permiten evidenciar que CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S. también destruye valor en ambos años, incluso en el 2016 se acentúa la destrucción de valor en -46.2%, debido a las pérdidas operativas, a pesar de que la inversión en activos decreció -7.9%; el crecimiento del costo del capital implicó que la mayor utilización de capital acentuara la destrucción de valor.

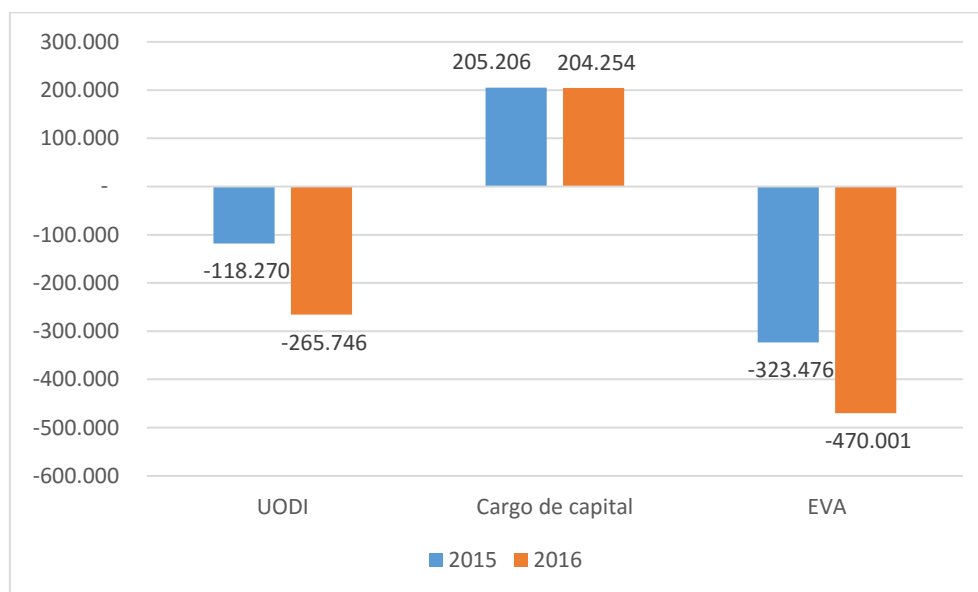
Cuadro 45. Cálculo del EVA para CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015-2016. Miles de pesos.

Cálculo del EVA	2015	2016	Var. %
UODI	-118.270	-265.746	-124,7%
ANO	844.043	777.473	-7,9%
CPPC	24,31%	26,27%	8,1%
<b>EVA Centro Comercial del Parque S.A.S.</b>	<b>-323.476</b>	<b>-470.001</b>	<b>-45,3%</b>

Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

En el gráfico 27 se puede apreciar el comportamiento de los componentes del EVA de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S, el cual explica que la destrucción de valor se debe a la menor capacidad de generar utilidades operativas por parte de la empresa en el período de estudio y el mayor costo del capital que determinó un crecimiento del cargo de capital. Es decir, a pesar de que invirtió menos en activos, el costo del capital implicó el mayor cargo de capital.

Gráfico 27. Comportamiento del EVA y sus componentes. CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S 2015-2016



Fuente: cálculos con base a estados financieros de CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S

De acuerdo con los hallazgos presentados en el capítulo, se logra comprobar que ninguna de las empresas en estudio cumple con su objetivo básico financiero de generar valor. También se logra identificar que las organizaciones han tenido deficiencia en diferentes áreas, como por ejemplo la comercial, debido a que las

ventas en ninguna de las empresas han mostrado una dinámica importante de crecimiento que permita impulsar las utilidades operativas.

Adicionalmente, la inadecuada conformación de sus estructuras financieras, dada la concentración en fuentes de largo plazo como es el patrimonio, implica que el costo del capital esté determinado por la tasa mínima de rentabilidad exigida por los inversionistas y dichas exigencias han crecido por la situación de los riesgos del mercado.

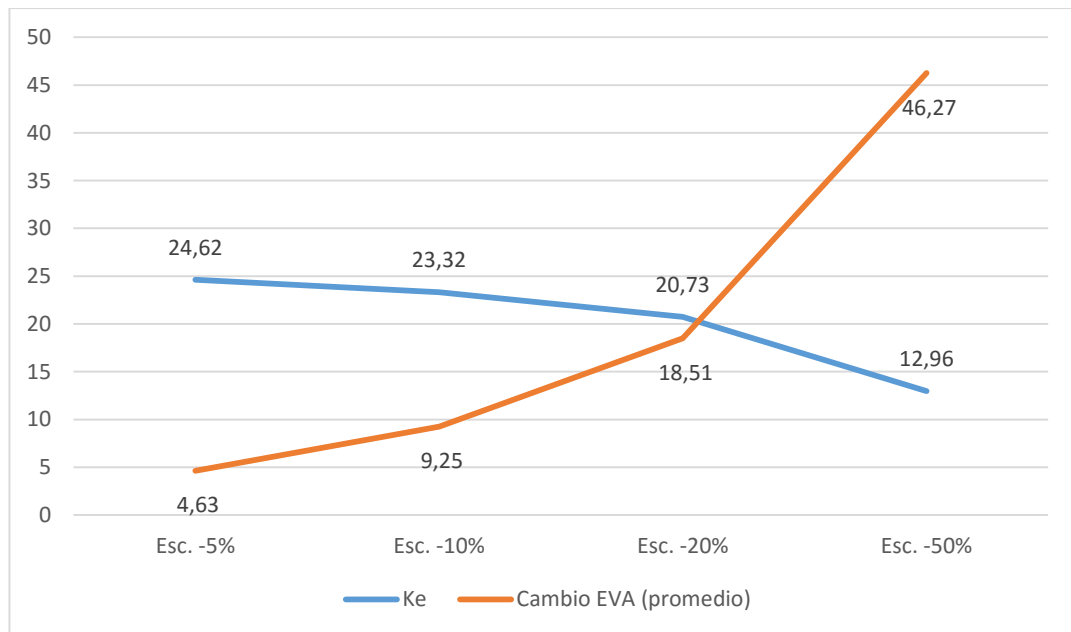
Otra debilidad identificada es que las empresas a pesar de mantener una inversión importante en activos operacionales no han logrado tasas de productividad relevantes que permitan generar utilidades operacionales, mostrando así problemas estructurales en las tres empresas.

## 10. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD PARA DETERMINAR EL PUNTO DE MENOR IMPACTO EN LA RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO Y PROPONER ACCIONES DE MEJORA

### 10.1 ESCENARIOS RELACIONADOS CON EL COSTO DEL PATRIMONIO

Para el análisis de sensibilidad se proponen distintos escenarios en los cuales se disminuye el monto del costo del patrimonio ( $k_e$ ) y se analiza el impacto que tendrían dichos escenarios en la rentabilidad de las empresas, medido por el inductor EVA. La hipótesis es que al disminuir el costo del patrimonio las empresas mejoran su rentabilidad, producto de la disminución en el costo del capital. En el gráfico 28 se resume la situación ante cuatro escenarios propuestos, con -5%, -10%, -20%, -50% de disminución del costo del patrimonio. Como se puede apreciar en el gráfico, en la medida que el  $K_e$  disminuya, el cambio porcentual del EVA se incrementa proporcionalmente.

Gráfico 28. Relación costo del patrimonio vs cambio en el EVA



Fuente: gráfico de las autoras

Sin embargo, al calcular estos escenarios para cada una de las empresas (ver cuadro 46), se logra apreciar que el efecto en cuanto tendencia es similar, pero en magnitud es diferente el impacto. Por ejemplo, en el escenario de sensibilidad -5% del  $k_e$ , para el año 2015, tiene un mayor impacto en Zalka S.A., empresa que incrementa su EVA en 5.8%, mientras que, para el Centro Comercial del Parque, ese mismo cambio en el  $K_e$ , produce un cambio en el EVA sólo del 3%.

Cuadro 46. Escenarios de sensibilidad

Sensibilizado al -5%						
	Original	Sensibilizado	Cambio %	Original	Sensibilizado	Cambio %
	2015	2015s		2016	2016s	
<b>Ke</b>	25,91	24,62		27,77	26,38	
<b>EVA</b>						
ZALKA S A	(289.037,67)	(272.182,36)	5,8%	(342.912,06)	(323.534,29)	5,7%
INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	(392.879,56)	(372.915,89)	5,1%	(400.203,74)	(380.152,70)	5,0%
CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	(323.475,83)	(313.878,39)	3,0%	(470.000,71)	(460.281,42)	2,1%
Sensibilizado al -10%						
	Original	Sensibilizado	Cambio %	Original	Sensibilizado	Cambio %
	2015	2015s		2016	2016s	
<b>Ke</b>	25,91	23,32		27,77	24,99	
<b>EVA</b>						
ZALKA S A	(289.037,67)	(255.327,06)	11,7%	(342.912,06)	(304.156,52)	11,3%
INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	(392.879,56)	(352.952,21)	10,2%	(400.203,74)	(360.101,67)	10,0%
CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	(323.475,83)	(304.280,94)	5,9%	(470.000,71)	(450.562,13)	4,1%
Sensibilizado al -20%						
	Original	Sensibilizado	Cambio %	Original	Sensibilizado	Cambio %
	2015	2015s		2016	2016s	
<b>Ke</b>	25,91	20,73		27,77	22,22	
<b>EVA</b>						
ZALKA S A	(289.037,67)	(221.616,44)	23,3%	(342.912,06)	(265.400,98)	22,6%
INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	(392.879,56)	(313.024,87)	20,3%	(400.203,74)	(319.999,60)	20,0%
CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	(323.475,83)	(285.086,04)	11,9%	(470.000,71)	(431.123,54)	8,3%
Sensibilizado al -50%						
	Original	Sensibilizado	Cambio %	Original	Sensibilizado	Cambio %
	2015	2015s		2016	2016s	
<b>Ke</b>	25,91	12,96		27,77	13,89	
<b>EVA</b>						
ZALKA S A	(289.037,67)	(120.484,60)	58,3%	(342.912,06)	(149.134,36)	56,5%
INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	(392.879,56)	(193.242,82)	50,8%	(400.203,74)	(199.693,39)	50,1%
CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S	(323.475,83)	(227.501,34)	29,7%	(470.000,71)	(372.807,79)	20,7%

Fuente: elaboración propia

Entonces, de acuerdo con el anterior cuadro se puede concluir que el costo del patrimonio tiene una incidencia directa en la rentabilidad de las empresas, en un orden inverso, es decir, cuando disminuye el costo del patrimonio se espera un mejoramiento de la rentabilidad de las organizaciones, sin embargo, la magnitud de este mejoramiento depende de otras variables, pues, como se pudo observar en estos ejercicios de simulación, la incidencia en cada una de las empresas en estudio es diferente. Esto conduce a pensar que las acciones de mejora ante la situación que presentan las empresas del sector inmobiliario de Tuluá deben enfocarse a otras variables distintas al costo del patrimonio, ya que éste depende de factores externos que configuran todos los riesgos existentes en el mercado que no son controlables por las empresas, mientras que al interior de ellas sí existen factores que pueden ser modificados para mitigar el impacto del entorno sobre el costo del patrimonio.

## **10.2 ACCIONES DE MEJORA**

De acuerdo con los resultados del trabajo se pudo determinar que las empresas del sector inmobiliario de Tuluá se encuentran en un entorno de incertidumbre, debido a que existen amenazas externas, explicadas por los riesgos que se presentan, como la posible reforma tributaria dado el déficit fiscal persistente en el país, lo cual obliga a incrementar los impuestos afectando la situación de las empresas; también la disminución de la confianza del consumidor, el incremento de la inflación y las tasas de interés, la devaluación del peso frente al dólar y el incremento del salario mínimo que, en un contexto de mayor inflación, puede representar para las empresas mayores cargas laborales.

Esta situación del entorno se ve agravada porque internamente las empresas mostraron marcadas dificultades para generar valor, especialmente por el incremento del costo del capital y la poca capacidad de generar utilidades operacionales, en lo cual incide la situación del entorno descrita anteriormente. También por el comportamiento inadecuado de los inductores de valor, como el margen EBITDA, la productividad del activo fijo y capital de trabajo, así como la palanca de crecimiento.

Por lo tanto, ante esta situación de las empresas inmobiliarias de Tuluá, es necesario tomar medidas para evitar continuar con el deterioro del valor de las organizaciones. Por ello, las estrategias que se sugieren son las siguientes:

Fomentar la innovación como estrategia para incrementar las utilidades operacionales: se apreció que las empresas en estudio tuvieron dificultades para incrementar sus utilidades operacionales, incluso una de las empresas presentó pérdidas operacionales, lo cual puede estar asociado a la situación del entorno y las amenazas existentes, no obstante, en el sector servicios la innovación juega un papel fundamental para impactar positivamente las ventas. En el caso del sector

inmobiliario de Tuluá, resulta importante diversificar las fuentes de ingreso, buscando nuevos nichos de mercado, como por ejemplo en los estratos 1 y 2, quienes por la dinámica inducida por las políticas de vivienda del Gobierno pueden representar importantes oportunidades para estas empresas.

Hacer estudios a profundidad sobre la estructura de costos y gastos operacionales, para identificar alternativas que permitan disminuir especialmente los gastos de administración que resultan onerosos en el sector, logrando ser más productivos en la gestión comercial, con menos recursos.

Evitar incrementos en los activos netos de operación, a menos que representen crecimientos importantes en la generación de utilidades operacionales para las empresas del sector inmobiliario. En tal sentido se debe privilegiar la necesidad de ser más productivos, para lo cual una importante estrategia es crear una base de indicadores relacionados con los inductores de valor que permitan vigilar y controlar permanentemente aquellas variables que pueden inducir la generación de valor.

Una importante estrategia financiera es corregir los problemas de estructura operativa, revisando y ajustando la estructura de costos y gastos de las empresas.

Otra estrategia que se sugiere es modificar la conformación de la estructura financiera de las empresas, buscando financiar los activos operacionales a partir de las cuentas del pasivo, en especial a través de pasivos financieros que le permitan diversificar el riesgo a los propietarios, reduciendo así el costo del capital.

Aprovechar los medios online para buscar incrementar las ventas de las inmobiliarias, aumentando la presencia en la red, para identificar nuevos nichos de mercado y oportunidades comerciales para las empresas.

Crear herramientas de control de la gestión como un cuadro de mando integral que permita a las empresas vigilar el comportamiento de los inductores de valor, para poder tomar decisiones acertadas y oportunas, que busquen incidir positivamente en el cumplimiento del objetivo básico financiero.



## 11. CONCLUSIONES

Las empresas del sector inmobiliario de Tuluá actúan en un entorno de incertidumbre, debido a la proliferación de amenazas externas, que constituyen riesgos importantes para el desarrollo de la actividad inmobiliaria, como la posible reforma tributaria dado el déficit fiscal persistente en el país, lo cual obliga a incrementar los impuestos afectando la situación de las empresas; también la disminución de la confianza del consumidor, el incremento de la inflación y las tasas de interés, la devaluación del peso frente al dólar y el incremento del salario mínimo que, en un contexto de mayor inflación, puede representar para las empresas mayores cargas laborales. Estas condiciones al parecer han afectado considerablemente a las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá, a juzgar por la situación financiera percibida.

Internamente las empresas del sector actividades inmobiliarias mostraron marcadas dificultades para generar valor, especialmente por el incremento del costo del capital y la poca capacidad de generar utilidades operacionales, en lo cual incide la situación del entorno descrita anteriormente. También por el comportamiento inadecuado de los inductores de valor, como el margen EBITDA, la productividad del activo fijo y capital de trabajo, así como la palanca de crecimiento, mostrando en los diferentes casos que ha existido un deterioro de estos inductores producto de una inadecuada gestión de estos.

Debido a la situación del entorno y el deterioro de los inductores de valor, se logró verificar que las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá no cumplen con su objetivo básico financiero. De acuerdo con los resultados relacionados con la situación financiera de las empresas es posible señalar que se trata de un segmento que a pesar de las oportunidades del entorno y de la propia actividad del sector, continúa destruyendo valor, debido principalmente a que los componentes del EVA evidencian los problemas estructurales de las organizaciones; en primer lugar, la disminución de la UODI lo que pone de manifiesto que el comportamiento de las ventas con relación a los costos fue negativo en todas las organizaciones, es decir, no sólo las ventas presentaron una baja dinámica, sino que también sus costos y gastos crecieron. Concretamente esta situación de estructura operativa confirma que las empresas han venido perdiendo mercado, por ello, sus ventas al disminuir, implican que los costos y gastos operacionales no lograron ser absorbidos debidamente por estos ingresos operacionales. De una u otra forma, las empresas no han logrado hacer los ajustes requeridos de su estructura operacional, dada la situación de las ventas.

En segundo lugar, se observa un crecimiento de los activos netos operacionales en estas empresas que, a pesar de ser una tasa relativamente baja, afectó la situación de ellas por la disminución de sus utilidades operativas, es decir, se invirtieron mayores recursos y no se lograron generar las ventas necesarias para absorber

estos activos. O sea, las empresas no fueron eficientes en la gestión de sus activos operacionales.

Respecto al tercer componente del EVA, es decir, el costo del capital, se observa también un crecimiento en las tres organizaciones, por lo tanto, se evidencia que las empresas se financiaron con fuentes más costosas en el 2016, o sea, que no hubo una buena gestión de la estructura financiera, pues la principal fuente de financiación fue el patrimonio.

Esto determinó que el cargo a capital, constituido por ANO x CPPC, hiciera evidente que mientras la UODI estaba descendiendo, dicho cargo estaba creciendo, razón por la cual las empresas en general, además de destruir valor en el año 2015, lo hicieron con mayor fuerza que en el 2016, situación que afectó el cumplimiento del objetivo básico financiero.

Debido a lo anterior, es posible concluir que la situación financiera de las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá con relación a la generación o destrucción de valor para sus propietarios en el período 2015-2016 fue negativa, pues en todos los años de análisis y todas las empresas, el escenario fue de destrucción de valor. Por ello se requieren estrategias financieras, que estén combinadas con otras comerciales, de mercadeo y de productividad, que permitan por lo menos detener la tendencia de destrucción de valor, mientras el mercado logra entrar en una fase positiva de crecimiento.

Se puede concluir que el costo del patrimonio tiene una incidencia directa en la rentabilidad de las empresas, en un orden inverso, es decir, cuando disminuye el costo del patrimonio se espera un mejoramiento de la rentabilidad de las organizaciones, sin embargo, la magnitud de este mejoramiento depende de otras variables, pues, como se pudo observar en estos ejercicios de simulación, la incidencia en cada una de las empresas en estudio es diferente. Esto conduce a pensar que las acciones de mejora ante la situación que presentan las empresas del sector inmobiliario de Tuluá deben enfocarse a otras variables distintas al costo del patrimonio, ya que éste depende de factores externos que configuran todos los riesgos existentes en el mercado que no son controlables por las empresas, mientras que al interior de ellas sí existen factores que pueden ser modificados para mitigar el impacto del entorno sobre el costo del patrimonio.

## 12. RECOMENDACIONES

Crear conciencia en los diferentes estamentos de las empresas de la importancia que tiene la generación de valor, y la constante revisión de las cifras con relación a los costos patrimoniales y de la deuda, así como las variables del entorno que generan oportunidades y amenazas para las organizaciones.

Gestionar el costo del capital, haciendo seguimiento del costo de las diferentes fuentes de financiamiento que la empresa decida utilizar, de tal forma que dicho costo no supere la tasa de rentabilidad esperada de la empresa. Es importante considerar el comportamiento del riesgo país y todos los riesgos asociados a la gestión empresarial.

Incrementar los niveles de eficiencia en términos operacionales, lo cual debe considerar un análisis a profundidad de la estructura operativa de las empresas, para conocer sus debilidades y poder generar mayores utilidades en el futuro. Por lo tanto, antes de invertir en activos operacionales, las empresas deben considerar hasta qué punto pueden mejorar su condición de eficiencia con los activos que poseen. Esto permitirá aprovechar de una mejor forma las oportunidades que ofrecen el entorno y la reducción del costo del capital.

Capacitar continuamente a los directivos financieros y mantenerse siempre al día en la teoría, modelos y prácticas relacionadas con medición del valor de las empresas. Esto implica que se debe mejorar continuamente las habilidades técnicas del equipo de trabajo, así como contar con los modelos que le permitan manejar rápidamente la complejidad de la estructura operativa y de capital. De la misma forma, es necesario mantenerse siempre al día en la teoría, modelos y prácticas relacionadas con la estructura financiera de las empresas.

## BIBLIOGRAFÍA

CÁMARA DE COMERCIO DE BOGOTÁ. Descripción actividades económicas (Código CIIU) [en línea]. Página web, 2016 [citado el 12 de febrero de 2017]. Obtenido de <http://linea.ccb.org.co/descripcionciiu/>

DINERO. ¿Se acerca la edad dorada de las inmobiliarias en Colombia? [en línea]. Revista edición digital, 2015 [citado el 12 de septiembre de 2016]. Obtenido de <http://www.dinero.com/edicion-impresa/negocios/articulo/perspectivas-del-sector-inmobiliario-para-2016-colombia/216505>

GARCÍA S., Oscar León. Administración financiera: fundamentos y aplicaciones. Tercera Edición. 1999.

GARCÍA, Oscar León. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Prensa Moderna Impresores S.A., Cali, 2003.

GUTIÉRREZ BETANCUR, Juan Carlos. Estimación multicriterio del costo de capital patrimonial [en línea]. Universidad EAFIT Medellín Número 15 jul - dic 2009 [citado el 30 de agosto de 2017]. Disponible en: <http://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/administer/article/download/201/218>

MÉNDEZ A., Carlos Eduardo. Metodología. Diseño y desarrollo del proceso de investigación con énfasis en ciencias empresariales. En estudio Limusa. México, 2008.

MONROY PEDRAZA, Helber Mauricio. Costo de Patrimonio de Inversionistas [en línea]. Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas. Pontificia Universidad Javeriana. Contrapartida número 957, septiembre 1 de 2015 [citado el 4 de febrero de 2017]. Disponible en: [http://www.comunidadcontable.com/BancoConocimiento/C/contrapartida\\_957/contrapartida\\_957.asp](http://www.comunidadcontable.com/BancoConocimiento/C/contrapartida_957/contrapartida_957.asp)

ORIO, Amat. Eva, Valor Económico Agregado. Grupo Editorial Norma, 1999

POSADA OSPINA, Francined y ROMERO RODRÍGUEZ, Yolanda. Análisis de la estructura del capital en las medianas empresas del sector comercial de la ciudad de Tuluá. Trabajo de grado Contador Público. UCEVA, Programa de Contaduría Pública, Tuluá, 2015.

RUBIO, Fernando. CAPM y APT: una nota técnica [en línea]. Universidad de Valparaíso, Chile, 1987 [citado el 30 de agosto de 2017]. Recuperado de: <https://core.ac.uk/download/files/153/9315463.pdf>

SARMIENTO SABOGAL, Julio A. y CAYÓN FALLON, Edgardo. Cálculo del Costo del Patrimonio desapalancado [en línea]. Artículo resultado del proyecto de investigación “Medición de la eficiencia del CAPM en el mercado bursátil colombiano: Una prueba empírica con activos de riesgo” financiado por la Pontificia Universidad Javeriana [citado el 30 de agosto de 2017]. Disponible en: <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/JulioSarmiento.pdf>

## ANEXOS

### Anexo A. Encuesta

**Objetivos:** Describir el proceso de toma de decisiones referente a la selección de fuentes de financiación (pasivo y patrimonio) en las empresas del sector actividades inmobiliarias de Tuluá.

#### I. Información General.

1. Nombre empresa: \_\_\_\_\_
2. Número de años que la empresa ha permanecido en el mercado:
  - 3.1 Menos de 6 años (jóvenes) \_\_\_\_\_
  - 3.2 Entre 6 y 15 años (proceso de consolidación) \_\_\_\_\_
  - 3.3 Entre 15 y 22 años (maduras) \_\_\_\_\_
  - 3.4 Más de 22 años (tradicionales) \_\_\_\_\_
  - 3.5 Ns/Nr \_\_\_\_\_
3. Su empresa cuenta con un área/departamento de contabilidad y finanzas?
  - 3.1 Si \_\_\_\_\_
  - 3.2 No \_\_\_\_\_ ¿Por qué? \_\_\_\_\_

#### II. Características del recurso humano.

4. ¿Qué tipo de recurso humano se encuentra vinculado al departamento de contabilidad en su empresa?
  - 4.1 Contadores \_\_\_\_\_ ¿Cuántos? \_\_\_\_\_
  - 4.2 Auxiliares contables \_\_\_\_\_ ¿Cuántos? \_\_\_\_\_
  - 4.3 Administradores financieros \_\_\_\_\_ ¿Cuántos? \_\_\_\_\_
  - 4.4 Técnicos \_\_\_\_\_ ¿Cuántos? \_\_\_\_\_
  - 4.5 Otros Profesionales \_\_\_\_\_ ¿Cuáles? \_\_\_\_\_
5. ¿En el departamento de contabilidad, existen profesionales con títulos de postgrado o especializaciones?
  - 5.1 Si \_\_\_\_\_ ¿En qué área? \_\_\_\_\_
  - 5.2 No \_\_\_\_\_ ¿Por qué? \_\_\_\_\_
6. La empresa se hace cargo de las capacitaciones al recurso humano perteneciente al área/departamento de contabilidad y finanzas?
  - 6.1 Si \_\_\_\_\_
  - 6.2 No \_\_\_\_\_ ¿Por qué? \_\_\_\_\_

7. Si la respuesta anterior es SI, ¿con qué periodicidad?
- 7.1 Mensual
- 7.2 Semestral
- 7.3 Anual
- 7.4 Otra periodicidad  ¿Cuál? \_\_\_\_\_

### III. Tecnología involucrada en el proceso contable

8. El área/departamento de contabilidad y finanzas de la empresa se encuentra sistematizada?
- 8.1 Si
- 8.2 No  ¿Por qué? \_\_\_\_\_
9. ¿Cuántos computadores posee el área/departamento de contabilidad de la empresa? \_\_\_\_\_
10. ¿La empresa cuenta con algún tipo de software para realizar el proceso contable?
- 10.1 Si  ¿Cuál? \_\_\_\_\_
- 10.2 No  ¿Por qué? \_\_\_\_\_
11. ¿El software que posee la empresa para realizar el proceso contable es licenciado?
- 11.1 Si
- 11.2 No  ¿Por qué? \_\_\_\_\_

### IV. Análisis de datos financieros

12. De los siguientes estados financieros, ¿cuáles emite la empresa?
- |   | SI                       | NO                       |
|---|--------------------------|--------------------------|
| 12.1 Balance General                              | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 12.2 Estado de Ganancias y pérdidas               | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 12.3 Estado de cambios en el patrimonio           | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 12.4 Estado de cambios en la situación financiera | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 12.5 Estado de flujos de efectivo                 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
13. ¿Cuál es el principal uso que le da a la información contenida en los estados financieros?
- 13.1 Analizar la situación financiera de la empresa
- 13.2 Controlar las finanzas de la empresa
- 13.3 Presentar resultados a los propietarios
- 13.4 Para efectos tributarios
- 13.5 Otros usos  ¿Cuáles? \_\_\_\_\_

14. ¿Una vez se analiza la situación financiera de la empresa, este se orienta a la toma de decisiones?

14.1 Si

14.2 No  ¿Por qué? \_\_\_\_\_

## V. Decisiones sobre la estructura financiera

15. ¿De las siguientes fuentes de financiación cuál es la preferida?

15.1 Capital propio

15.2 Deuda financiera

15.3 Proveedores

15.4 Otra  ¿Cuál? \_\_\_\_\_

15.5 Ns/Nr

16. ¿Cuál es el tipo de deuda bancaria que más utiliza?

16.1 Deuda a corto plazo  ¿Por qué? \_\_\_\_\_

16.2 Deuda a largo plazo  ¿Por qué? \_\_\_\_\_

16.3 Leasing (arrendamiento)  ¿Por qué? \_\_\_\_\_

16.4 Todos los anteriores

16.5 Ninguna de las anteriores

16.6 Ns/Nr

17. En el momento de contratar deuda financiera, ¿cuál es el factor que más tiene en cuenta para tomar su decisión?

17.1 Niveles de tasas de interés

17.2 Plazo de la deuda

17.3 Fondos internos insuficientes

17.4 La institución de crédito

17.5 Todos los anteriores

17.6 Otro factor  ¿Cuál? \_\_\_\_\_

17.7 Ns/Nr

18. ¿Maneja indicadores financieros para administrar su estructura financiera?

18.1 Si

18.2 No

18.3 Ns/Nr

19. ¿Si su respuesta es NO, por qué no los maneja?

19.1 Desconocimiento técnico

19.2 No los considera necesarios

19.3 Otra razón  ¿Cuál? \_\_\_\_\_



20. ¿Si la respuesta a la anterior pregunta 19 fue SI, qué indicadores financieros maneja?

- 20.1 Grado de apalancamiento financiero \_\_\_\_\_
- 20.2 Nivel de endeudamiento \_\_\_\_\_
- 20.3 Cobertura de intereses \_\_\_\_\_
- 20.4 Concentración del endeudamiento en el corto y largo plazo \_\_\_\_\_
- 20.5 Todos \_\_\_\_\_
- 20.6 Ninguno \_\_\_\_\_
- 20.7 Otro \_\_\_\_\_ ¿Cuál? \_\_\_\_\_

21. ¿A qué grado considera que su estructura financiera está dentro de su control?

- 21.1 La estructura está completamente dentro de nuestro control \_\_\_\_\_
- 21.2 La estructura está parcialmente dentro de nuestro control \_\_\_\_\_
- 21.3 La estructura está fuera de nuestro control \_\_\_\_\_
- 21.4 No sabe \_\_\_\_\_

Explique por qué está fuera de control: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Anexo B. Cálculo del EBITDA por empresa. 2015-2016. Miles de pesos.

<b>ZALKA S A</b>				
		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>% incremento</b>
Ventas (millones de \$)		512.674	478.257	-6,7%
Utilidad operativa		84.563	68.713	-18,7%
Margen operativo		16,5%	14,4%	
Depreciaciones y amortizaciones		69.099	-	
<b>EBITDA</b>		<b>153.662</b>	<b>68.713</b>	<b>-55,3%</b>
<b>Margen EBITDA</b>		<b>0,300</b>	<b>0,144</b>	
			<i>Miles de \$</i>	
		<b>2015</b>	<b>2016</b>	
<b>Depreciaciones</b>				
Total Depreciaciones		69.099	-	
<b>Amortizaciones</b>				
Total Amortizaciones		-	-	
<b>Total Depreciaciones y Amortizaciones</b>		<b>69.099</b>	<b>-</b>	
<b>INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA</b>				
		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>% incremento</b>
Ventas (millones de \$)		21.600	21.600	0,0%
Utilidad operativa		14.810	12.911	-12,8%
Margen operativo		68,6%	59,8%	
Depreciaciones y amortizaciones		3.381	-	
<b>EBITDA</b>		<b>18.191</b>	<b>12.911</b>	<b>-29,0%</b>
<b>Margen EBITDA</b>		<b>0,842</b>	<b>0,598</b>	
			<i>Miles de \$</i>	
		<b>2015</b>	<b>2016</b>	
<b>Depreciaciones</b>				
Total Depreciaciones		3.381	-	
<b>Amortizaciones</b>				
Total Amortizaciones		-	-	
<b>Total Depreciaciones y Amortizaciones</b>		<b>3.381</b>	<b>-</b>	
<b>CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S</b>				
		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>% incremento</b>
Ventas (millones de \$)		646.678	674.808	4,3%
Utilidad operativa		(179.197)	(402.646)	-124,7%
Margen operativo		-27,7%	-59,7%	
Depreciaciones y amortizaciones		39.229	98.341	

<b>EBITDA</b>			<b>(139.968)</b>	<b>(304.305)</b>	<b>117,4%</b>
<b>Margen EBITDA</b>			<b>(0,216)</b>	<b>(0,451)</b>	
				<i>Miles de \$</i>	
			<b>2015</b>	<b>2016</b>	
<b>Depreciaciones</b>					
Total Depreciaciones			39.229	91.265	
<b>Amortizaciones</b>					
Total Amortizaciones			-	7.076	
<b>Total Depreciaciones y Amortizaciones</b>			<b>39.229</b>	<b>98.341</b>	

Anexo C. Cálculos de la productividad del capital de trabajo por empresa. Miles de pesos.

<b>ZALKA S A</b>			
		<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ventas (miles de \$)		512.674	478.257
Cuentas por cobrar		10.765	29.095
Inventario		111.883	136.999
KT OPERATIVO		122.648	166.094
Cuentas por pagar		-	2.183
KTNO		122.648	163.911
<b>PKT</b>		<b>0,24</b>	<b>0,34</b>
<b>INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA</b>			
		<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ventas (miles de \$)		21.600	21.600
Cuentas por cobrar		-	-
Inventario		-	-
KT OPERATIVO		-	-
Cuentas por pagar		-	-
KTNO		-	-
<b>PKT</b>		<b>-</b>	<b>-</b>
<b>CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S</b>			
		<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ventas (miles de \$)		646.678	674.808
Cuentas por cobrar		53.684	65.798
Inventario		30.731	330
KT OPERATIVO		84.415	66.128
Cuentas por pagar		861	731
KTNO		83.554	65.397
<b>PKT</b>		<b>0,13</b>	<b>0,10</b>

Anexo D. Cálculos de la palanca de crecimiento por empresa. 2015-2016.

<b>PALANCA DE CRECIMIENTO</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>ZALKA S A</b>		
Margen EBITDA	0,30	0,14
PKT	0,24	0,34
PDC	1,25	0,42
<b>INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA</b>		
Margen EBITDA	0,84	0,60
PKT	-	-
PDC		
<b>CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S</b>		
Margen EBITDA	(0,22)	(0,45)
PKT	0,13	0,10
PDC	- 1,68	- 4,65

Anexo E. Cálculo de la productividad del activo fijo. Miles de pesos 2015-2016

<b>ZALKA S A</b>			
		<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ventas (millones de \$)		512.674	478.257
Activos fijos		2.570.091	15.630.767
<b>Productividad del activo fijo</b>		<b>0,20</b>	<b>0,03</b>
		<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ventas (millones de \$)		512.674	478.257
Propiedad, P y E		1.238.636	1.237.184
Inversión AF		1.238.636	(1.452)
Inversión AF/Ventas		241,6%	-0,3%
<b>INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA</b>			
		<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ventas (millones de \$)		21.600	21.600
Activos fijos		1.877.046	1.909.671
<b>Productividad del activo fijo</b>		<b>0,01</b>	<b>0,01</b>
		<b>2014</b>	<b>2015</b>
Ventas (millones de \$)		21.600	21.600
Propiedad, P y E		1.567.218	1.504.541
Inversión AF		1.567.218	(62.677)
Inversión AF/Ventas		7255,6%	-290,2%
<b>CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S</b>			
		<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ventas (millones de \$)		646.678	674.808
Activos fijos		4.377.865	4.310.235
<b>Productividad del activo fijo</b>		<b>0,15</b>	<b>0,16</b>
		<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ventas (millones de \$)		646.678	674.808
Propiedad, P y E		760.489	712.076
Inversión AF		760.489	(48.413)
Inversión AF/Ventas		117,6%	-7,2%

Anexo F. Balance General de las empresas. 2015-2016

**2015**

NIT	81.7001.072	821.000.170	900.355.606
RAZON SOCIAL	ZALKA S A	INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S
CIU	L6810	L6810	L6810
1105 CAJA	3.225	1.055	59.890
1110 BANCOS	10.916	738	1.038
1120 CUENTAS DE AHORRO	71		4.884
1125 FONDOS	-		
11 SUBTOTAL DISPONIBLE	14.212	1.793	65.812
12 INVERSIONES (ANEXO 7)	-	-	-
13 SUBTOTAL DEUDORES (CP)	450.719	-	1.824.995
14 SUBTOTAL INVENTARIOS (CP)	111.883	-	30.731
17 SUBTOTAL DIFERIDO (CP)	20.401	-	-
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	597.215	1.793	1.921.538
12 INVERSIONES (ANEXO 7)	1.331.455	-	-
13 SUBTOTAL DEUDORES A LARGO PLAZO	-	-	-
15 PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO(ANEXO 9)	1.238.636	1.567.218	760.489
16 SUBTOTAL INTANGIBLES	-	-	289.148
17 SUBTOTAL DIFERIDOS	-	-	-
18 SUBTOTAL OTROS ACTIVOS	-	-	-
19 SUBTOTAL VALORIZACIONES	-	309.828	3.328.228
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	2.570.091	1.877.046	4.377.865
TOTAL ACTIVO	3.167.306	1.878.839	6.299.403
21 OBLIGACIONES FINANCIERAS (ANEXO10) (CP)	97.346	31.572	118.604
22 PROVEEDORES (ANEXO 10) (CP)	-	-	861
23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR (CP)	7.586	-	94.214
24 IMPUESTOS GRAVÁMENES Y TASAS (CP)	21.895		61.998
25 OBLIGACIONES LABORALES (CP)	25.448		14.633
26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMAD. Y PROVIS. (CP)	-	-	-
27 DIFERIDOS (CP)			
28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS (CP)	-	-	10.719
29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIA. (CP)	-	-	-
TOTAL PASIVO CORRIENTE	152.275	31.572	301.029
21 OBLIGACIONES FINANCIERAS (ANEXO10)	-	-	629.821
22 PROVEEDORES (ANEXO 10) (LP)	-	-	-
23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR	858.314	-	-
24 IMPUESTOS GRAVÁMENES Y TASAS (LP)			
25 OBLIGACIONES LABORALES			
26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMAD. Y PROVIS.	-	-	-
27 SUBTOTAL DIFERIDOS	-	-	-

28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS	57.137	-	-
29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIA.	-	-	-
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	915.451	-	629.821
TOTAL PASIVO	1.067.726	31.572	930.850
31 SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL	672.617	631.268	2.015.866
32 SUBTOTAL SUPERÁVIT DE CAPITAL	140.000	-	-
33 RESERVAS (ANEXO 11)	115.671	1.882	-
34 REVALORIZACIÓN DEL PATRIMONIO	433.537	927.508	20
35 DIVIDEN. O PARTC. DECRET. EN ACC.O CUOTAS			
36 RESULTADOS DEL EJERCICIO	35.304	8.143	14.444
37 RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	702.451	77.665	9.995
38 SUPERÁVIT POR VALORIZACIONES		200.801	3.328.228
TOTAL PATRIMONIO	2.099.580	1.847.267	5.368.553
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3.167.306	1.878.839	6.299.403

Fuente: Superintendencia de Sociedades



**2016**

NIT	817.001.072	821.000.170	900.355.606
RAZON SOCIAL	ZALKA S A	INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S
CIU v 3	L6810	L6810	L6810
1105 CAJA	-	1.055	24.197
1110 BANCOS	21.503	738	10.400
1120 CUENTAS DE AHORRO	71		3.483
1125 FONDOS			
11 SUBTOTAL DISPONIBLE	21.574	1.793	38.080
12 INVERSIONES	-	-	-
13 SUBTOTAL DEUDORES CP	406.646	-	1.938.645
14 SUBTOTAL INVENTARIOS CP	136.999	-	330
17 SUBTOTAL DIFERIDO CP	-	-	-
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	565.219	1.793	1.977.055
12 INVERSIONES	1.331.455	5.057	-
13 SUBTOTAL DEUDORES A LARGO PLAZO	-	-	-
15 PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO	1.237.184	1.504.541	712.076
16 SUBTOTAL INTANGIBLES	-	-	269.931
17 SUBTOTAL DIFERIDOS	-	-	-
18 SUBTOTAL OTROS ACTIVOS	-	-	-
19 SUBTOTAL VALORIZACIONES	13.062.128	400.073	3.328.228
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	15.630.767	1.909.671	4.310.235
TOTAL ACTIVO	16.195.986	1.911.464	6.287.290
21 OBLIGACIONES FINANCIERAS CP	60.423	76.881	112.420
22 PROVEEDORES CP	2.183	-	731
23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR CP	31.890	-	34.578
24 IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS CP	19.706		129.323
25 OBLIGACIONES LABORALES CP	25.436		19.342
26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMAD Y PROVIS CP	-	-	-
27 DIFERIDOS CP			
28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS CP	-	-	8.495
29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIA CP	-	-	-
TOTAL PASIVO CORRIENTE	139.638	76.881	304.889
21 OBLIGACIONES FINANCIERAS	-	-	495.227
22 PROVEEDORES LP	-	-	-
23 SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR	759.713	-	-
24 IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS LP			
25 OBLIGACIONES LABORALES			
26 SUBTOTAL PASIVOS ESTIMAD Y PROVIS	-	-	-
27 SUBTOTAL DIFERIDOS	-	-	-
28 SUBTOTAL OTROS PASIVOS	117.000	-	-
29 SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIA	-	-	-
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	876.713	-	495.227

TOTAL PASIVO	1.016.351	76.881	800.116
31 SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL	1.246.154	631.268	2.015.866
32 SUBTOTAL SUPERAVIT DE CAPITAL	-	-	-
33 RESERVAS	119.201	1.882	1.444
34 REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	-	927.508	20
35 DIVIDEN O PARTDECRET EN ACO CUOTAS			
36 RESULTADOS DEL EJERCICIO	17.925	1.461	118.622
37 RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	734.227	60.173	22.994
38 SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	13.062.128	212.291	3.328.228
TOTAL PATRIMONIO	15.179.635	1.834.583	5.487.174
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	16.195.986	1.911.464	6.287.290

Fuente: Superintendencia de Sociedades

Anexo G. Estado de Ganancias y Pérdidas de las empresas, 2015-2016

**2015**

	<b>817.001.072</b>	<b>821.000.170</b>	<b>900.355.606</b>
<b>RAZON SOCIAL</b>	<b>ZALKA S A</b>	<b>INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA</b>	<b>CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S</b>
CIU v 3	L6810	L6810	L6810
41 INGRESOS OPERACIONALES	512.674	21.600	646.678
61 MENOS COSTO DE VENTAS Y DE PRESTACION DE SERVICIOS	153.180	-	73.465
UTILIDAD BRUTA	359.494	21.600	573.213
51 MENOS GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION	274.931	6.790	586.181
52 MENOS GASTOS OPERACIONALES DE VENTAS	-	-	166.229
UTILIDAD OPERACIONAL	84.563	14.810	- 179.197
42 MAS INGRESOS NO OPERACIONALES	7.296	-	361.936
53 MENOS GASTOS NO OPERACIONALES	35.542	-	143.905
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	56.317	14.810	38.834
54 MENOS IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS	21.013	6.667	24.390
59 GANANCIAS Y PERDIDAS	35.304	8.143	14.444

Fuente: Superintendencia de Sociedades

**2016**

NIT	817.001.072	821.000.170	900.355.606
RAZON SOCIAL	ZALKA S A	INMOBILIARIA Y ARRENDAMIENTOS LIMITADA	CENTRO COMERCIAL DEL PARQUE S.A.S
CIU v 3	L6810	L6810	L6810
41 INGRESOS OPERACIONALES	478.257	21.600	674.808
61 MENOS COSTO DE VENTAS Y DE PRESTACION DE SERVICIOS	235.385	-	158.526
UTILIDAD BRUTA	242.872	21.600	516.282
51 MENOS GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION	174.159	8.689	485.782
52 MENOS GASTOS OPERACIONALES DE VENTAS	-	-	433.146
UTILIDAD OPERACIONAL	68.713	12.911	- 402.646
42 MAS INGRESOS NO OPERACIONALES	1.007	-	734.613
53 MENOS GASTOS NO OPERACIONALES	31.491	-	133.484
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	38.229	12.911	198.483
54 MENOS IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS	20.304	11.450	79.861
59 GANANCIAS Y PERDIDAS	17.925	1.461	118.622

Fuente: Superintendencia de Sociedades