

7.



*La Calidad Académica,
un Compromiso Institucional*



La bella durmiente
Sergio Trujillo Magneat (artista colombiano)

¿La radio y la televisión en Colombia están en sintonía con sus finanzas?

*Ana Milena Padilla Ospina
Jorge Alberto Rivera Godoy*

Padilla O., Ana M. y
Rivera G., Jorge A.
(2013). ¿La radio y la
televisión en Colombia
están en sintonía con sus
finanzas?
Criterio Libre, 11 (19),
165-185
ISSN 1900-0642

¿LA RADIO Y LA TELEVISIÓN EN COLOMBIA ESTÁN EN SINTONÍA CON SUS FINANZAS?*

COLOMBIAN RADIO AND TELEVISION: ¿ARE THEY TUNED UP WITH YOUR FINANCES?

O RÁDIO E A TELEVISÃO NA COLÔMBIA ESTÃO EM SINTONIA COM SUAS FINANÇAS?

LA RADIO ET LA TELEVISION SONT EN HARMONIE AVEC VOS FINANCES?

ANA MILENA PADILLA OSPINA[‡]
JORGE ALBERTO RIVERA GODOY[§]

Fecha de recepción: noviembre 2 de 2012

Fecha de aceptación: julio 28 de 2013

Received: November 2nd, 2012

Accepted: July 28th, 2013

Data de recepção: 2 de novembro de 2012

Data de aceitação: 28 de julho de 2013

Reçu le: 2 novembre, 2012

Accepté: 28 juillet, 2013

* Artículo de investigación. Article of research. Artigo de pesquisa. Article de recherche.

‡ Estudiante de maestría en ciencias de la organización, asistente de docencia del grupo de investigación de Generación de Valor Económico de la Universidad del Valle, Cali, Colombia. Ana.padilla@correounivalle.edu.co

Master in Organizational Science Student. Teaching Assistant of the Generation of Economic Added Value Group of the Universidad del Valle, Cali, Colombia. Ana.padilla@correounivalle.edu.co

Estudante de mestrado em Ciências da organização, assistente de ensino do grupo de pesquisa de Geração de Valor Econômico da Universidad del Valle, Cali, Colômbia. Ana.padilla@correounivalle.edu.co

Étudiante réalisant une maîtrise en sciences organisationnelles, assistante d'enseignement du groupe de recherche en création de valeur économique à l'Université de Valle, Cali, Colombie. Ana.padilla@correounivalle.edu.co

§ Doctor distinguido "Cum Laude" en Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Autónoma de Madrid. Especialista en Finanzas, Universidad del Valle. Contador público, Universidad Santiago de Cali. Ex-jefe del Departamento de Contabilidad y Finanzas, Universidad del Valle; ex-director del Programa de Especialización en Finanzas, Universidad del Valle; ex-director del Programa de Contaduría Pública, Universidad del Valle; profesor titular de la Universidad del Valle. Asesor e investigador en temas relacionados con estructuras de capital y políticas de dividendos y valoración de empresas. Autor de varios artículos sobre financiación en las organizaciones. Cali, Colombia. jorge.rivera@correounivalle.edu.co

Distinguished Doctor "Cum Laude" in Economic and Corporate Science, Universidad Autónoma de Madrid. Finance Specialist, Universidad del Valle. CPA, Universidad Santiago de Cali. Ex-chief of the Accounting and Finance Department, Universidad del Valle; Ex-director of the Finance Specialization, Universidad del Valle; Ex-director of the Public Accounting Program, Universidad del Valle; Lead professor, Universidad del Valle. Advisor and researcher in equity structures, dividend policies and corporate valuation

RESUMEN

En este artículo se presenta un análisis del desempeño financiero del sector de radio y televisión en Colombia durante el período 2006-2011. Para lograr el objetivo propuesto se realiza un estudio de la eficiencia, eficacia, efectividad y valor económico agregado de este sector haciendo uso de información contable y de mercado.

En esta investigación se encuentra que el sector de televisión-radio ha destruido valor por cinco años. Situaciones como la constante ineficiencia en el uso de los recursos físicos, variaciones de los indicadores de eficacia y el comportamiento de los costos de capital son los principales factores que influyen en su desempeño financiero.

Estos resultados constituyen un precedente en el estudio de los medios de comunicación, del cual poco se ha explorado.

PALABRAS CLAVE:

Creación de valor económico (EVA), subsector de televisión y radio, indicadores financieros de eficiencia, efectividad y eficacia.

CLASIFICACIÓN JEL:

G10, M40, L82

ABSTRACT

This article shows an analysis of the radio and television's financial performance in Colombia from 2006 to 2011. To achieve the proposed objective a study

related topics. Author of many articles on Corporate Finance. Cali, Colombia. jorge.rivera@correounivalle.edu.co

Doutor com distinção: "Cum Laude" em Ciências Econômicas e Empresariais, Universidad Autónoma de Madrid. Especialista em Finanças, Universidad del Valle. Contador Público, Universidad Santiago de Cali. Ex-chefe do Departamento de Contabilidade e Finanças, Universidad del Valle; ex-diretor do Programa de especialização em Finanças, Universidad del Valle; ex-diretor do programa de Contabilidade Pública, Universidad del Valle; Professor da Universidad del Valle. Assessor e pesquisador de temas relacionados com estruturas de capital e políticas de dividendos e valorização de empresas. Autor de vários artigos sobre o financiamento nas organizações. Cali, Colômbia. jorge.rivera@correounivalle.edu.co

Docteur distingué "Cum Laude" en économie et en affaires, Universidad Autonoma de Madrid. Spécialiste en Finance, Universidad del Valle. Comptable public, Universidad Santiago de Cali. Ancien chef du département de comptabilité et de finance de l'Université de Valle, ancien directeur de la bourse de recherche en Finance, Universidad del Valle, ancien directeur du programme de comptabilité publique, Universidad del Valle, professeur à l'Universidad del Valle. Consultant et chercheur sur les questions liées à la structure du capital et la politique de dividende et la valorisation de l'entreprise. Auteur de plusieurs articles sur le financement des organisations. À Cali, en Colombie. jorge.rivera@correounivalle.edu.co

of the effectiveness, efficiency and added value of this sector is made using accounting and market information.

It is found in this research that the television and radio sector has destroyed value for five years. Situations like the constant inefficiency of physical resources, variations in the efficiency indicators and the behavior of the equity costs are the main factors that influence its financial performance.

These results are a precedent of the communication media study which has been scarcely explored.

Key words: Economic Value Creation (EVC), television and radio subsectors, financial effectiveness and efficiency indicators.

JEL Classification: G10, M40, L82.

RESUMO

Este artigo é uma análise do desempenho financeiro do setor de rádio e televisão na Colômbia durante o período 2006-2011. Para atingir o objetivo proposto realizou-se um estudo sobre a eficiência, eficácia, efetividade e valor econômico adicionado deste sector fazendo uso de informação contábil e de mercado.

Nesta pesquisa encontra-se que o sector de televisão-rádio destruiu valor por cinco anos. Situações como a constante ineficiência na utilização de recursos físicos, variações dos indicadores de eficácia e o comportamento dos custos de capital são os principais fatores que influenciam o seu desempenho financeiro.

Estes resultados constituem um precedente no estudo dos meios de comunicação, do qual pouco se tem explorado.

Palavras chave: Criação de valor econômico (EVA), subsector de televisão e rádio, indicadores financeiros de eficiência, efetividade e eficácia.

Classificação JEL: G10, M40, L82.

RÉSUMÉ

Cet article présente une analyse de la performance financière du secteur radio et télévision en Colombie au cours de la période 2006-2011. Pour atteindre l'objectif proposé on réalise une étude d'efficience, d'efficacité et de valeur économique ajoutée de ce secteur à l'aide d'information de marché et de comptabilité.

Dans cette recherche, on constate que l'industrie télévision-radio a perdu valeur pendant cinq ans. Des situations comme l'inefficacité constante

dans l'utilisation des ressources physiques, les variations des indicateurs de performance et le comportement des coûts d'investissement sont les principaux facteurs qui influencent la performance financière.

Ces résultats constituent un précédent dans l'étude des médias, dont peu de choses ont été explorées.

Mots-clés: *Business Angels*, des affaires, de la finance.

Classification JEL: G10, M40, L82.

1. INTRODUCCIÓN

El sector de televisión y radio ha venido evolucionando en los últimos diez años en Colombia con la llegada de la televisión digital, la oferta de canales en tercera dimensión, la televisión por internet y la radio virtual.

En el país existen tres grandes grupos económicos que manejan las empresas de televisión y radio; se estima que 82,2% de la televisión es manejada solo por dos grandes grupos económicos ("Las guerras por las audiencias", 2012) que le apuestan al sector realizando inversiones tanto en televisión como en radio, alquilando frecuencias y diversificando el portafolio, en las cuales se quedan con una proporción cada vez más grande de la audiencia.

El objeto de este estudio es hacer una evaluación del desempeño financiero del sector de radio y televisión en Colombia durante los años 2006-2011 mediante el análisis de las razones de eficiencia, efectividad, eficacia y el valor económico agregado. El análisis se realiza a las empresas de radio y televisión (CIIU 16423 y 09213) que figuran en la base de datos de la Superintendencia de Sociedades de Colombia, SIREM y BPR Benchmark.

Su presentación se ha dividido en seis partes: en la primera parte se expone brevemente la metodología empleada en el desarrollo del trabajo de investigación, luego se presenta el marco conceptual y después algunos antecedentes del entorno del sector de televisión y radio del país. Acto seguido se presentan los resultados obtenidos del análisis de los indicadores financieros de eficiencia, efectividad, eficacia y el valor económico agregado para el sector de televisión y radio en Colombia. A manera de complemento se expone una comparación entre el valor económico agregado del sector de televisión y radio en Colombia y en Estados Unidos para tener un referente de la situación del sector en el país. Finalmente se presentan las conclusiones sobre el estudio realizado.

“De la combinación entre la eficacia en el logro de incrementar las ventas y gestionar adecuadamente los costos y gastos, y la eficiencia en la gestión adecuada de los activos para la obtención de mayores rendimientos con la menor inversión, surge la efectividad de la empresa.”

2. METODOLOGÍA

Para el desarrollo de esta investigación se tomaron las empresas concernientes al código industrial internacional uniforme (CIIU) 16423 correspondiente a “Servicio de transmisión de programas de radio y televisión” y O9213, perteneciente a “actividades de radio y televisión” (Supersociedades, s.f.) que se encuentran en la base de datos de BPR Benchmark. Se utilizó la población que reportó estados financieros para el período 2006-2011 que fueron organizados para el cálculo de los indicadores financieros y el valor económico agregado.

2.1 INDICADORES DE DESEMPEÑO FINANCIERO CON BASE EN INFORMACIÓN CONTABLE

De los indicadores de desempeño financiero existentes se escogieron los más difundidos en el medio económico, los cuales son crecimiento, efectividad, eficacia y eficiencia que se explican a continuación.

- **Indicadores de crecimiento¹:** permiten conocer el comportamiento histórico de las ventas, los activos y la utilidad neta que una empresa o sector ha tenido durante un período de tiempo.
- **Indicadores de eficiencia²:** Miden la celeridad de conversión de un activo a uno más líquido, lo cual se logra con una reducción del ciclo operativo y una mayor producción de flujos de efectivo con una mínima inversión (Rivera

¹ Indicadores de crecimiento: activos, ventas y utilidad neta.

² Indicadores de eficiencia calculados:

- Rotación de activos operacionales: ingresos operacionales/activo operacional bruto promedio.
- Rotación de activos totales: ingresos operacionales/activo total bruto promedio.
- Rotación de cartera: ingresos operacionales/cuentas por cobrar promedio.
- Rotación de inventarios: costo de ventas/inventario promedio.
- Rotación de activos fijos: ingresos operacionales/activo fijo bruto promedio.

y Ruíz, 2009, p. 132; Van Horne y Wachowicz Jr, 2002, p. 134).

- **Indicadores de eficacia**³: Permiten conocer la virtud de lograr mayores utilidades mediante una acertada gestión de costos y gastos (Ortíz, 2002, p. 197).
- **Indicadores de efectividad**⁴: Miden cómo la empresa puede producir utilidades mediante el uso óptimo de sus recursos (Rivera y Ruíz, 2009, p. 132).

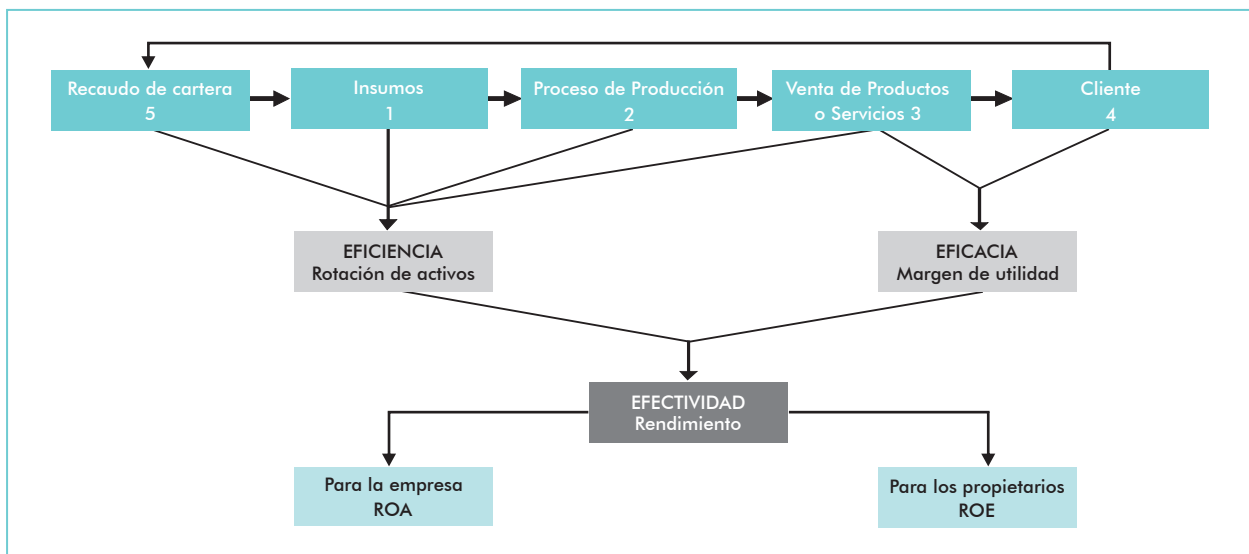
De la combinación entre la eficacia en el logro de incrementar las ventas y gestionar adecuadamente los costos y gastos, y la eficiencia en la gestión adecuada de los activos para la obtención de mayores rendimientos con la menor inversión, surge la efectividad de la empresa (Rivera y Ruíz, 2009, p. 132) (Gráfico 1).

2.2 INDICADORES DE DESEMPEÑO FINANCIERO CON BASE EN EL VALOR ECONÓMICO AGREGADO

Como complemento a la información obtenida de los indicadores financieros con base en información contable, se calculó el EVA⁵, que es una metodología basada en el estudio de la utilidad residual, con el cual se determina las ganancias económicas creadas por una empresa o sector (Stern Stewart Co., s.f.) Para que una empresa o sector cree valor se requiere mantener altos márgenes de eficiencia y productividad en los activos, al igual que una estructura de capital que optimice los recursos de la empresa o sector (Ortíz, 2002, p. 269).

Para llegar a la utilidad residual se debe restar la utilidad después de impuestos (UODI) con el cargo

Gráfico 1. Relación entre los indicadores financieros de eficiencia, eficacia y efectividad.



Fuente: tomado de Rivera (2010, p. 52).

³ Indicadores de eficacia calculados:

- Margen de utilidad bruta: utilidad bruta/ingresos operacionales.
- Margen de utilidad operacional: utilidad operacional/ingresos operacionales.
- Margen de utilidad neta: utilidad neta/ingresos operacionales.

⁴ Se calcularon los siguientes indicadores:

- ROA, el cual se puede descomponer con el sistema DuPont así: margen de utilidades antes de impuestos x rotación de activos totales.
- ROE, que de acuerdo con el sistema DuPont ampliado es equivalente a: (margen de utilidad neta) x (rotación de activos totales) x (apalancamiento financiero); siendo el apalancamiento financiero: activo total bruto promedio / patrimonio promedio.

⁵ Marca registrada por Stern y Stewart.

de capital o costos de los recursos invertidos de capital (Rivera, 2010, pp. 73-74).

$$EVA = UODI - \text{Carga de capital}$$
$$EVA = UODI - [(ANO) * (Ko)]$$

Para el cálculo del cargo de capital se toma el activo neto operacional (ANO) y se multiplica por el costo de capital medio ponderado (Ko).

- **Cálculo del activo neto operacional (ANO):** El activo neto operacional se compone de dos elementos, el primero de ellos son los activos fijos netos operacionales (AFNO) que son los activos que tienen capacidad de generar flujos de caja (Rivera, J., 2011, p. 69). En este trabajo de investigación se tomaron los activos fijos, intangibles, deudores a largo plazo y valorizaciones como cuentas contables para el cálculo del AFNO.

El segundo elemento del activo neto operacional es el capital de trabajo neto (KTNO), que se calcula restando los activos corrientes y los pasivos sin costo explícito (Rivera, J., 2011, p. 68). En este trabajo de investigación se tomaron como pasivos sin costo explícito las cuentas de proveedores, cuentas por pagar, impuestos por pagar, obligaciones laborales, estimados y provisiones, pasivos diferidos y otros pasivos corrientes.

- **Cálculo del costo promedio ponderado (Ko):** El costo de capital (Ko) es el porcentaje promedio ponderado del costo de los

recursos financieros requeridos (Rivera Godoy, 2010, p. 76), y se obtiene de la siguiente equivalencia propuesta por Miller y Modigliani (1963, p. 441):

$$Ko = Ki (1-t) L + Ke (1-L)$$

Donde:

Ki = tasa de interés exigida por los prestamistas.

Ke = costo de oportunidad de los propietarios.

t = tasa de impuestos de la empresa.

L = coeficiente de endeudamiento: deuda con costo explícito / activo neto operacional.

En resumidas cuentas, el EVA permite conocer cuánto de los recursos ganados por una empresa podría producir mayores rentabilidades de lo que cuesta invertir, es decir, cómo hacer que el dinero de los *stakeholders* tenga un mayor rendimiento (Block y Hirt, 2005, p. 62). De esta manera, si el cargo de capital es mayor que la utilidad operativa después de impuestos se obtendrá un EVA negativo, mientras que si el cargo de capital es menor que la utilidad operativa después de impuestos se alcanzará un EVA positivo.

Además se calculó la razón EVA/ANO, la cual permite conocer el porcentaje de utilidad o pérdida residual cuando se compara el rendimiento de los activos netos operacionales y el costo de capital medio ponderado (Rivera y Ruíz, 2011, p. 118). También se calculó la razón UODI/EVA como forma de conocer si el sector depende del costo de capital ponderado o del activo neto operacional; estas dos razones se derivan del cálculo del EVA.

3. MARCO DE REFERENCIA

Existen pocos estudios sectoriales en Colombia en donde se evalúe el EVA, algunos de ellos se enfocan a sectores como químicos, alimentos, confecciones, en los que se concluye que dichos sectores han destruido valor durante el período de tiempo estudiado (Rivera, 2009; Rivera y Alarcón, 2012; Rivera y Ruíz, 2011).

Sin embargo, un estudio efectuado por Radi y Bolívar (2007) concluye que sectores como la extracción de petróleo crudo y gas natural, bebidas, fabricación de productos de cemento y hormigón, carbón y derivados y "otras actividades" durante el período 2000-2005 han sido los que mayor valor económico ha generado, mientras

que los sectores que más han destruido valor han sido el sector “otros sistemas de transportes de pasajeros”, industrias metálicas básicas, telefonía y redes, transporte por tuberías y construcción de obras residenciales (Radi y Bolívar, 2007). A continuación se presentan algunos indicadores financieros del estudio de Radi y Bolívar (2007), donde se tomó una muestra de 89 empresas del sector de televisión y radio. En los resultados se considera que este sector se encuentra en una posición intermedia con respecto a la generación de valor, es decir, que no crea ni destruye valor económico de manera considerable.

De la Tabla 1, vale la pena resaltar que el sector generó valor económico durante el período 2001-2005, con excepción del año 2000; reduce su endeudamiento y rotación de cuentas por pagar de manera continua durante el período; disminuye la rotación de cuentas por cobrar e inventarios durante los primeros cuatro años; mientras que la liquidez aumenta año tras año.

El estudio del desempeño financiero de siete sectores altamente innovadores de Rivera y

Ruíz (2009) concluye que estas empresas han destruido valor debido a que su costo de capital es muy alto en comparación con el rendimiento del capital (Rivera y Ruíz, 2009).

La *Revista Dinero* publica anualmente un listado con las mejores empresas de Colombia por sector; hasta el año 2009 se presentaba los resultados del EVA por grandes sectores económicos, sin embargo a partir de dicha fecha ha optado por el uso del EBITDA⁶ como medida de desempeño financiero de las empresas colombianas.

En la Gráfica 2 se muestran las ventas, activos, utilidad neta, utilidad neta/patrimonio, el EBITDA y EBITDA/ventas en el período 2006-2011. Se puede apreciar cómo en el sector de televisión y radio ha habido un incremento de sus ventas y activos hasta el año 2008, y a partir de 2010 empieza a descender levemente. Mientras que la utilidad neta y el EBITDA mostraron un crecimiento, con una disminución en 2008, que originó una pérdida neta.

La razón de EBITDA/ventas presenta altibajos: disminuye en el período 2007-2009 pasando

Tabla 1. Estadísticas del sector televisión y radio.

ÍTEM	2000	2001	2002	2003	2004	2005	MEDIA	DESVIACIÓN ESTÁNDAR	VARIANZA
Liquidez (veces)	0,72	0,88	0,99	1,32	1,34	1,81	1,18	0,39	0,16
Índice de endeudamiento	49%	47%	41%	38%	32%	29%	0,39	0,08	0,01
Rotación cuentas por cobrar (No. días)	91	92	75	72	69	72	78,55	10,2	104,09
Rotación de inventarios (No. días)	51	51	47	68	60	74	58,44	10,76	115,76
Rotación cuentas por pagar (No. días)	67	62	59	50	27	20	47,41	19,63	385,45
ROE (%)	1%	-3%	1%	1%	0%	4%	0,01	0,02	0,0
EVA (\$)	(16.880.964)	7.766.211	13.364.998	8.119.276	2.852.864	13.881.740			

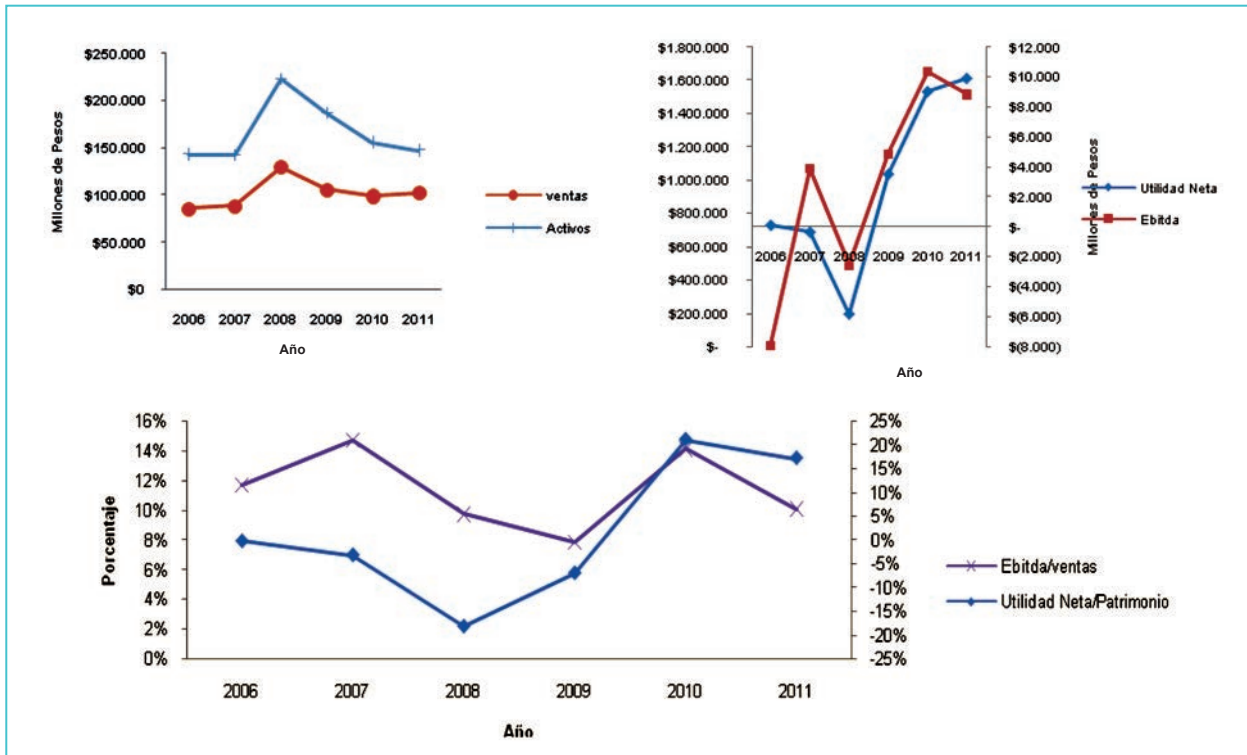
Fuente: Tomado de Radi y Bolívar (2007, pp. 46, 49, 53, 57, 61, 65 y 82).

⁶ Sigla en inglés que significa utilidad antes de interés, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

de 12% a 7,9%, luego sube a 14,3% en 2010 y baja a 10,1% en 2011. El índice utilidad neta/patrimonio crece negativamente entre 2006 y

2008; a partir de 2009 comienza una tendencia contraria, hasta presentar índices positivos a partir de 2010.

Gráfica 2. Ventas, activos, EBITDA, utilidad neta, EBITDA/ventas y utilidad neta/patrimonio.



Fuente: Datos tomados de la Revista Dinero (Ranking 5 mil empresas, 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012).

Son de resaltar los resultados de desempeño de Caracol TV, que ocupa el puesto 28 de las empresas que mejoraron su EVA en el año 2001, con un delta EVA/capital de 2,2% y EVA/capital de -8,93%; en 2008 se sitúa en el puesto 8 en el ranking de las empresas con mayor EVA, con un delta Eva/capital de -21,38% y un EVA/capital de 21,12%. ("El valor

de las empresas", 2002; "Se mantiene constante la destrucción de valor", 2009).

De acuerdo con Damodaran (2012), el sector de televisión y radio de Estados Unidos ha destruido valor en el período 2006-2009 y solo a partir de 2010 empieza a generar valor económico.

Tabla 2. EVA del sector de televisión y radio en Estados Unidos 2006-2011.

AÑO	NÚMERO DE EMPRESAS	EVA USA (MILLONES DE US)
2006	146	\$ (7.071,08)
2007	173	\$(49.540,17)
2008	151	\$(45.001,36)
2009	139	\$ 43.293,54
2010	140	\$ 50.365,52
2011	85	\$ 40.978,14

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Damodaran (2012).

4. SECTOR TELEVISIÓN Y RADIO

La televisión y la radio han sido algunos de los inventos de mayor evolución en los últimos cien años, con millones de televidentes y radioescuchas ávidos por ver y oír contenidos de su interés para su entretenimiento e información a nivel mundial. Colombia no es la excepción, en los últimos veinte años la televisión se ha convertido en un aliado social para nuestra población, la gente disfruta viendo telenovelas, noticieros y deportes como parte de su rutina diaria. Mientras que la radio, que empezó a emitir la señal en 1929 con la estación HJN (“Conozca la historia de la radio en Colombia”, s.f.), se ha consolidado rápidamente por su amplio cubrimiento, variedad de programas y facilidad de acceso por todos los colombianos que aun se ocupan de otras actividades.

En Colombia las instituciones encargadas de regir este sector son la Comisión de Regulación de Comunicaciones (CRC), el Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones y la Autoridad Nacional de Televisión (ANTV), que en 1999 consiguen que la televisión y la radio en Colombia sean privatizadas.

A partir de 1995 el gobierno colombiano autoriza al subsector de televisión a crear canales privados, comunitarios, sin ánimo de lucro y locales, dando inicio a operaciones dos canales privados y más de 44 canales de diferente índole (“Historia de la Televisión”, s.f.)

Otro avance del subsector de televisión ha sido la implementación del sistema estándar europeo DVB-T (Digital Video Broadcasting-Terrestrial) de televisión digital terrestre (TDT), el cual es aprobado por la Comisión Nacional de Televisión en 2008 e inicia su transmisión oficial en enero de 2010; con este avance la televisión colombiana se estandariza a nivel internacional (“Radio y televisión pública”, 2010).

En 2011, 89,8% de los colombianos tenía un televisor a color en sus hogares, en donde 52,4% se encuentran en las cabeceras y el restante 24,3% se encuentran en el resto del país (DANE, 2012); esto ha significado una gran oportunidad para las empresas para dar a conocer sus productos por este medio, aumentando en el año 2011 las inversiones en publicidad en 11% con respecto al año 2010, que fue de \$50.016 millones (“Publicidad y Medios, comunicación millonaria”, 2011).

Por su parte, en el subsector de radio, que tiene más de 120 años de haberse establecido, se han presentado diversos obstáculos a través del tiempo, como el enfrentamiento con el subsector de prensa en 1934, que termina con un Decreto que prohibía a la radio leer noticias de la prensa hasta después de doce horas de haber sido publicadas, o la prohibición del gobierno de relatar noticias relacionadas con política para evitar enfrentamientos violentos en 1936 (“La historia de la radio”, s.f.) Ya en 1945 aparecen las tres cadenas radiales que aún siguen siendo las más importantes del país, RCN, Caracol y Todelar (“La historia de la radio”, s.f.) La radio creció rápidamente luego de que el gobierno impulsara este subsector con inversión estatal para la colocación de antenas transmisoras y compra de equipos para la producción de programas radiales de interés general.

En 2010 se encuentra que 41,9% y 61,6% de la población de 5 a 11 años y mayores de 12 años, respectivamente, escucha radio todos los días (DANE, 2012). Esto indica que este subsector tiene mucho potencial de crecimiento ya que se estima que se facturan ventas por más de 300 millones de dólares al año -2011- y la audiencia de este subsector está cercano a 13,7 millones de personas -año 2011- (“El retorno del Grupo Santo Domingo a la radio”, 2012).

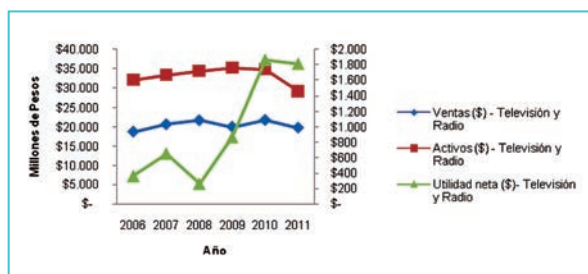
5. RESULTADOS DEL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR DE TELEVISIÓN Y RADIO COLOMBIANO, AÑO 2006-2011

El estudio se realiza con la población de empresas del sector de televisión y radio (CIU 16423 y O9213) que figuran en la base de datos de BPR Benchmark durante el período 2006 - 2011, que corresponde a 104 empresas.

5.1 EVALUACIÓN DEL CRECIMIENTO

Las ventas de este sector presentan altibajos, comenzando con un aumento entre 2006 y 2008 y una caída en 2009 a \$20.017 millones, volviendo a aumentar en el año 2010, pero disminuyendo nuevamente en 2011 a \$19.768 millones; de todas formas en el período se presenta un crecimiento de 5,5%. Los activos presentan un aumento continuo hasta el año 2010, pasando de \$32.080 millones en 2006 a \$35.269 millones en 2009, pero se reduce en el año 2010 (\$34.888 millones) y 2011 (\$29.206 millones), lo que muestra un decrecimiento en el sexenio de 9%. De otro lado, la utilidad neta ha aumentado en 399% durante todo el período, pasando del año 2006 (\$364 millones) a 2011 (\$1.817 millones), con cierta disminución en 2008 (\$262 millones). En términos generales, se nota un crecimiento de las ventas, activos y utilidades netas hasta el año 2010, pero esta tendencia se pierde para el año 2011, especialmente en ventas y activos (Gráfica 3).

Gráfica 3. Ventas, activos y utilidad neta del sector de televisión y radio.

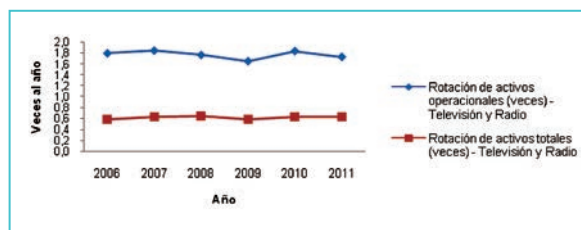


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Benchmark BPR.

5.2 EVALUACIÓN DE LA EFICIENCIA

La rotación de activos operacionales es ampliamente mayor que la rotación de activos totales, los primeros han oscilado entre 1,7 (2009, 2011), 1,8 (2006, 2008) y 1,9 (2007); esta pequeña variación muestra un patrón de comportamiento estable; lo mismo sucede con los segundos, que se mantienen en 0,61 en promedio durante todo el período. La tendencia de la rotación de activos operacionales puede explicarse debido a que las ventas han crecido en proporciones similares a los activos, entre los que podrían estar los avances tecnológicos en digitalización de las señales, las fusiones e inversiones en producciones en conjunto con productoras internacionales (Gráfica 4).

Gráfica 4. Rotación de activos operacionales y rotación de activos totales del sector de televisión y radio.

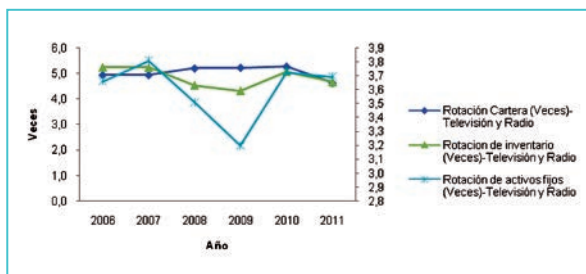


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Benchmark BPR.

Un análisis más detallado de la gestión de los activos operacionales muestra que la rotación de cartera ha permanecido constante en los años 2006 y 2007 (5,0 veces al año), en los años 2008 y 2009 aumenta ligeramente (5,2 veces), y sigue esta tendencia en 2010 (5,3 veces), para luego decaer en 2010 (4,6 veces), aunque estas variaciones son mínimas, lo presentado en 2010 puede obedecer posiblemente a la entrada de proyectos a largo plazo, como pautas de televisión de temporadas amplias, o de proyectos televisivos que por sus altos costos se facturan con amplios plazos. Mientras que la rotación de inventarios

disminuyó entre 2006 y 2009, pasando de 5,3 veces en 2006 a 4,3 veces en 2009, esto puede explicarse, en el caso de la televisión, por el hecho de que se ha realizado una compra masiva de programas extranjeros, que supera en gran proporción la producción de programas propios; en los dos años siguientes sube y baja la eficiencia de uso de este recurso (5,1 en 2010 y 4,7 en 2011). Finalmente, la rotación de los activos fijos después de presentar en 2007 su mejor resultado (3,8), se reduce en los siguientes dos años hasta llegar a 3,2 en 2009, para volver a subir a 3,7 en los dos últimos años (Gráfica 5).

Gráfica 5. Rotación de cartera, inventario y de activos fijos del sector de televisión y radio.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Benchmark BPR.

5.3 EVALUACIÓN DE LA EFICACIA

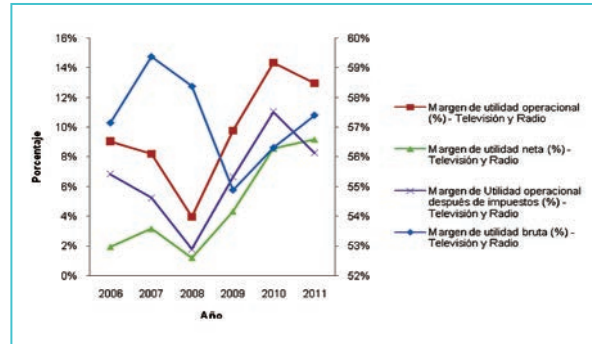
El margen de utilidad bruta promedio para el sector de televisión y radio es de 57,3%, con costos de ventas de 42,8%; el margen de utilidad operacional promedio es de 9,7%, con los gastos administrativos y de ventas de 47,5%, debido a la necesidad de contar con personal especializado; mientras que 4,7% es el margen de utilidad neta promedio, que está cinco puntos porcentuales por debajo del margen operacional.

El margen bruto oscila entre 54,89 y 59,38%, sin mostrar tendencia; el margen operacional se reduce hasta el año 2008 (3,99%) y luego se recupera hasta llegar a 14,36% en 2010, pero decae un poco en 2011 (12,99%); y el margen neto oscila entre 1,94 y 1,21% en los tres primeros años, pero luego aumenta en los siguientes tres años hasta llegar a 9,19% en 2011, casi quintuplicando el margen de 2006 (Gráfica 6).

“El margen de utilidad bruta promedio para el sector de televisión y radio es de 57,3%, con costos de ventas de 42,8%; el margen de utilidad operacional promedio es de 9,7%, con los gastos administrativos y de ventas de 47,5%, debido a la necesidad de contar con personal especializado; mientras que 4,7% es el margen de utilidad neta promedio, que está cinco puntos porcentuales por debajo del margen operacional.”

“El apalancamiento financiero muestra una tendencia de crecimiento a lo largo del período 2006-2011, con una reducción en 2008-2009; en el inicio y al final del período se observa este índice en los extremos más bajo (130,9%) y alto (142,6%), respectivamente. El promedio del apalancamiento financiero es de 136%.”

Gráfica 6. Margen de utilidad bruta, operacional, operacional después de impuestos y neta del sector de televisión.



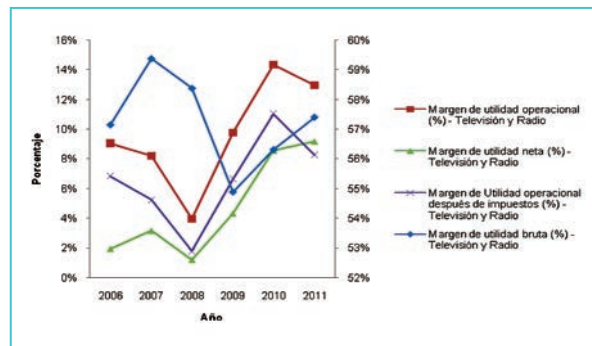
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Benchmark BPR.

El margen de utilidad operacional después de impuestos sigue un comportamiento similar, estando tres o cuatro puntos porcentuales por debajo del margen de utilidad operacional, teniendo como promedio durante el período de 6,7% y una fuerte caída en 2008 de 1,79%.

5.4 EVALUACIÓN DE LA EFECTIVIDAD

El rendimiento promedio del activo en el período es de 4,1%, con un pico bajo en el año 2008 (1,15%) y un pico alto en 2010 (6,86%). Por otra parte, el rendimiento promedio del patrimonio es de 4%, encontrándose en 2008 con el índice más bajo (1,03%), y llegando a una cima en 2011 con 8,09% (Gráfica 7).

Gráfica 7. Rendimiento del activo total y patrimonio del sector de televisión y radio.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Benchmark BPR.

Solo en el período de 2010 a 2011 el ROE se mantuvo por encima del ROA. Esto se puede explicar al evaluar los componentes de cada uno de ellos.

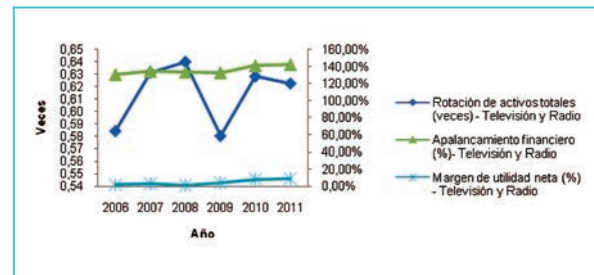
En la Tabla 3 se observa que el factor que más influye en la variación del rendimiento del activo es el margen de utilidad operacional, puesto que la rotación de activos ha estado constante a lo largo del sexenio; con una eficiencia en el uso de los recursos económicos casi constante, este sector logra su mayor o menor efectividad en cada uno de los años, dependiendo en gran medida de la eficacia en el control de costos de producción y gastos de administración y ventas.

Al evaluar a fondo el rendimiento del patrimonio, se puede observar que la rotación de activos, al igual que en el ROA, es factor neutro, y algo similar al ROA sucede con el margen de utilidad neta que, también, desempeña un papel importante en la evaluación de la efectividad de este sector en cada uno de los años; pero para la explicación del ROE hay un nuevo factor que ha servido de palanca financiera positiva al aumentar la rentabilidad de los propietarios en porcentajes que van de 30,9% hasta 43,2% (Tabla 4).

El apalancamiento financiero muestra una tendencia de crecimiento a lo largo del período 2006-

2011, con una reducción en 2008-2009; en el inicio y al final del período se observa este índice en los extremos más bajo (130,9%) y alto (142,6%), respectivamente. El promedio del apalancamiento financiero es de 136%. En la Gráfica 8 se detalla el comportamiento en el período de los tres factores que influyen sobre el ROE.

Gráfica 8. Rotación de activos totales, apalancamiento financiero y margen de utilidad neta del sector de televisión y radio.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Benchmark BPR.

5.7. EVALUACIÓN DEL VALOR ECONÓMICO AGREGADO DEL SECTOR TELEVISIÓN-RADIO, AÑOS 2006-2011

En la Gráfica 9 se puede observar un EVA positivo durante el año 2010 (\$146 M) del sector de televisión y radio, en el resto de los cinco años se

Tabla 3. Composición del ROA en el sistema Dupont ampliado.

ROA	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Margen de utilidad operacional después de impuestos (%)	6,9%	5,2%	1,8%	6,7%	11,1%	8,3%
Rotación de activos totales (veces al año)	0,58	0,63	0,64	0,57	0,62	0,62
Rendimiento del activo total (ROA) – (%)	4,0%	3,3%	1,2%	3,9%	7,0%	5,2%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BPR Benchmark.

Tabla 4. Composición del ROE en el sistema Dupont ampliado.

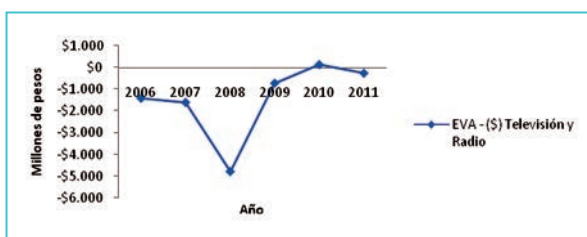
ROE	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Margen de utilidad neta (%)	1,9%	3,2%	1,2%	4,3%	8,6%	9,2%
Rotación de activos totales (veces)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Apalancamiento financiero (%)	130,9%	134,7%	133,6%	133,2%	141,2%	142,6%
Rendimiento del patrimonio (ROE) (%)	1,5%	2,7%	1,0%	3,3%	7,5%	8,1%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BPR Benchmark.

presenta una destrucción de valor; se identifican tres tendencias: el EVA aumenta la destrucción de valor, pasando de (-\$1.398M) en 2006 a (-\$4.779 M) en 2008; en los siguientes dos años crece de (-\$710 M) en 2009 a (\$146 M) en 2010, y en el último año vuelve a disminuir (-\$ 245 M).

El valor de mercado agregado del sexenio a valor de inicio del año 2006 era -\$7.352 M; lo que muestra que este fue un período destructor de valor. El año crítico es 2008, pero vale la pena destacar el repunte a partir de ese año, lo que da esperanzas de lograr valor económico en la siguiente década.

Gráfica 9. EVA de los subsectores de televisión, radio, prensa y revistas.



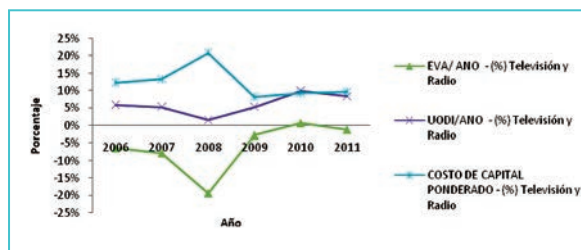
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Benchmark BPR.

Al volver sobre la fórmula del EVA y evaluar sus componentes se observa que el rendimiento del activo neto operacional es inferior al costo de capital en el período 2006-2009 y en 2011, donde el sector destruye valor, pero sucede lo contrario en 2010, donde se genera valor económico.

Con respecto al rendimiento del activo neto operacional, este muestra un comportamiento similar al ROA, es decir, decrece en los primeros años pasando de 5,9% en 2006 a 1,6% en

2008, pero de ahí sube hasta llegar a su valor más alto en 2010 (10%), para bajar nuevamente a 8,4% en 2011 (Gráfica 10).

Gráfica 10. Razón EVA con el activo neto operacional, utilidad operacional después de impuestos sobre el activo neto operacional y el costo de capital.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Benchmark BPR.

Al descomponer sus factores, de acuerdo con el sistema Dupont, se encuentra que el margen de utilidad operacional después de impuestos es el que determina su comportamiento, dado que las variaciones de la rotación de activos neto operacional son poco significativas, con lo cual se puede inferir que en el caso particular del desempeño de las empresas del sector de televisión y radio en el período 2006-2011 depende más de la eficacia en el control de costos y gastos, que de la eficiencia de la utilización de los recursos (Tabla 5).

Al evaluar el comportamiento del costo de capital se nota que sigue una tendencia creciente en los primeros años hasta llegar a su pico más alto en el año 2008 (20,9%), cuando estalla la crisis financiera internacional, y después se reduce a 8,1% en 2009 y vuelve a subir un poco en 2010, hasta llegar a 9,6 en 2011. En 2008 se llegó a tener el costo de capital propio más alto del período, lo que seguramente influyó para el

Tabla 5. Composición del rendimiento del activo neto operacional.

RENDIMIENTO ACTIVO NETO	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Margen de utilidad operacional después de impuestos (%)	6,9%	5,2%	1,8%	6,7%	11,1%	8,3%
Rotación del activo neto operacional (veces)	0,9	1,0	0,9	0,8	0,9	1,0
Rendimiento del activo neto operacional (%)	5,9%	5,3%	1,6%	5,3%	10,0%	8,4%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BPR Benchmark.

aumento del coeficiente del endeudamiento para el año 2009 (Tabla 6).

Los costos de capital propio y de la deuda aumentan desde el comienzo del período hasta el año 2008, pero en 2009 caen de manera importante, haciendo reducir el costo de capital a su nivel más bajo en el sexenio. En 2010 el costo de la deuda sigue reduciéndose, lo que seguramente estimula un mayor endeudamiento y una estabilización del costo de capital que solo sube 1,2% con relación al año 2009, cuando el costo de capital propio se incrementaba en tres puntos porcentuales este último año. En 2011 el costo de la deuda vuelve a subir, el

endeudamiento baja, mientras que el costo de capital propio baja, lo que hace que el costo de capital se mantenga casi igual al del año 2010 (Tabla 6 y Gráfica 10).

Cuando se examina el EVA que genera cada peso del activo neto operacional, se observa que sigue un comportamiento inversamente proporcional al costo de capital, y con la misma tendencia del UODI/ANO, lo que denota su dependencia de estos dos índices. La razón EVA/ANO decrece en el período 2006-2008, pasando de -6,4% a -19,3%, luego crece y pasa a ser positivo en el año 2010, con 0,6% y de ahí vuelve a bajar en 2011 al llegar a situarse en -1,2%. Ver el gráfico 10.

Tabla 6. Costo de financiación propia, costo de la deuda y apalancamiento total.

AÑO	COSTO DEL CAPITAL PROPIO (KE)	COSTO DE LA DEUDA (KI)	COEFICIENTE DE ENDEUDAMIENTO (L)
2006	13,49%	10,2%	18,8%
2007	13,49%	13,9%	7,7%
2008	22,59%	16,0%	14,4%
2009	8,97%	7,6%	21,9%
2010	11,11%	6,6%	25,6%
2011	10,40%	9,0%	17,4%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Damodaran y de la Superintendencia Financiera de Colombia. (<http://www.superfinanciera.gov.co/>, 2012; Damodaran Online, 2012).

6. COMPARACIÓN DEL EVA DEL SECTOR DE TELEVISIÓN Y RADIO EN COLOMBIA CON EL DE ESTADOS UNIDOS

Si se comparara el sector de televisión y radio de Colombia con el de Estados Unidos se puede observar que en ambos países ha destruido valor en el período 2006-2008, aunque en

Colombia continúa destruyendo valor hasta el año 2009 y nuevamente en 2011, mientras que en Estados Unidos empieza a generar valor a partir de 2009 (Tabla 7).

Tabla 7. Comparación del EVA del sector de televisión y radio, 2006-2011.

AÑO	NÚMERO DE EMPRESAS	EVA COLOMBIA (MILLONES DE PESOS COLOMBIANOS)	NÚMERO DE EMPRESAS	EVA EE. UU. (MILLONES DÓLARES)
2006	104	\$(1,398)	146	\$(7.071,08)
2007	104	\$(1,592)	173	\$(49.540,17)
2008	104	\$(4,779)	151	\$(45.001,36)
2009	104	\$(710)	139	\$ 43.293,54
2010	104	\$146	140	\$ 50.365,52
2011	104	\$(245)	85	\$ 40.978,14

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Damodaran (Damodaran, 2012) y Benchamrk BPR.

“El sector de televisión y radio en Colombia creció en el período 2006-2011, como se pudo comprobar con los activos, ventas y utilidad neta... Se observa una eficiencia constante en el uso de los activos a lo largo del período analizado; mientras que la eficacia se deteriora en los primeros años, pero a partir de 2009 se nota mejora.”

CONCLUSIONES

El sector de televisión y radio en Colombia creció en el período 2006-2011, como se pudo comprobar con los activos, ventas y utilidad neta.

En el caso del subsector de televisión, y de acuerdo con lo dispuesto por el gobierno nacional con el cambio de señal análoga a digital, se han llevado a cabo inversiones en compra de equipos de alta definición (*encoders* y *decoders*) y en la infraestructura para la transmisión de televisión digital (Informe de Gestión 2011, Caracol T.V., 2011; Informe de sostenibilidad RCN, 2010). Además de esto se han realizado acuerdos con empresas extranjeras del sector como Telemundo y Univisión para la compra y venta de material y de derechos de producción de telenovelas y programas de concurso, *reality shows* (“Medios”, 2006).

Por otra parte, el subsector de radio ha tenido grandes inversiones; a partir del año 2006 tanto la cadena Caracol del grupo Prisa como RCN Radio han estado buscando emisoras y rentando frecuencias para aumentar su oferta (“Medios”, 2006; “Las guerras por las audiencias”, 2012), lo que ha hecho aumentar las ventas en el período 2006-2008 y utilidades netas a partir del año 2009.

Se observa una eficiencia constante en el uso de los activos a lo largo del período analizado; mientras que la eficacia se deteriora en los primeros años, pero a partir de 2009 se nota mejora.

La efectividad como resultado de la combinación de la eficiencia y la eficacia se encuentra determinada por esta última; por eso el indicador ROA sigue la misma tendencia del margen de utilidad operacional, mientras que el ROE se correlaciona positivamente con el margen de utilidad neta.

Sin embargo, al tenerse un margen de utilidad positivo ha posibilitado que este sector se encuentre beneficiado de un apalancamiento

financiero positivo, especialmente en los dos últimos años, donde ha aumentado su deuda.

Por otra parte, se encontró que el sector de televisión y radio genera valor económico solo en el año 2010. Sin embargo, en los años 2006, 2007, 2008, 2009 y 2011 este sector destruye valor en cinco de los seis años evaluados; no obstante, los resultados de los últimos años son esperanzadores porque el EVA negativo ha sido menor, incluso en el año 2010 el EVA fue positivo. Esto se debió a que el rendimiento del activo neto operacional fue bastante inferior al costo de capital en los primeros tres años, reduciéndose este diferencial en los siguientes tres años. El rendimiento del activo neto operacional se encuentra altamente influenciado por el margen de utilidad operacional que determina su tendencia, mientras que el costo de capital pesa el aumento de los costos de capital propio y de deuda en los tres primeros años, pero se nota que el sector tiende a ajustarse a una mejor estructura de capital cuando aumenta

la deuda en los años en que se incrementa K_e y disminuye K_i , como se puede comprobar en 2009 y 2010.

Al comparar el EVA del sector colombiano con su homólogo de Estados Unidos, se nota que las empresas estadounidenses destruyen valor en el período 2006-2009, y solo a partir de 2010 comienza a generar valor; algo similar sucede con las empresas colombianas, con la única diferencia de que en estas últimas se presenta una nueva destrucción de valor en 2011.

El presente trabajo de investigación ha sido elaborado con información contable de la base de datos Benchmark BPR, la cual tiene información auditada de las empresas de Colombia, que en el contexto latinoamericano es una fuente de información pública por destacar. No obstante, no disponer de información amplia de valores de mercado y estudios relacionados con el desempeño financiero de este sector limita el análisis y comparación de resultados.

BIBLIOGRAFÍA

Biblioteca Luis Ángel Arango (2012). Historia de la televisión en Colombia (s.f.) www.banrepcultural.org. Recuperado el 21 de septiembre de 2012, de: http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/exhibiciones/historia_tv/1953.htm

_____ (2013). La historia de la radio (s.f.) www.banrep.org. Recuperado el 22 de 01 de 2013, de: <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/ayudadetareas/periodismo/radio.htm>

Block, S. B.; Hirt, G. A. (2005). *Administración Financiera*. Ed. 11, España: McGraw-Hill.

BPR Benchmark (2011). www.BPR.com.co. Recuperado el 31 de 08 de 2012, de: <http://www.bpr.com.co/>

Caracol T.V. (2011). Informe de gestión 2011 (marzo 11, 2011). www.caracoltv.com. Recuperado el 18 de septiembre de 2012, de: <http://www.caracoltv.com/informacion-bolsa-de-valores>

Damodaran, A. (2012). *Damodaran Online*. Recuperado el 06 de enero de 2013, de: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

DANE (julio 5, 2012). Indicadores Básicos de Tecnologías de Información y Comunicación - TIC para Colombia. Año 2011: *Tenencia y uso de TIC en Hogares y por Personas de 5 y más años de edad*. Recuperado el 12 de septiembre de 2012, de: www.dane.gov.co.

El retorno del Grupo Santo Domingo a la radio agita un negocio que mueve US\$300 millones

- al año en el país (2012, septiembre 13). *www.dinero.com*. Recuperado el 20 de octubre de 2012, de: <http://www.dinero.com/edicion-impresa/negocios/articulo/guerra-radial/>
- El valor de las empresas (2002, junio 14). *Revista Dinero*, pp. 68-78, ed. 159.
- Las guerras por las audiencias (2012, diciembre 17). *Semana*, pp. 66-67, ed. 1598.
- Medios (2006, junio 9). *Revista Dinero*, pp. 164-165, ed. 253.
- Miller, M. & Modigliani, F. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, pp. 433-443.
- Ortiz, H. (2002). *Análisis financiero aplicado: con análisis de valor agregado*. Bogotá D.C.: Universidad Externado de Colombia.
- Publicidad y Medios, comunicación millonaria (2011, mayo 27). *Revista Dinero*, pp. 122-124, ed. 374.
- Radí, Z.; Bolívar, Á. (2007). Creación de valor de empresas colombianas durante el período 2000-2005. *Pensamiento y gestión*, pp. 28-84; Universidad del Norte, Barranquilla, Colombia.
- Radio Cadena Nacional - RCN (2010). Informe de sostenibilidad RCN (2010). *www.canalrcnmsn.com*. Recuperado el 18 de 09 de 2012, de: <http://www.canalrcnmsn.com/sostenibilidad/>
- Radio Televisión Nacional de Colombia - RTVC (2010). *tdt.rtv.gov.co*. Recuperado el 22 de septiembre de 2012, de: http://tdt.rtv.gov.co/index.php?option=com_content&view=article&id=19&Itemid=4.
- _____ (2011). Conozca la historia de la radio en Colombia (11 de agosto 2011). Recuperado el 22 de enero de 2013, de: <http://www.rtv.gov.co/index.php/inicio/8-radio-nacional-de-colombia/521-conozca-la-historia-de-la-radio-en-colombia.html>
- Ranking 5 mil empresas (2007, mayo 25). *Revista Dinero*, pp. 268-269, ed. 278.
- Ranking 5 mil empresas (2008, junio 6). *Revista Dinero*, pp. 270, ed. 303.
- Ranking 5 mil empresas (2009, mayo 29). *Revista Dinero*, pp. 250-252, ed. 326.
- Ranking 5 mil empresas (2010, mayo 28). *Revista Dinero*, pp. 278, ed. 350.
- Ranking 5 mil empresas (2011, mayo 27). *Revista Dinero*, pp. 235-236, ed. 374.
- Ranking 5 mil empresas (2012, mayo 25). *Revista Dinero*, pp. 228-230, ed. 398.
- Rivera, J. A. (2009). Desempeño financiero del sector químico en Colombia. *Memorias del Evento: I Encuentro Regional de Investigación en Estudios Sociales desde las Ciencias Económicas, Administrativas y Contables*. Bogotá.
- Rivera, J. A. (2010). *Introducción a la Administración financiera: fundamentos para crear valor*. Artes Gráficas de Valle.
- Rivera, J. A.; Ruíz, D. (2009). El desempeño financiero de las empresas innovadoras en Colombia. Cali: *Memorias del encuentro de investigadores en prospectiva, innovación y gestión del conocimiento*.
- Rivera, J. A. (2011). *Gestión basada en el Valor*. Programa editorial de la Universidad del Valle.
- Rivera, J. A.; Alarcón, D. S. (2012). El cargo de Capital en la evaluación del desempeño financiero de empresas innovadoras de confecciones de Cali. *Estudios gerenciales*, Vol. 38, No. 123, pp. 85-100.

Rivera, J. A.; Ruíz, D. (2011). Análisis del desempeño financiero de empresas innovadoras del sector alimentos y bebidas en Colombia. *Pensamiento y gestión*, pp. 109-136.

Se mantiene constante la destrucción de valor (2009, mayo 29). *Revista Dinero*, pp. 52-55, ed. 326.

Stern, Stewart co. (s.f.) *Economic Value Added*. Recuperado el 25 de abril de 2013, de: <http://www.supersociedades.gov.co/ss/drvisapi.dll?Mlval=ppal&dir=104&nitso=805014390&tipo=1>

Superintendencia de Sociedades. Consulta de sociedades (s.f.) <http://www.supersociedades.gov.co>. Recuperado el 25 de abril de 2013,

de; <http://www.supersociedades.gov.co/ss/drvisapi.dll?Mlval=ppal&dir=104&nitso=805014390&tipo=1>

Superintendencia Financiera. Tasas de interés histórico (2012, junio 12). <http://www.superfinanciera.gov.co/>. Recuperado el 24 de 01 de 2013 de <http://www.superfinanciera.gov.co/>.

Van Horne, J. C.; Wachowicz Jr., J. M. (2002). *Fundamentos de Administración Financiera*. España: Ed. 11, Prentice Hall.

Yahoo finance (2012, diciembre 30). *finance.yahoo.com*. Recuperado el 30 de 12 de 2012, de: <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5E^TNX&a=11&b=31&c=2006&d=00&e=3&f=2013&g=w&z=66&y=0>

