



UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

Diseño de nuevo indicador financiero para medir el flujo de efectivo de manera alternativa al EBITDA en los establecimientos bancarios de Colombia.

Lorena Restrepo Aristizábal

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Administración

Maestría en Administración

Manizales, 2017

Diseño de nuevo indicador financiero para medir el flujo de efectivo de manera alternativa al EBITDA en los establecimientos bancarios de Colombia.

Lorena Restrepo Aristizábal

Tesis presentada como requisito parcial para optar al título de:

Magister en Administración

Director:

Doctor Gabriel Eduardo Escobar Arias

Codirector (a):

Magister José Hernán Parra Sánchez

Línea de Investigación:

Financiera

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Administración

Maestría en Administración

Manizales, 2017

## **Dedicatoria**

Dedico esta tesis a Dios, por permitirme alcanzar este logro,

A mi madre por el apoyo que siempre me brindó,

A mi padre por convertirse en mi motivación,

A mi novio por acompañarme en esta etapa y compartir mis proyectos,

A mis hermanos por confiar en mí y creer en mis sueños

Y a mis profesores por su tiempo, sus enseñanzas y dedicación.

## **Agradecimientos**

Agradezco a mi Director, el Profesor Gabriel Eduardo Escobar por su colaboración en mi proceso de formación, por compartir sus conocimientos y estar siempre dispuesto a orientarme. A mi Codirector, el Profesor Hernán Parra Sánchez, por su apoyo en mi crecimiento profesional.

## Resumen

En el presente trabajo se propone un indicador financiero que permite medir el flujo de efectivo de manera alternativa al EBITDA para los Establecimientos Bancarios de Colombia. En el escrito se exponen posturas teóricas alrededor del EBITDA, destacando la masificación de su uso y las críticas que ha recibido en el tiempo. Seguidamente, en el escrito se conceptualizan generalidades sobre los indicadores financieros, flujos de efectivo y capital de trabajo. En el desarrollo de la investigación se calculó el indicador propuesto (en adelante denominado como EBITDA ajustado) junto con el EBITDA y el Flujo de efectivo neto de operaciones durante el periodo 2010-2016 para el sector financiero Colombiano, la muestra estuvo conformada por 17 establecimientos bancarios. El documento cita los resultados del análisis realizado a los tres indicadores, (EBITDA, Flujo de Efectivo Neto de Operaciones-FENO- y EBITDA Ajustado), donde se establece que el EBITDA ajustado no es una métrica que represente el Flujo Neto de operaciones, puesto que cada uno logra objetivos determinados, adicional a esto, no se observa concordancia ni relación en el comportamiento de los tres indicadores. Finalmente se concluye que el EBITDA ajustado es la medida que guarda mayor proximidad con la situación económica real de las entidades financieras.

Palabras Clave: EBITDA, Flujo de efectivo neto de operaciones, Capital de trabajo, depreciación, amortización, utilidad operativa, indicador financiero, entidad financiera.

Design of a new financial indicator to measure cash flow in an alternative way to EBITDA in banking establishments in Colombia.

**Abstract**

This paper proposes a financial indicator that allows to measure the cash flow in an alternative way to the EBITDA for the banking establishments of Colombia. In the writing there are theoretical positions around the EBITDA, highlighting the overcrowding of its use and the criticisms it has received in time. Next, in the writing, generalities are conceptualized on the financial indicators, cash flows and working capital. In the development of the research the proposed indicator (hereinafter referred to as Adjusted EBITDA) was calculated together with the EBITDA and the operating cash flow during the period 2010-2016 for the Colombian financial sector, the sample It was formed by 17 banking establishments. The document cites the results of the analysis made to the three indicators, (EBITDA, operating cash flow and Adjusted EBITDA), where it is established that the Adjusted EBITDA is not a metric that represents the operating cash flow, since each one achieves specific objectives, in addition to this, It is not concordance or relationship in the behavior of the three indicators. Finally, it is concluded that adjusted EBITDA is the measure that is more close to the real economic situation of financial institutions.

**Keywords:** EBITDA, Net cash flow from operations, Working capital, depreciation, amortization, operating profit, financial indicator, financial institution.

## Tabla de Contenido

1.	Introducción.....	1
2.	Planteamiento del problema .....	2
3.	Justificación.....	5
4.	Antecedentes.....	8
5.	Objetivos.....	16
5.1	Objetivo general .....	16
5.2	Objetivos específicos.....	16
6.	Referente teórico.....	17
6.1	Indicadores financieros .....	17
6.2	EBITDA .....	24
6.2.1	Masificación del uso del EBITDA. ....	30
6.3	Flujo de efectivo .....	37
6.4	EBITDA y Flujo de caja operativo .....	54
7.	Capital de trabajo.....	56
8.	Diseño Metodológico.....	60
9.	Población o universo:.....	64
10.	Resultados .....	67
11.	Conclusiones .....	101
12.	Recomendaciones .....	104

13. Bibliografía y Webgrafías..... 105



## Lista de figuras

Figura 1. Evolución de los indicadores financieros .....	19
Figura 2. Uso inadecuado de los indicadores financieros .....	23
Figura 3. Capital de trabajo .....	58
Figura 4. Factores que determinan el nivel de Capital de trabajo .....	59
Figura 5. Superintendencia Financiera de Colombia .....	64
Figura 6. Trayectoria promedio de los tres indicadores, Sector Financiero Colombiano .....	72
Figura 7. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Bogotá .....	77
Figura 8. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco Popular .....	78
Figura 9. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco Corbanca.....	79
Figura 10. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Bancolombia.....	81
Figura 11. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco Citibank.....	82
Figura 12. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco GNB Sudameris.....	83
Figura 13. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco BBVA.....	85

Figura 14. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Occidente.....	86
Figura 15. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco Caja Social.....	87
Figura 16. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Davivienda .....	89
Figura 17. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Colpatria.....	90
Figura 18. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Banagrario.....	91
Figura 19. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Procredit .....	93
Figura 20. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Bogotá.....	94
Figura 21. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco WWB.....	96
Figura 22. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco Falabella .....	97
Figura 23. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Finandina.....	99

**Lista de tablas**

Tabla 1. Principales indicadores financieros y de gestión	21
Tabla 2. Calculo del EBITDA	27
Tabla 3. Relación de cuentas	63
Tabla 4. Establecimientos Bancarios	65
Tabla 5. Comparación Establecimientos Bancarios	67
Tabla 6. Coeficiente de correlación	73

## Lista de símbolos y abreviaturas

### Abreviaturas

<u>Abreviatura</u>	<u>Término</u>
--------------------	----------------

EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones)
--------	--

FENO	Flujo de efectivo neto de operaciones
------	---------------------------------------

FCL	Flujo de caja libre
-----	---------------------

## 1. Introducción

El presente documento tiene como objetivo proponer un indicador financiero que permita medir el flujo de efectivo de manera alternativa al EBITDA para los Establecimientos Bancarios de Colombia. Para esto, el escrito inicia contextualizando al lector sobre la importancia de los indicadores financieros en las organizaciones, enfocándose en el EBITDA, una medida que se ha masificado desde los años 80 y que hace referencia al beneficio bruto de una compañía a partir de su operación, incluso empleada actualmente para la valoración de empresas. Seguidamente en el escrito se refieren teóricamente los flujos de efectivo y el capital de trabajo, herramientas claves en el desarrollo de la investigación. Teniendo en cuenta que el EBITDA es señalado frecuentemente por no considerar en su cálculo las variaciones en el capital de trabajo, el nuevo indicador (en adelante denominado como “EBITDA ajustado”) si lo tiene en cuenta, buscando que se ajuste mejor a la realidad y logré una aproximación más acertada del flujo real de efectivo de un año a otro, con la intención de aportar a los empresarios mayores instrumentos en la toma de decisiones gerenciales. Para realizar las comparaciones necesarias entre el Flujo de efectivo, EBITDA y EBITDA ajustado, se calcularon y graficaron las tres medidas para los establecimientos financieros del país. Se analizaron por conveniencia los resultados en 17 establecimientos Bancarios, los cuales conformaron la muestra o universo, dado que reportaron continuamente sus estados financieros durante los años 2010 – 2016.

## 2. Planteamiento del problema

Debido a los grandes y apresurados cambios en el entorno empresarial, los gerentes enfrentan la necesidad de poseer conocimientos de alto nivel que les permitan tomar decisiones rápidas y oportunas, ello requiere la aplicación de herramientas útiles para gestionar eficientemente sus empresas y alcanzar los objetivos establecidos (Rosillón, 2009).

El análisis financiero es un instrumento aplicado en todo tipo de empresas, dado que constituye una medida de eficiencia operativa, además de facilitar la toma de decisiones gerenciales con base en la situación financiera actual o la predicción de un acontecimiento futuro. Por esta razón se reconoce como una herramienta clave para el direccionamiento de toda organización.

La utilización de las razones financieras, también conocidas como ratios o indicadores, representan la base tradicional del análisis e interpretación de los estados financieros. Es tan amplia la gama de indicadores que se desprenden del ejercicio financiero, que precisamente uno de los retos al que se enfrentan los analistas es identificar cuáles pueden dar mejores indicios en un contexto específico (Arias, 2014).

La utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA), es un indicador de uso recurrente en el reporte de noticias económicas que relacionan resultados empresariales, lo observamos en periódicos, revistas de economía, portales y demás medios de comunicación interesados en el tema.

Los analistas financieros utilizan el EBITDA para una serie de propósitos, incluyendo el cálculo de valoraciones sencillas de una empresa, la estimación de los flujos de efectivo y la evaluación de la capacidad de servicio de la deuda. Los usos del EBITDA en el análisis financiero son numerosos, pero en la práctica deberían ser más restringidos. Si bien el EBITDA tiene algunas aplicaciones útiles, debe utilizarse con precaución, ya que los problemas con el EBITDA son abundantes y pueden conducir a una serie de conclusiones equivocadas (Brockman, C., & Russel, J., 2012).

El EBITDA entró en uso generalizado en los años 80, con el boom de las compras apalancadas, masificándose como una medida de valoración para las empresas. Sin embargo a través del tiempo se le ha dado un uso errado sobre todo en lo que concierne a la aproximación del flujo de efectivo en las compañías, entre otras cosas, porque no considera los cambios en el capital de trabajo o de inversiones en activo fijo (inversiones que tienen el objetivo de mantener o incrementar la capacidad de generación de flujos de efectivo futuros del negocio), además, sobrestima los flujos de caja en períodos de crecimiento del capital de trabajo, factores determinantes en la operación de una organización.

A causa de esto, se formula la siguiente pregunta de investigación ¿Cuál indicador financiero permite medir de manera alternativa al EBITDA el flujo de efectivo en los establecimientos Bancarios de Colombia?; En base al cuestionamiento anterior, el presente trabajo propone al sector financiero un nuevo indicador que contemple las variaciones en el capital de trabajo para obtener un EBITDA ajustado, arrojando así un indicador financiero alternativo, que se acerque

de una manera más transparente y directa a la obtención del flujo de efectivo de la empresa, complementando de alguna manera el uso que se le ha dado al EBITDA.



### 3. Justificación

El EBITDA es un indicador empleado frecuentemente por las organizaciones empresariales en la publicación de resultados financieros consolidados. Actualmente, es recurrente el uso de este término contable entre presidentes de compañías, accionistas, analistas y otras partes interesadas.

Como ejemplo de caso, podemos citar algunas empresas Colombianas de diferentes sectores como: Cementos Argos, Almacenes Éxito, Grupo Sura, Postobón, Ecopetrol, Grupo Nutresa, Grupo EPM, entre otras, que incluyen en el reporte de resultados financieros, el EBITDA como un indicador relevante del negocio (Información tomada de los resultados financieros reportados y publicados por dichas empresas en los portales web para los años 2015 y 2016).

Los usos del EBITDA han crecido desde su creación, y junto con él, su aplicación errónea. A pesar de ser recurrente su utilización, las limitaciones que presenta son abundantes, puede conducir a una serie de conclusiones equivocadas o sesgadas, debido a que se puede interpretar como una medida confusa de liquidez y no refleja el flujo de caja del negocio.

Adicional a estas apreciaciones, Grant, J., & Parker, L. (2002) señalan que: “no hay estandarización para los cálculos del EBITDA. Por lo tanto, las compañías que informan el EBITDA pueden optar por incluir cargos y exenciones por un tiempo, o no”(p.206).

Adicional a esto, muchos analistas utilizan el EBITDA como una aproximación de los flujos de efectivo, y algunos incluso lo llaman Free Cash Flow, autores como Percival (2000), Bastidas (2007) ponen de manifiesto y recalcan las falsas expectativas que pueden generar las cifras del EBITDA cuando se asocian de manera directa al flujo de efectivo (Brockman, C., & Russel, J., 2012).

Para agregar, Brouwer y Gup (2010) describen que, el EBITDA refleja la situación de una empresa libre de deuda que no es el caso de muchas empresas, no considera a las empresas con diferentes inversiones en capital y la depreciación, deja de lado la inversión en capital de trabajo, ignora el pago de impuestos, lo cual no puede ser evitado y afecta el resultado final de la empresa.

Atendiendo a las críticas que recibe el EBITDA, la elaboración del presente estudio tiene como objetivo proponer un indicador ajustado, que permita una mayor aproximación a la capacidad real que tiene una compañía de generar resultados en su núcleo de negocio, complementando el EBITDA y el Flujo de Efectivo Neto de Operaciones.

La relevancia del trabajo está en añadir valor al EBITDA, buscando corregir el mal uso que se ha dado hasta ahora. El desarrollo del un nuevo indicador financiero ajustado pretende aportar información más aproximada a el resultado operativo real de una compañía, lo cual se traduce en una nueva herramienta de análisis financiero para la valoración de empresas y toma de decisiones gerenciales.

A través de la formulación del “EBITDA Ajustado”, la Maestría en Administración estaría cumpliendo su misión de generar conocimiento aplicado, útil tanto para estudiosos del área financiera como para las empresas y sus stakeholders. Conocimiento replicable para organizaciones de diversos sectores y ubicación geográfica.

## 4. Antecedentes

Antecedentes				
Año	Autor	Título	Resumen	Referencia
2001	Alfred M. King	El EBITDA puede ser peligroso para tu carrera	El artículo proporciona detalles de las diversas deficiencias del EBITDA que hacen imposible que los profesionales tomen decisiones en base a los resultados de este indicador. En el escrito expone como los intereses y los impuestos, representan una prioridad que debe pagarse y sin embargo el EBITDA los excluye, adicional menciona como el EBITDA agrega de nuevo en el gasto de la depreciación y la amortización y cuestiona cuántas compañías pueden seguir adelante sin hacer nuevos gastos de capital o lo que pasaría si la empresa realizará nuevas inversiones en intangibles como patentes o adquiriera nuevos negocios, pues el EBITDA no maneja esto, es decir la valuación a través de la aplicación del múltiplo EBITDA pasa por alto los cambios en la dirección de los resultados operativos	King, A. M. (2001). Warning: use of EBITDA may be dangerous to your career. <i>Strategic Finance</i> , 83(3), 35-37.

2005	Bruno Meirelles Salotti - Marina Mitiyo Yamamoto	Un estudio empírico sobre el EBITDA como representación del flujo de caja operacional – estudio en empresas Brasileñas	Este estudio evaluó la idoneidad de asumir el EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) como una métrica que puede representar el Flujo de Caja Operacional, para esto, se empieza por relacionar conceptualmente si el EBITDA puede ser una aproximación razonable del FCO. Seguidamente, de la base de datos de la FIPECAFI (Fundación Instituto de Investigaciones Contables, Atuariais y Financieras), son verificadas las empresas del mercado brasileño que espontáneamente publicaron la DFC en 2000 y 2001. Posteriormente el EBITDA es calculado y, entonces, comparado con el FCO divulgado para su validación empírica demostrando su real eficiencia, principalmente por medio de la prueba de Wilcoxon. Finalmente, el documento concluye que el EBITDA no puede ser considerado como una aproximación del valor del FCO. En la investigación efectuada, de las 70 empresas de la muestra, sólo 14 presentaron diferencias entre más o 10% menos entre el EBITDA y el FCO.	Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Um estudo empírico sobre o Ebitda como representação do fluxo de caixa operacional: estudo em empresas brasileiras. In <i>Anais do Congresso USP Controladoria e Contabilidade. São Paulo.</i>
------	--	--	---	--

2007	Fábio Frezatti - Andson Braga de Aguiar	EBITDA: Posibles impactos sobre la gestión de las empresas	Este artículo analiza el potencial y las limitaciones a largo plazo del uso del EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization), buscando identificar los impactos que este indicador pueda generar en la planificación y en el control de las organizaciones. Para el estudio, fue escogida la telefonía celular de Brasil, en el análisis, hecho desde el punto de vista del control gerencial, fueron consideradas las demostraciones financieras de tres empresas líderes en el mercado brasileño, hallando que el indicador, además de no atender las finalidades a que se destina, en términos de reflejar la generación de caja operacional, no proporciona indicaciones adecuadas para que los gestores puedan posicionarse en la gestión de las empresas.	Frezatti, Fábio; Braga de Aguiar, Andson; (2007). Ebitda: Possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. <i>Revista Universo Contábil</i> , Septiembre-Diciembre, 7-24.
2007	Ernesto Fernando Rodrigues Vicente Sílvio Hiroshi Nakao Guilherme Júlio da Silva Elisete Dahmer Pfitscher	Una investigación comparativa entre el DFC y el EBITDA	El texto aborda los puntos fuertes y débiles, como también las críticas a las medidas de desempeño financiero utilizado por la empresas EBITDA (Earning Before Interesse, Tax, Depreciation and Amortization) y el Demostrativo del Flujo de Caja (DFC). En la investigación se buscó obtener referencial teórico como base para las comparaciones entre las medidas, así mismo fue creada una situación simulada, con dos escenarios probables, que permiten visualizar de forma real, las situaciones de comparación. Finalmente	Vicente, E. F. R., Nakao, S. H., da Silva, G. J., & Pfitscher, E. D. (2007). Uma investigação comparativa entre o DFC e o EBITDA. In <i>Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC</i> .

			<p>se concluye que ambos indicadores son útiles para la medición financiera y los dos miden el flujo de caja, pero cada indicador debe ser usado para alcanzar objetivos determinados, el EBITDA para identificar el cajero libre generado por las operaciones en el periodo de cualificación; el DFC para identificar como el saldo de caja fue alterado, de un ejercicio para otro.</p>	
2010	Paul Engle	Por qué tener cuidado con el EBITDA?	<p>En este escrito el autor aborda la importancia del Ebitda, se resalta que este indicador permite efectuar comparaciones de rentabilidad entre varias compañías, ya que elimina los efectos de las decisiones financieras y contables. Aún así, menciona que los inversores tienen que no sólo confiar en EBITDA para evaluar el valor de una compañía sino también considerar otras medidas como crecimiento de mercado, competencia, la calidad de administración y el personal. Además, los inversores deben entender cómo una compañía consiguió determinado nivel de EBIDTA especialmente si las mejoras dramáticas tuvieron lugar en corto tiempo, pues a menudo las compañías cambian los elementos en su cálculo EBITDA.</p>	<p>Engle, P. (2010). Why care about EBITDA?. Industrial Engineer: IE, 42(4), 22.</p>

2011	JADER VELÁSQUEZ CASTAÑO	Esquema de decisión de inversión a partir del análisis del EBITDA. estudio de caso para el sector de consumo discrecional del standard and poor's 500 en el periodo 19922011	El objetivo de este trabajo es desarrollar un esquema de inversión a partir del análisis del EBITDA, que permita tomar decisiones de inversión sobre las empresas que cotizan en el sector de consumo no básico del Standard and Poor's 500. Para este fin se resolvieron modelos estadísticos que demuestran una correlación alta y positiva entre el EBITDA y el precio de mercado, incluso, la correlación es superior a otras variables financieras. Usando las conclusiones del modelo se elabora el esquema de inversión con tres criterios: rentabilidad, riesgo y oportunidad de mercado. A partir del esquema se seleccionaron 11 compañías con las mejores oportunidades de inversión.	Velásquez Castaño, J. (2011). Esquema de decisión de inversión a partir del análisis del EBITDA. Estudio de caso para el sector de consumo discrecional del Standard and Poor's 500 en el periodo 1992-2011 (Bachelor's thesis, Universidad de Medellín).
2012	Christopher M. Brockman - Judson W. Russell	Ebitda: Úsalo o piérdelo?	Las utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA), es una medida de uso frecuente de la rentabilidad de una empresa. Los analistas financieros utilizan el EBITDA para una serie de propósitos, incluyendo el cálculo de valoraciones sencillas de las compañías, la estimación de flujos de efectivo y la evaluación de la capacidad de servicio de la deuda. Los usos del EBITDA en el análisis financiero son numerosos, pero en la práctica deben ser más restringidos. Si bien el EBITDA tiene algunas aplicaciones útiles, debe utilizarse con	Brockman, C., & Russel, J. (2012). EBITDA: Use it... or lose it. <i>International Journal of Business Accounting and Finance</i> , 6(2), 84-92



			cautela, ya que los problemas con el EBITDA son abundantes y pueden conducir a una serie de conclusiones equivocadas.	
2014	Jaime Alberto Arias Jiménez	Diseño de nuevo indicador financiero para medir el flujo de efectivo de manera alternativa al Ebitda en las empresas del sector servicios en la ciudad de Manizales	El texto propone un indicador alternativo al EBITDA para aproximar de otra manera el concepto de Flujo de Caja en la empresa. Este indicador propuesto fue calculado junto con el EBITDA y el Flujo de Efectivo Neto de Operación para las 37 empresas del sector servicios de la ciudad de Manizales que reportaron sus estados financieros a la Superintendencia de Sociedades durante los años 2008 al 2012. Finalmente se presentan los resultados obtenidos del análisis de los tres indicadores mencionados (EBITDA, Flujo de Efectivo Neto de Operación-FENO- y del propuesto EBITDA ajustado), identificando mayor importancia en la comparación del indicador propuesto (Flujo De Efectivo Ajustado) frente al EBITDA, no tanto frente a los Flujos de Efectivo Neto de Operación. Esto se explica justamente en la misma fórmula planteada para el cálculo del nuevo indicador, ya que involucra directamente al EBITDA, el cual se ajusta por encima o por debajo de acuerdo a la	Arias, J. (2014). Diseño de nuevo indicador financiero para medir el flujo de efectivo de manera alternativa al EBITDA en las empresas del sector servicios en la ciudad de Manizales

			variación sucedida en el capital de trabajo, sin considerar el FENO .	
2016	Enoque Barbosa dos Santos- Uilcleides Braga Silva - José María Días Filho - Mariana Almeida	Estructura de Capitales: Grado de Endeudamiento y Ebitda - Evidencias del Mercado Brasileño.	<p>El objetivo principal de este estudio fue verificar si hay correlación entre grado de endeudamiento y EBITDA. Fue inspirado en la construcción teórica formulada por Modigliani y Miller (1958) y rebatida posteriormente por Durand (1959). En el caso, se tomó como referencia el pensamiento de este último autor, para quien el endeudamiento es factor determinante del valor de la empresa. La investigación longitudinal utilizó muestra de la BM &amp; FBOVESPA para el período 2000 a 2011, valiéndose de la base de datos ECONOMÁTICA. La metodología se sirvió de la técnica titulada datos en panel combinado con ecuaciones de estimación generalizada (GEE). La hipótesis de la investigación fue refutada, o sea, no se constató relación significativa entre grado de endeudamiento y EBTIDA. El trabajo hace una contribución importante en la literatura , en la medida en que investiga esa relación bajo una nueva perspectiva teórica. En el campo práctico, tiende a proporcionar subsidios para accionistas y potenciales inversores interesados en la seguridad y retorno de sus inversiones.</p>	<p>Dos Santos, E. B., Braga Silva, U., Días Filho, J. M., &amp; Almeida Ribeiro, M. (2016). Estrutura de Capitais: Grau de Endividamento e Ebitda - Evidências do Mercado Brasileiro. Revista De Informação Contábil, 9(4), 61-73.</p>

Desde su aparición como término contable, el acrónimo EBITDA ha sido abordado por diversos autores, algunos lo citan para reconocer sus ventajas, otros autores toman una posición crítica e incluso se atreven a proponer ajustes que aproximen este indicador a la realidad empresarial. En la tabla 1, se enuncian antecedentes que prescinden el trabajo en desarrollo y que servirán como base para la elaboración del mismo.

## 5. Objetivos

### 5.1 Objetivo general

Diseñar un indicador financiero que permita medir el flujo de efectivo de manera alternativa al EBITDA para los Establecimientos Bancarios de Colombia.

### 5.2 Objetivos específicos

Obtener el EBITDA y el Flujo de Efectivo Neto de Operaciones (FENO) para los establecimientos bancarios de Colombia en el periodo 2010-2016.

Realizar un análisis comparativo entre los resultados obtenidos para el EBITDA calculado y el Flujo de Efectivo Neto de Operaciones (FENO) registrado para los establecimientos bancarios de Colombia en el periodo 2010-2016.

Diseñar y proponer un indicador alternativo al EBITDA para medir el flujo de caja en los establecimientos bancarios de Colombia, el cual se comparará con los indicadores tradicionales (EBITDA y FENO).

## 6. Referente teórico

El diseño de un nuevo indicador financiero, busca ofrecer a los agentes interesados en la situación económica de la organización, un instrumento que permita interpretar la información que proporcionan los estados financieros, para esto, se hace indispensable abordar conceptualmente la evolución de los indicadores financieros y su importancia, seguidamente el documento cita el EBITDA desde la postura de diversos autores, resaltando su uso recurrente en el mundo empresarial y las múltiples críticas que ha recibido, así mismo el trabajo refiere teóricamente los flujos de efectivo, variable que será comparada con el nuevo indicador en la fase de resultados. Finalmente, se presenta la definición del capital de trabajo, factor clave en el cálculo del “Ebitda ajustado”.

### 6.1 Indicadores financieros

La importancia del análisis financiero radica en que permite identificar los aspectos económicos y financieros que muestran las condiciones en que opera la empresa con respecto al nivel de liquidez, solvencia, endeudamiento, eficiencia, rendimiento y rentabilidad, facilitando la toma de decisiones gerenciales, económicas y financieras en la actividad empresarial (Nava, 2009).

Rubio (2007), enfoca el análisis financiero como un proceso que consiste en “la aplicación de un conjunto de técnicas e instrumentos analíticos a los estados financieros, para generar una serie de medidas y relaciones que son significativas y útiles para la toma de decisiones”.

La utilización de las razones financieras, también conocidas como ratios o indicadores, representan la base tradicional del análisis e interpretación de los estados financieros, es decir,

son medidas aisladas tomadas de los informes financieros, que parten de la idea de comparación de magnitudes que se combinan en un coeficiente para obtener un resultado cuantitativo que permite inferir acerca de aspectos que caracterizan dicha relación, adicional a esto, las últimas propuestas apuntan al uso de los indicadores como herramienta proyectiva, mediante la inclusión de métodos estadísticos para llevar a cabo predicciones sobre éxito o fracaso empresarial.

Cabe resaltar que la relación de dos cantidades, es decir el resultado de compararlas, puede hallarse mediante la resta (razón aritmética o por diferencia) o dividiendo (razón geométrica o por coeficiente).

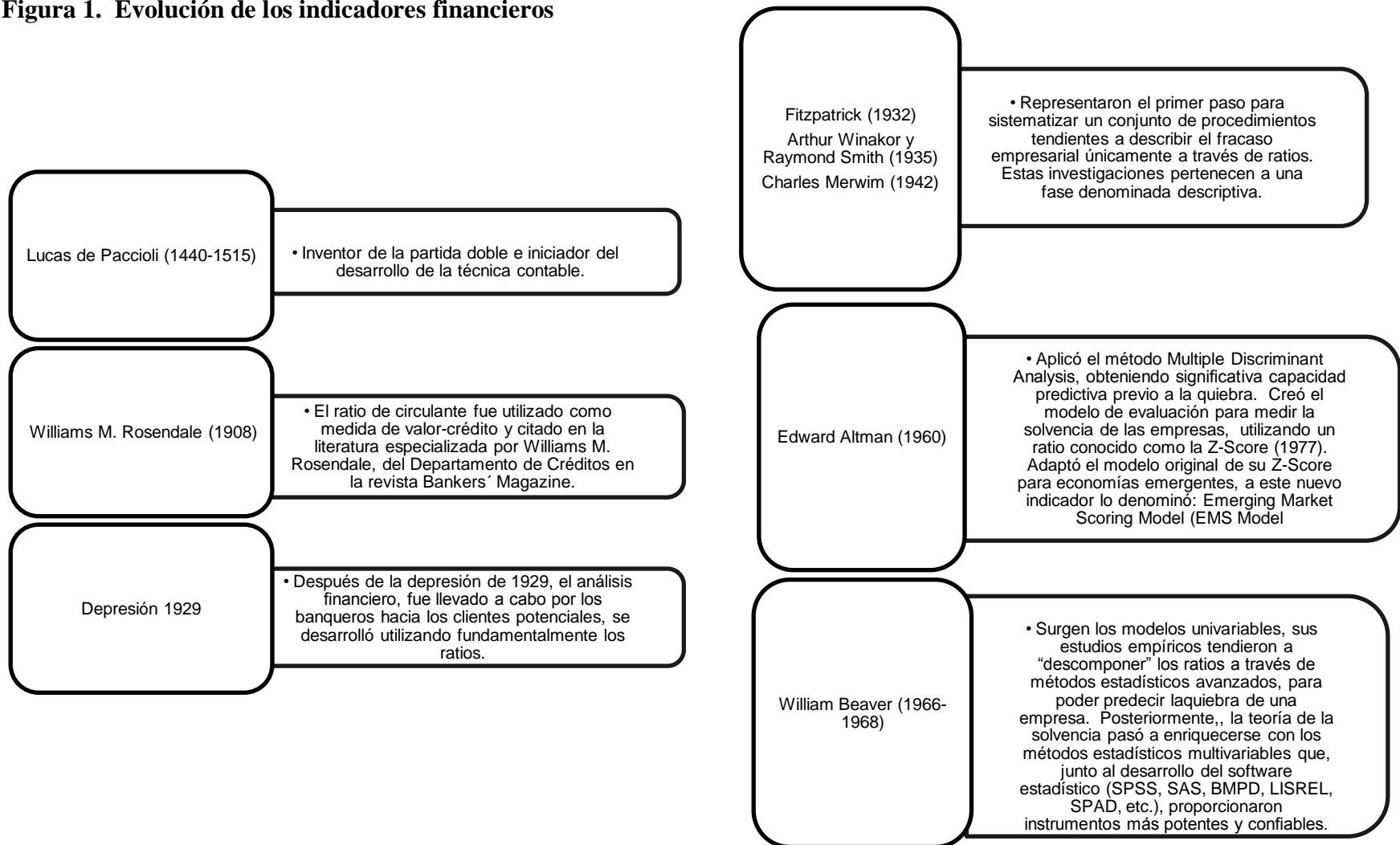
García (2009), define un índice o indicador Financiero como “la relación entre cifras extractadas bien sea de los estados financieros principales o de cualquier otro informe interno o estado financiero complementario o de propósito especial, con el cual el analista o usuario busca formarse una idea acerca del comportamiento de un aspecto, sector o área de decisión específica de la empresa”.

Es importante señalar que ningún ratio o razón en significativo por sí solo, deben ser comparados con un patrón, sean razones de ejercicios anteriores de la misma empresa o ratios establecidos por el contexto competitivo, para determinar si su nivel es satisfactorio o no, y de esta manera facilitar a las partes interesadas la toma de decisiones de inversión, financiamiento, planes de acción, así como la comparación con otros negocios.

En la figura 1, puede observarse la evolución de los indicadores financieros en el tiempo, algunos de ellos han perdido vigencia, otros se han redefinido, se han planteado nuevos; pero,

sobre todo, se ha visto la obligatoria necesidad de reorientar interpretaciones que abarquen una mejor comprensión de la situación financiera de las empresas.

**Figura 1. Evolución de los indicadores financieros**



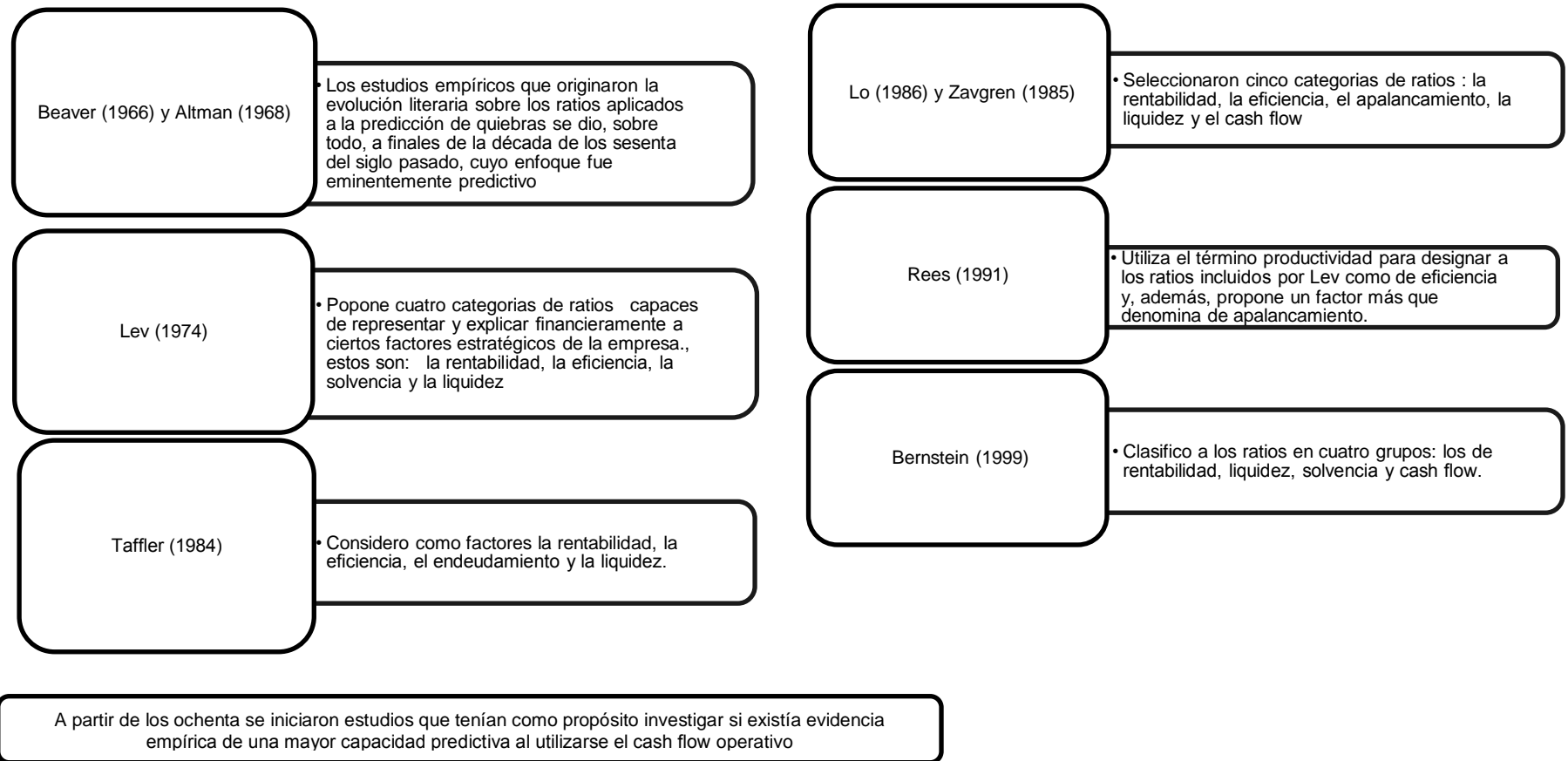


Figura 1. Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de: Ibarra Mares, A. (2006).



El análisis financiero es un tema que constituye una herramienta fundamental para que una organización logre una gestión financiera eficiente, en la tabla 2 , se presenta un resumen de algunos de los indicadores más ampliamente utilizados en todo el ámbito empresarial, construida a partir de la información suministrada por el Instituto Nacional de Contadores Públicos (INCP Colombia, 2017)

*Tabla 1. Principales indicadores financieros y de gestión*

<b>Tipo de Indicador</b>	<b>Indicador</b>	<b>Fórmula</b>
Indicadores de Liquidez	Razón Corriente	Activo Cte/Pasivo Cte
	Prueba Ácida	Activo Cte – Inventarios)/Pasivo Cte
	Capital Neto de Trabajo	Activo Corriente – Pasivo Cte
Indicadores de Eficiencia Productiva	Rotación de inventarios	Costo de Mercancías vendidas /Inventario promedio
	Rotación de Cartera	Ventas a crédito/CxC Promedio
	Rotación de Activos	Ventas Netas/Activo Total
	Inventarios en existencias	Inventario promedio x 365 /Costo de Mercancías vendidas
	Periodos de cobro	Cuentas por cobrar promedio x 365 /Ventas a crédito
	Rotación de proveedores	Compras del periodo/ Proveedores promedio
Indicadores de Eficiencia Operativa	Margen Bruto de Utilidad	(Utilidad Bruta/Ventas Netas) x 100
	Rentabilidad sobre ventas	(Utilidad Neta/Ventas Netas) x100
	Rentabilidad sobre activos	Utilidad Bruta/Activo Total
	Rentabilidad sobre patrimonio	Utilidad Neta /Patrimonio
	Utilidad por acción	Utilidad Neta/ Número de acciones en circulación

Indicadores de Desempeño	Índice de participación en el mercado	$(\text{Ventas}/\text{Ventas del sector}) \times 100$
	Índice de crecimiento en ventas	$(\text{Ventas año cte}/\text{Ventas año anterior}) \times 100$
	Índice de desarrollo de nuevos productos	$\text{Cantidad de productos año corriente} / \text{Cantidad de productos año anterior} - 1$
	Índice de deserción de clientes	$\text{Cantidad de Clientes año corriente} / \text{Cantidad de clientes año anterior} - 1$
Tipo de Indicador	Indicador	Fórmula
Indicadores de Productividad	Índice Dupont	$(\text{Utilidad neta}/\text{Ventas}) * (\text{Ventas}/\text{Activo Total})$
Indicadores de Endeudamiento	Endeudamiento	$\text{Pasivo total con terceros} / \text{Activo Total}$
	Autonomía	$\text{Pasivo total con terceros} / \text{Patrimonio}$
	Índice de desarrollo de nuevos productos	$\text{Pasivo corriente} / \text{Pasivo total con terceros}$
Indicadores de diagnóstico financiero	EVA	$\text{Utilidad antes de impuestos} - (\text{Activos} \times \text{costo de Capital})$
	Margen de contribución	$\text{Contribución marginal} / \text{Ventas}$
	Punto de equilibrio	$\text{Costos Fijos} / \text{Margen de Contribución}$
	Contribución marginal	$\text{Ingresos operacionales} - \text{Costos y gastos variables}$
	EBITDA	$\text{Utilidad Operativa} + \text{Depreciación} + \text{Amortización} + \text{Provisiones}$
	KTNO	$\text{CxC} + \text{Inventarios} - \text{CxP Proveedores}$

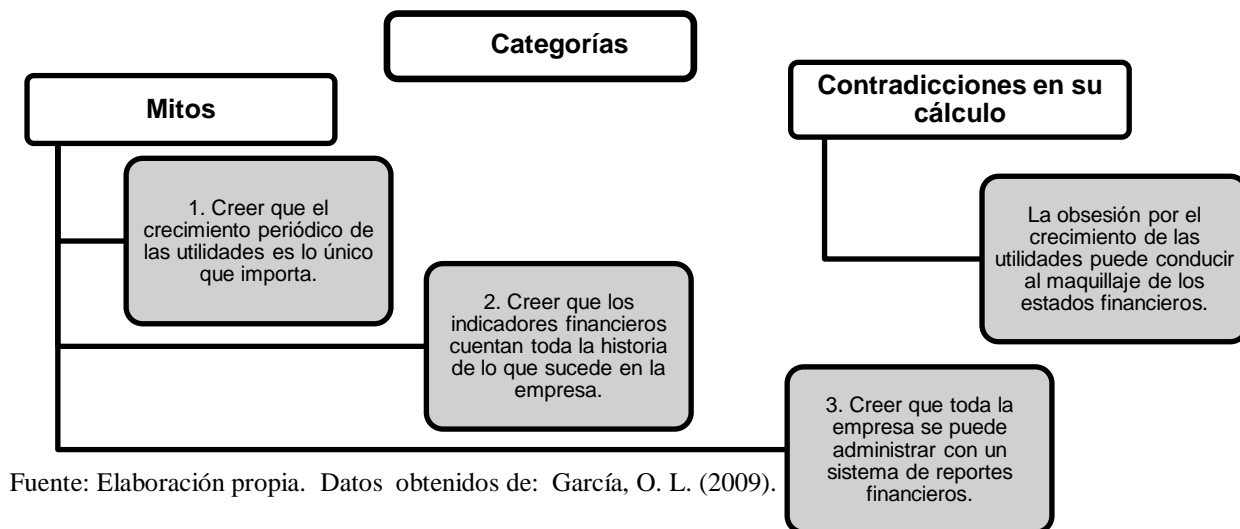
Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de: INCP Colombia, I. N. (14 de Julio de 2017).

El análisis financiero es una herramienta gerencial clave en todo tipo de organizaciones, a pesar de su amplio empleo para la toma de decisiones, los indicadores financieros presentan limitaciones en la evaluación de la empresa, sobre todo cuando se habla de rendimiento.

Actualmente el analista financiero se encuentra ante una desproporcionada cantidad de indicadores cuyos objetivos no son precisamente nada claros. Al utilizar diversos indicadores para clasificar y agrupar, en la práctica las entidades pueden mostrar buenos resultados en algunos índices sin embargo, en otros los resultados pueden ser desfavorable, esta razón imposibilita al analista evaluar de forma global los resultados en determinado período (Carrazana, Fonseca y Téllez, 2011).

Según García (2009), por muchos años se ha observado el desastroso uso que los empresarios y gerentes han dado a los indicadores financieros, principalmente cuando los utilizan como herramienta para evaluar el desempeño de la empresa. A juicio de este autor, las causas de esta realidad se pueden agrupar en dos categorías, las cuales se ilustran en la figura 2.

**Figura 2. Uso inadecuado de los indicadores financieros**



## 6.2 EBITDA

La información que por sí sola ofrecen los estados financieros no es suficiente para la valoración del negocio, los datos obtenidos en los estados financieros requieren de una interpretación, más allá del resultado del ejercicio, cálculos contables que facilite a los empresarios la toma de decisiones.

La importancia del análisis financiero radica en que permite identificar los aspectos económicos y financieros de la empresa con respecto al nivel de liquidez, solvencia, endeudamiento, eficiencia, rendimiento y rentabilidad, facilitando la toma de decisiones gerenciales, económicas y financieras en la actividad empresarial (Rosillón, 2009).

Es tan amplia la gama de indicadores que se desprenden del ejercicio financiero, que precisamente uno de los retos al que se enfrentan los analistas es identificar cuáles pueden dar mejores indicios en un contexto específico.

Indicadores como El ROE (Return of Equity), el ROA (Return of Active), EGO (Efectivo Generado en La Operación), EVA (Economic Value Agregated), EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) son algunos de los tantos que dan la imagen del comportamiento en cifras de la organización (Arias, 2014).

El EBITDA es un indicador financiero representado mediante un acrónimo que significa en inglés Earnings Before Interest , Taxes, Depreciation, and Amortization(beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

El termino EBITDA es utilizado en el ámbito contable, aunque no forma parte del estado de resultados, está muy relacionado a este. La noción de este indicador se generó en los mercados de deuda y entró en uso generalizado a finales de 1980 en medio del boom de la compra apalancada (citada en adelante como LBO por sus inglés en inglés) (Luciano, 2003, p. 29).

El EBITDA se promocionó como una medida útil para determinar la capacidad de una empresa objetivo para atender la deuda contraída durante la compra, basada en sus flujos de efectivo operativos normales. Muchos expertos en EBITDA incluso utilizaron el EBITDA como un Flujo de Caja de Operaciones modificado o incluso una medida de Flujo de Caja Libre (Brockman, C., & Russel, J., 2012).

Dentro de este orden de ideas, El EBITDA hace referencia a las ganancias o utilidad obtenida de la compañía, es decir el beneficio bruto de la explotación calculado antes de la deducibilidad de los gastos financieros, los impuestos y demás gastos contables que no implican salida de dinero en efectivo, como las depreciaciones y las amortizaciones.

El EBITDA, es un indicador financiero de análisis de las empresas, es el múltiplo preferido por los analistas para valorizar empresas (Indacochea, 2017), se basa en el Estado de Resultados y permite medir la efectividad de la administración con base en la generación de caja operativa.

El EBITDA es uno de los indicadores para medir rendimiento de la empresa en un periodo, ya que elimina gastos no operacionales, permitiendo entregar en forma clara el rendimiento

operativo de la empresa. Es así como un EBITDA positivo se considera atractivo en un negocio, mientras que, un EBITDA negativo es suficiente para descartar un proyecto o inversión.

La evolución del EBITDA de una compañía da una visión de la rentabilidad que genera antes de cualquier inversión. Asimismo, es un importante indicador del desempeño de una empresa y sirve como una primera referencia al valorizarla (Indacochea, 2017).

De ahí que, la proliferación del EBITDA como métrica financiera fue alentada por los promotores de LBO y otras partes con intereses creados en la emisión de valores de alto rendimiento (también denominados bonos basura). Durante el auge de la LBO, el uso primario del EBITDA se centró en destacar a los posibles inversores en valores de alto rendimiento, que la capacidad deservicio de la deuda de las empresas altamente apalancadas, se reflejaba más exactamente en un ratio de cobertura EBITDA que en otros índices tradicionales de cobertura de intereses como EBIT/intereses (Luciano, 2003, p. 29).

Como se ha manifestado anteriormente, esta cifra se obtiene a partir del Estado de Resultado (o Estado de Pérdidas y Ganancias) y suele ser útil como medida de los beneficios económicos generados por una compañía a partir de sus actividades operacionales durante un determinado período, ya que prescinde de cuestiones financieras y tributarias, así como de gastos contables que no implican pagos efectivos de dinero (Cornejo& Díaz, 2006).

Al EBITDA también se le conoce como “Utilidad operativa de caja” y es lo que se convierte finalmente en caja para cubrir impuestos, obligaciones financieras, apoyar inversiones y repartir utilidades.

A continuación, en la tabla 2 se ilustra el cálculo del EBITDA, partiendo de la estructura del estado de resultados.

*Tabla 2. Calculo del EBITDA*

Ventas
(-)Costo de ventas
Utilidad Bruta
(-) Gastos Administrativos
(-) Gastos de ventas
Utilidad operacional (ó EBIT)
(+)Amortizaciones
(+) Depreciaciones
EBITDA
(/) Ventas
MARGEN EBITDA(%)

Fuente: Elaboración propia Datos obtenidos de: Cálculo financiero actual del EBITDA

Como lo implica el acrónimo, para calcular el EBITDA, se suma a la utilidad operacional, la depreciación y la amortización. Entiéndase La depreciación como disminución periódica del valor de un activo durante la vida útil de este. Por su parte, la amortización se trata de un gasto pagado por anticipado no monetario, que se utiliza principalmente para disminuir gradualmente

una deuda por medio de pagos periódicos, que pueden ser iguales o diferentes, generalmente estos pagos se difieren a varios años.

Tanto la depreciación como la amortización se clasifican como un gasto para fines contables y fiscales, pero no representa una salida de efectivo real.

El margen EBITDA como un indicador de eficiencia operacional, resulta de dividir esta utilidad entre las ventas del período y puede interpretarse como los centavos que por cada peso de ingreso se convierten en caja.

Bajo el esquema de cálculo del EBITDA presentado en la figura 1, García (2003) sugiere que podría presentarse una dificultad en el cálculo del EBITDA para las empresas manufactureras, teniendo en cuenta que la depreciación no afecta directamente los ingresos del período sino que lo hace indirectamente a través del juego de inventarios. Para el caso de empresas comerciales y de servicios, la separación de la depreciación y la amortización, no implica ningún inconveniente.

Algunos autores describen el EBITDA como un indicador de desempeño que facilita la comparación de resultados organizacionales; para Martínez (2012), el EBITDA tiene la ventaja, por lo tanto, de eliminar el sesgo de la estructura financiera, del entorno fiscal (a través de los impuestos) y de los gastos “ficticios” (amortizaciones). De esta forma, permite obtener una idea clara del rendimiento operativo de las empresas, y comparar de una forma más adecuada lo bien o mal que lo hacen distintas empresas o sectores en el ámbito puramente operativo.



Así mismo, Rondi & Galante (2007) definen el EBITDA como indicador de desempeño, que permite evaluar en forma comparativa el desempeño operativo de distintos entes ya que al no considerar en su determinación a los intereses y al impuesto a las ganancias, se prescinde de la incidencia de las distintas estructuras de financiamiento y situaciones impositivas que puedan presentarse.

De este modo, puede entenderse que el EBITDA permite obtener una idea clara del rendimiento operativo de las empresas, y mediante este indicador es posible comparar la rentabilidad, en sí misma, y en relación con otras empresas.

En consecuencia, podríamos decir que, este indicador revela si un proyecto es rentable, y que en adelante, dependerá de la gestión administrativa que el negocio sea viable. De allí que, a través de los años El EBITDA se haya convertido en un indicador financiero contable recurrente, estimando que presenta información relevante y decisoria, en cuanto a los resultados obtenidos en el área de negocios en que opera la empresa, comparado con la simple observación del estado de resultados.

Por consiguiente, El EBITDA constituye un indicador aproximado de la capacidad de una empresa para generar beneficios económicos considerando únicamente su actividad productiva.

Cabe citar lo enunciado por Luciano (2003), quien resalta que los partidarios del EBITDA afirmaron que daban una mejor visión de las operaciones de una empresa despojando los gastos no operacionales que pueden oscurecer cómo la compañía está realmente realizando en sus operaciones básicas. Los intereses, según ellos, dependían de la elección de los arreglos

financieros por parte de la administración; Los impuestos pueden variar mucho dependiendo de una serie de situaciones complicadas; La depreciación y la amortización son elementos no monetarios y se basan en convenciones contables y en decisiones subjetivas tales como vidas útiles y valores de rescate.

**6.2.1 Masificación del uso del EBITDA.** El EBITDA es un indicador recurrente cuando se reportan noticias económicas que relacionan resultados empresariales. Lo observamos en periódicos, revistas de economía, portales y demás medios de comunicación interesados en el tema.

El día 27 de Abril de 2017, la revista Dinero publicó en su Portal (Especializado en Noticias de Economía, Noticias Financieras, Indicadores Económicos, Comercio y Negocios en Colombia y El Mundo) el ranking empresarial del país (Colombia), que se basa en la facturación anual de las compañías; allí afirma que Almacenes Éxito superó el nivel de ventas de la compañía petrolera Ecopetrol, enunciando que el nivel de ventas consolidado de Almacenes Éxito el año pasado fue por \$51,6 billones y Ecopetrol obtuvo ingresos totales por \$47,7 billones, pero su vez, se resalta que, en las utilidades el resultado es diferente. Almacenes Éxito logró un EBITDA de \$2,9 billones y Ecopetrol de \$4,5 billones (Dinero, 2017).

El hecho noticioso presentado anteriormente, es un ejemplo claro de comunicación y aplicación de este indicador para comparar utilidades empresariales de organizaciones de diversos sectores, y paralelamente ofrecer una comprensión sencilla de las ganancias alcanzadas por un negocio en su operatividad.

De igual forma, El EBITDA es un indicador empleado por las organizaciones empresariales en la publicación de resultados financieros consolidados. Actualmente, es común el uso de este término contable entre presidentes de compañías, accionistas, analistas y otras partes interesadas. Como soporte de lo dicho con anterioridad, el día 8 de Julio de 2017 el presidente de Reficar, Amaury de La Espriella anuncio: “en el mediano plazo, esperamos que Reficar esté produciendo un EBITDA de US\$600 millones” (Dinero, 2017), lo que demuestra la masificación de este indicador.

Otro ejemplo conocido y publicado que refiere el uso de este indicador para señalar resultados relevantes, fue el caso postado por el mismo portal (Dinero.com) el 27 de Marzo del año 2017, donde se resalta con preocupación las perdidas obtenidas por la ETB (Empresa de telefonía de Bogotá) el año inmediatamente anterior y que de acuerdo a las declaraciones del presidente, el EBITDA de la empresa se ubicó en \$425.000 millones pero luego del pago de las correspondientes obligaciones, quedó un saldo negativo de \$216.000 millones lo que representa una disminución de \$37.000 millones con respecto a las pérdidas operativas del año 2015 (Dinero, 2017).

De otro lado el EBITDA también arroja balances positivos para las organizaciones, que se traducen en ganancias para los inversionistas, para ello exponemos un caso contrario a lo ocurrido a la ETB, en el cual es protagonista Sodimac Colombia, propietaria de los almacenes Homecenter y Constructor, quienes señalan que el del EBITDA de la empresa se situó en 9,4%, cifras que, según Pardo (Gerente de la empresa), “reflejan la buena salud financiera de la compañía...” (Dinero, 2016).

Son numerosos los casos de empresas Colombianas que actualmente usan y presentan en sus análisis financieros el EBITDA, como indicador informativo que permite aproximarse al flujo de efectivo real, al resultado del ejercicio operativo obtenido en un periodo determinado. Tal es el caso de empresas Colombianas como: Cementos Argos, Almacenes Éxito, Grupo Sura, Postobón, Ecopetrol, Grupo Nutresa, Grupo EPM, entre otras, quienes incluyen en el reporte de resultados el EBITDA como un indicador relevante del negocio.

Desde el punto de vista del control gerencial, las empresas necesitan indicadores que permitan monitorear la eficacia organizacional, el métrico del EBITDA consiste en ser una aproximación del cuadro operacional generado en el período, calculado con relativa facilidad, lo que agrada tanto a gerentes como analistas externos a la empresa. EPM es una de las organizaciones que en su portal web comparte las cifras financieras de la organización, usando el EBITDA como el principal indicador de resultados.

Los analistas financieros también utilizan el EBITDA como una medida de la salud financiera, para calcular valoraciones sencillas de una empresa basadas en múltiplos de EBITDA como una medida de los flujos de efectivo operativos de una compañía.

Para Hamdan (2014), en la compra/venta de empresas el EBITDA se utiliza como un parámetro al que se vincula el precio de muchas transacciones como un múltiplo de referencia. En la práctica se requiere efectuar ajustes al EBITDA presentado inicialmente por el vendedor respecto a las variaciones que pueden ocurrir al momento de efectuar o cerrar la compra/venta de la empresa, proceso conocido como la normalización del EBITDA (Indacochea, 2017).

**6.2.2 Críticas al EBITDA.** La medida más popular hoy de flujo de efectivo entre prestamistas comerciales y analistas de crédito es el EBITDA. Este concepto debe su popularidad a banqueros comerciales, a su relativa simplicidad así como su exposición y uso dentro de la comunidad de banca de inversión. La medida, a pesar de su popularidad, tiene muchas deficiencias, y los Banqueros deben ser conscientes de sus limitaciones (Eastman, 1996).

Recientemente el EBITDA ha demandado mucha atención, pues si bien, hay ventajas reconocidas para definirlo como una sola medida con la cual se podría comparar el funcionamiento de un negocio, desafortunadamente, a menudo puede ser engañoso.

El EBITDA se ha convertido en un estándar popular para medir el desempeño del negocio. Las empresas públicas lo utilizan en llamadas de ganancias para demostrar el logro. Los reporteros lo utilizan indistintamente con el flujo de caja para describir el poder adquisitivo. Los bancos lo consideran una manera de entender la probabilidad de pago de la deuda. Si el EBITDA se ha convertido en el estándar de oro, ¿cuál es el problema? (Forbes, 2014).

Una importante crítica que recibe el EBITDA, proviene del segundo hombre más rico del mundo, el reconocido inversor y empresario estadounidense Warren Buffett, quién afirmó: “Demasiados inversores se están concentrando en las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA). Eso tiene sentido, dijo Buffett, sólo si usted piensa que los gastos de capital son financiados por el hada de los dientes” (MacDonald, 2003). A esta apreciación se suma Moody’s, (2011), quienes señalan que el principal fallo del EBITDA es que

ignora la acumulación de capital de trabajo, de lejos el componente más importante del flujo de caja de un constructor.

Una empresa podría gastar innumerables cantidades de dinero en gastos de capital y no aparecería en los informes de EBITDA de la empresa. Este factor ha llevado a muchos a cuestionar el uso del EBITDA en su análisis.

Atendiendo a lo expuesto por Warren Beffett, el EBITDA presenta limitaciones cuando se habla del gasto o variación del capital en determinado rango de tiempo, es decir, el cálculo de este indicador excluye este factor, que si bien, resulta importante y determinante para una mejor aproximación al flujo real de la empresa y sus ganancias operativas.

Desde la década de los noventa el EBITDA ha recibido múltiples críticas como indicador de gestión, particularmente porque acepta manipulaciones contables y no refleja la verdadera condición de caja de una compañía (Moody's 2011). Por este motivo y luego de la manipulación excesiva del indicador en la era punto com, la GAAP (U.S. General and Accepted Accounting Principles) invalidó el uso del EBITDA como un indicador de la operación y advirtió, que si no se maneja con cuidado, el EBITDA puede llevar el análisis a conclusiones incorrectas.

Autores como Calabrese, J., & Rafferty, B. A. (2003), manifiestan que, El EBITDA se utiliza como fundamento para basar Tiempos-ganancias, metodologías de valoración de negocios, acuerdos financieros y la determinación de la capacidad de servicio de la deuda, entre otras cosas. Esto puede motivar a las empresas a tratar de representar el EBITDA de la manera más positiva. La tentación de hacerlo es aún mayor cuando una empresa está en problemas.

Adicional a esto, otra desventaja que presenta el uso del EBITDA, radica en que no existe una estandarización para su cálculo, y se aprecian ajustes a conveniencia de este indicador. De hecho, Rondi & Galante, (2007), en su análisis crítico exponen que, los analistas utilizan el EBITDA como un indicador de desempeño y para hacer comparaciones entre distintas empresas. Sin embargo, no existen normas contables que regulen su exposición.

Se argumentó que el EBITDA era una mejor medida de la capacidad del servicio de la deuda que los otros índices tradicionales de cobertura de intereses, como el EBIT / Intereses. Este proceso de pensamiento podría ser suficiente a corto plazo, pero el uso del EBITDA como indicador del flujo de efectivo no toma en cuenta los efectos a largo plazo, como el efectivo necesario para financiar los gastos de capital, capital de trabajo y otros flujos de efectivo necesarios. Estos elementos se contabilizan por debajo del EBITDA en el análisis del flujo de caja libre (Damodaran, 2006).

Calabrese & Rafferty (2003) manifiestan: “En nuestro papel como consultores, vemos con frecuencia situaciones en las que una crisis de efectivo viene como una sorpresa desagradable para la administración y los prestamistas de la empresa debido a malentendidos en torno a la medición del EBITDA”.

El EBITDA es un indicador que con el paso del tiempo gana amigos y detractores, de allí que cause discusión su cálculo y análisis. A este respecto, en el mes de Junio del año 2000 Moody's Investor Services resumió las limitaciones del EBITDA en 10 errores críticos, los cuales se citan a continuación:

1. Ignora los cambios en el capital de trabajo y sobrestima los flujos de caja en períodos de crecimiento del capital de trabajo.
2. Puede ser una medida confusa de liquidez.
3. No considera el monto de reinversión requerida, especialmente en compañías con activos de corta vida útil.
4. No dice nada acerca de la calidad de las utilidades.
5. Utilizada por sí sola es una medida inadecuada para la adquisición de una empresa, utilizando valoración por múltiplos.
6. Ignora la distinción en la calidad de los flujos de caja que resultan de las políticas contables. No todos los ingresos constituyen caja.
7. No es un denominador común si hay normas contables diferentes
8. Ofrece protección limitada si se usa en cláusulas de contratos de deuda
9. Puede desviarse de la realidad.
10. No se ajusta muy bien a algunas industrias, pues no tiene en cuenta los atributos particulares de éstas.

A discreción del autor del presente trabajo, a las limitaciones enumeradas por Moody's Investor Services, se pueden adherir:

1. No considera el endeudamiento de la empresa, por tanto es posible que un gran EBITDA sea consecuencia de un elevado grado de apalancamiento.
2. Al eliminar las amortizaciones productivas no tiene en cuenta las inversiones productivas realizadas ni en el pasado ni en el período actual.



3. Aísala tres elementos que son muy importantes para cualquier compañía: sus políticas contables, su carga de deuda y el nivel de impuestos. Los impuestos, en especial las reformas tributarias pueden hacer que una compañía pase del verde al rojo, las deudas también pueden llevar a una firma a enfrentar problemas y las políticas contables pueden distorsionar el resultado final.

### **6.3 Flujo de efectivo**

El marco teórico referente a los flujos de efectivo que se expone a continuación, fue tomado de La investigación realizada por el profesor Gabriel E. Escobar titulada “Crecimiento económico y flujos de efectivo en el año 2016”, entendiendo que la conceptualización realizada en dicho estudio alrededor de los flujos de efectivo se ajusta a los objetivos del presente trabajo.

Es de real importancia la preparación de ciertos estados financieros para la evaluación y funcionamiento de las organizaciones y el estado de flujo de efectivo es uno de ellos, el cual le provee información al analista financiero para conocer los orígenes y aplicaciones de los recursos financieros dentro de la organización, el cual también se utiliza para pronosticar los fondos futuros del mediano y el largo plazo, a diferencia de la preparación del presupuesto de caja que permite establecer el pronóstico de los recursos a corto plazo Gitman (1978). Las finanzas aparte de ser un resultado del corto plazo, también son del largo plazo y la planeación financiera es una herramienta fundamental para este proceso, ya que como lo señala el autor García (1999), las empresas para el cumplimiento del objetivo básico financiero, el cual es un concepto de largo plazo, estas deben permanecer y crecer. Es por esto que el estado de flujo de

efectivo es herramienta fundamental para la toma de decisiones del largo plazo al interior de las organizaciones.

El estado de flujo de efectivo es una de las piezas más importantes que se pueden obtener a partir de los estados financieros (estado de balance general y estado de resultados) ya que este proporciona información sobre las entradas y salidas de efectivo reales que se dan en la organización durante un periodo de tiempo determinado, este estado se deriva a partir de la ecuación contable fundamental el cual determina que el valor de los activos es igual al valor de los pasivos más el valor del capital contable, por lo tanto, el flujo de efectivo derivado de los activos de la empresa debe ser igual a la suma del flujo de efectivo de los acreedores más el flujo de efectivo de los accionistas. El flujo de efectivo también se puede mostrar a partir de la actividad principal (flujo de efectivo de las operaciones), a partir de las actividades de financiación con terceros y accionistas (flujo de efectivo de la financiación) y a partir de las inversiones que se dedican a otras actividades alternas (flujo de efectivo de las inversiones), Ross et al. (1997).

Para Weston y Copeland (1995), La comisión de principios de contabilidad financiera formuló la necesidad de construir un estado financiero que mejorara la información arrojada por los estados financieros básicos como son el balance general y el estado de resultados, este estado se denominó estado de flujos de efectivo, el cual fue de obligatoria presentación para las empresas a partir del año 1987. Los flujos de efectivo se presentan en tres categorías que son el flujo de efectivo de las actividades de operación, de las actividades de inversión y de las actividades de financiación. Esta adopción se realizó ya que es de vital importancia para los

empresarios determinar si la actividad principal a la cual se dedica la empresa está generando efectivo o de forma contraria se hace necesario realizarle una inyección de recursos para que la empresa pueda operar normalmente sin contratiempos. La suma de los tres flujos de efectivo mencionados anteriormente, dan como resultado el estado de flujo de efectivo el cual muestra la variación que ha presentado dicha cuenta de un periodo contable a otro. Los principales rubros que generan efectivo a partir de la actividad principal en la empresa son las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar a los proveedores y los inventarios, lo cual se le conoce como capital de trabajo.

El autor Brigham (1994), el flujo de efectivo es: “un documento que presenta el impacto que tienen las actividades operativas, de inversión, y de financiamiento de una empresa sobre sus flujos de efectivo a largo plazo de un periodo contable” ayudando este estado a resolver inquietudes que se pueden generar a los administradores de la empresa como: ¿se está generando el efectivo suficiente para adquirir nuevos activos fijos? ¿Se hace necesario adquirir nuevas deudas para financiar las operaciones de la empresa? ¿Se cuenta con excedentes de efectivo para destinarlos al pago de deudas, dividendos o hacer otras inversiones?

El autor dentro de su definición señala algo importante que es el impacto que tiene las actividades en los flujos de efectivo futuros al largo plazo, esto lo que quiere decir es que dependiendo la capacidad que tiene la empresa de generar efectivo presente, este determina la generación de efectivo futura en el largo plazo, el autor no se contradice con la mayoría de autores que han tratado de estimar los flujos de efectivo futuros ya que sus estudios se basan en la capacidad de generación de efectivo actual.

Los autores Wild et al. (2007), presentan el estado de flujo de efectivo como la información “que muestra las entradas y salidas de efectivo durante un periodo de tiempo” mostrando la relevancia de este estado en cuanto a que el efectivo es el activo que representa mayor liquidez y muestra el principio y el fin del ciclo de operación de una empresa. Es importante realizar el estudio del efectivo al interior de las organizaciones ya que es este rubro quien paga los dividendos, las deudas, sustituye los activos fijos, amplía las instalaciones, paga a los proveedores, a los empleados y al estado. Por lo tanto el análisis de entrada y salidas de dinero es uno de los ejercicios de “investigación más importantes” ya que este estado ayuda a evaluar la liquidez, la solvencia y la flexibilidad financiera, entendiéndose por liquidez “la cercanía al efectivo de los activos y de los pasivos”, la solvencia “la capacidad de pagar las deudas cuando estas llegan a su vencimiento” y por flexibilidad financiera “la capacidad de reaccionar y ajustarse a las oportunidades y a las adversidades”.

Al igual que otros autores señalan que los flujos de efectivo se deben presentar en varios informes de acuerdo a la actividad que realiza el efectivo, estas actividades son la operación, la financiación y la inversión. En las actividades de operación, se relacionan las utilidades de la empresa producto de los gastos y los ingresos que están representados en el estado de resultados. También muestra las entradas y salidas de dinero producto de la operación y de la relación con clientes y proveedores. También este estado contiene datos del balance general que se relacionan con la actividad principal como son los inventarios, los dineros depositados en el banco, los proveedores, entre otros. En las actividades de inversión, se muestran los medios para adquirir y vender activos fijos, las inversiones en valores o en bolsa de valores u otros activos financieros.

En las actividades de financiación, se muestran los medios para aportar, retirar y pagar fondos, como también la financiación de la empresa de acuerdo a la fuente de sus recursos.

Para el autor Ortiz (2004), el flujo de efectivo “es la reconstrucción del movimiento de efectivo, en cuanto a entradas, salidas y saldo final del periodo.” Se permite observar en el flujo de efectivo la procedencia del efectivo y cuál fue la utilización de dicho rubro durante un periodo de tiempo determinado. El autor critica dicho estado en la medida que no proporciona la información suficiente cuando el análisis se realiza para largos periodos de tiempo como por ejemplo a un año.

García (1999), describe el flujo de efectivo así: “Es el flujo de caja que queda disponible para atender los compromisos con los beneficiarios de la empresa: acreedores y socios. A los acreedores se les atiende con servicio a la deuda (capital más intereses), y a los propietarios con la suma restante, con la cual ellos toman decisiones, una de las cuales es la determinación de la cantidad a repartir como dividendos. Por lo tanto la gestión gerencial debe propender por el permanente aumento del flujo de caja libre de la empresa”.

Y como lo describe Ross (1997), el flujo de efectivo es el que ayuda a explicar el cambio en el efectivo contable y los equivalentes mostrando de esta forma los diferentes flujos de efectivo, existiendo varios tipos de flujo de caja los cuales son necesarios para comprender la situación financiera de la empresa. El flujo de caja operativo, definido como beneficios antes de intereses y depreciación menos impuestos, mide el efectivo generado a partir de las operaciones sin contar

los requerimientos de inversión o capital de trabajo. El flujo de caja total de la empresa, incluye los ajustes por gasto de capital y sumas al capital de trabajo neto.

Para el autor Gaitán (2009), el flujo de efectivo es “el estado financiero básico que muestra el neto del efectivo al final de un periodo, mediante discriminación del efectivo recibido y pagado o utilizado dentro de una administración financiera y operativa”. También señala el autor que es importante distinguir cada una de las divisiones que presentan los flujos de efectivo en su parte operativa, de inversión y financiación, ya que este permite un mejor análisis de la información para la toma de decisiones por parte de la gerencia de la organización.

El objetivo de construir el estado de flujo de efectivo es poder explicar los movimientos del dinero provenientes tanto de la actividad principal como de otras actividades alternas, como son la financiación y la inversión.

El flujo de efectivo de operaciones o de explotación, muestra el efectivo recibido y pagado a partir de las operaciones del “objeto social de la empresa”. El flujo de efectivo de las inversiones, “son los pagos que tiene su origen en la adquisición de activos no corrientes, tales como propiedad planta y equipo, inversiones financieras e inversiones inmobiliarias”. El flujo de efectivo de la financiación, “comprende los cobros procedentes de la adquisición por terceros de títulos valores emitidos por la empresas o de recursos concebidos por entidades financieras o terceros en forma de préstamos u otros instrumentos de deuda”. Es importante tener en cuenta que el autor señala que en el flujo de efectivo de las inversiones se deben incluir las inversiones en planta y equipo, pero este tipo de inversiones son aquellas que no están destinadas para

ejercer la actividad principal del negocio, ya que si se da de forma contraria, estas inversiones hacen parte del flujo de efectivo de las operaciones.

Los flujos de efectivo se dividen en tres: flujo de efectivo de las operaciones, de las actividades de financiación y de las actividades de inversión, que al ser sumados da como resultado el Flujo de Efectivo Total.

Se entiende por Flujo de Efectivo de las Operaciones, las entradas y salidas de efectivo por ejercer la actividad principal del negocio, es decir, producto de la fabricación y venta de unos bienes o por la comercialización o la prestación de un servicio. En términos simples, el flujo de efectivo de las operaciones, es el flujo generado por en el giro normal del negocio sin incluir otros ingresos u otros egresos.

El Flujo de Efectivo de las Inversiones, muestra la entrada y salida de recursos monetarios producto de diferentes actividades de inversión diferentes a la actividad principal, un ejemplo de ello, podría ser los intereses de los depósitos bancarios a través de diferentes productos financieros.

El Flujo de Efectivo de Financiación muestra las entradas y salidas de recursos monetarios que se dan al interior de la organización por parte de terceros y sus dueños o accionistas.

El cálculo de los flujos de efectivo se puede realizar a través de la construcción del Estado de Fuentes y Aplicaciones de Fondos (EFAP) estado financiero que muestra de donde salen los recursos monetarios en la organización y cuál fue la utilización que se le dio a cada uno de estos

recursos, para así determinar el rumbo que se le da a cada uno de los dineros, ya sea que se destinaron a su actividad principal, en las actividades de financiación o en las actividades de inversión. En el EFAF se comparan diferentes estados financieros (Balance General y Estado de Resultados) consecutivos en su periodicidad, para poder conocer así la fuente y la utilización de los recursos.

Una empresa puede obtener recursos con aportes de capital de los dueños, con créditos externos, con venta de activos fijos, con la emisión de acciones y a través de la Generación Interna de Fondos (GIF) que se refiere a recursos que se generan al interior de la organización por ejercer la actividad principal del negocio y otras actividades alternas como lo son la financiación y las inversiones.

Todos los anteriores rubros son los llamados fondos, entendiendo por estos, aquellos recursos económicos de que la empresa dispone o espera obtener para el normal funcionamiento de esta.

A continuación se presenta cada una de las fuentes con las que cuenta la empresa:

***Aportes de capital:*** Los dueños o socios de las empresas para poder participar de esta pueden hacer aportes de diferentes maneras, ya sea con conocimiento, dinero, activos fijos o cualquier otro elemento que pueda ser valorado en unidades monetarias. Estos son recursos que se utilizan para la operación de la empresa. Los aportes que hacen los socios son una fuente de largo plazo ya que estos recursos se utilizan o permanecerán durante largos periodos de tiempo dentro de la empresa.



**Créditos externos:** Los préstamos es una fuente de financiación muy utilizada por las empresas, ya que trabajar con estos recursos, en la mayoría de los casos, resulta menos costoso que obtener financiación a través de recursos propios.

Una empresa puede financiarse a través de fuentes externas (créditos externos) con préstamos bancarios, con los proveedores, con las prestaciones sociales por pagar a los empleados, con los impuestos por pagar (a la renta y complementarios, impuestos que las empresas generan y registran en los estados financieros de forma mensual y que su cancelación se realiza al siguiente año del periodo contable, lo que genera una entrada de recursos monetarios para la organización), con bonos (títulos que pueden emitir las empresas inscritas en bolsa de valores y que son previamente calificados antes de su emisión como forma de financiación de largo plazo), entre otros.

Conocer al interior de una organización el costo de financiarse con terceros o con los dueños, es un factor muy importante en cuanto a rentabilidades se refiere y este costo es el que se conoce como costo de capital promedio ponderado, que es el costo de financiamiento total de una organización teniendo en cuenta las diferentes fuentes de financiación con las que puede contar el empresario, para su cálculo se realiza a través de un promedio ponderado de acuerdo al monto de financiación de cada una de las fuentes con las cuales se está obteniendo dicha financiación.

**Venta de activos fijos:** Dentro de una organización generalmente se da el caso en el cual, por ejemplo una máquina puede estar ya muy utilizada o deteriorada, por lo tanto esta puede ser adquirida por otra empresa que necesite de ella. A partir de esta venta la compañía obtiene unos

recursos monetarios, los cuales puede invertir en la compra de una nueva máquina para mejorar el proceso productivo o simplemente para incrementar el nivel de productos en proceso o terminados.

Los recursos que se obtienen por la venta de activos fijos, son generalmente de largo plazo, ya que usualmente se invierten en mejoras del activo vendido, el cual se espera utilizar durante un largo periodo de tiempo dentro de la empresa.

***Emisión de Acciones:*** Otra forma de obtener recursos es a través de la emisión de acciones - es decir, títulos representativos de propiedad que le dan derecho a voz y voto a sus tenedores en la asamblea de accionistas y que generalmente entregan un dividendo periódico<sup>1</sup> - en la cual los compradores de estos títulos se convierten en participantes de las actividades de la empresa, o sea están corriendo con los riesgos empresariales.

Los inversionistas colocan el dinero en las empresas con el objeto de venderlas después por un precio mayor al de adquisición, no con el objeto de ser dueños de las empresas; pero si tener derechos sobre la misma. Para que los accionistas puedan vender sus acciones en el mercado a un precio mayor, necesariamente la empresa debe tener unos sólidos resultados económicos, en otras palabras, debe cumplir o ir en busca constante del alcance del objetivo básico financiero, donde el valor de la empresa va a aumentar y por ende el valor de la acción en el mercado.

Cabe anotar que según García (1999), el objetivo básico financiero es la maximización de su valor o la maximización de la riqueza del propietario. Con base en la teoría de flujo de fondos, el

---

objetivo financiero se convierte en la generación de fondos hoy y siempre u hoy y en el futuro, cuyo objeto es garantizar la permanencia de la empresa en el mercado.

Estos recursos son de largo plazo para la empresa, pero para el accionista pueden ser de corto o largo plazo según el tipo de inversionista, ya sea de tipo activo o pasivo, entendiendo por inversionista activo, aquel que compra acciones de una empresa para obtener una utilidad en el corto plazo y venderla rápidamente. Mientras que el inversionista pasivo adquiere acciones para conservarlas durante un largo periodo de tiempo esperando obtener de esta unos buenos dividendos y una buena valorización en el mercado.

***Generación interna de fondos (GIF).*** De todas las fuentes de financiación con las que cuenta una empresa, la más importante es la Generación Interna de Fondos. Esto se debe a que las empresas se crean con el objeto de transformar y comercializar bienes y servicios y por esta actividad esperan obtener unos beneficios, por lo tanto de estas ganancias una parte se destina generalmente, para el mejoramiento de la empresa y otra para los dueños representada en dividendos, señalando de esta forma que una empresa para tener un buen desempeño debe tener la capacidad de generar sus propios recursos para la efectiva operación, es entonces, a esto lo que llamamos Generación Interna de Fondos.

Un buen administrador debe tomar decisiones claras y correctas de financiación, es decir, de obtención de recursos, donde debe haber una proporción balanceada entre generación interna de fondos y deuda, donde no se comprometa la empresa en el futuro y pueda llegar a tener problemas de liquidez.

La generación interna de fondos se puede utilizar o aplicar en varios aspectos como son:

- Pago de dividendos
- Inversiones
- Pago de pasivos

Por lo tanto la generación interna de fondos se puede aplicar tanto en el corto plazo como en el largo plazo dentro de una empresa. El cálculo de la GIF se realiza de la siguiente forma:

Se parte de la utilidad neta, que presenta el estado de resultados y a este rubro se le suma la depreciación y las amortizaciones generadas durante el periodo, ya que estas no representan una salida real de efectivo dentro de la empresa. Su cálculo es así:

$$\begin{array}{r}
 \text{Utilidad Neta} \\
 + \text{Depreciación} \\
 + \text{Amortizaciones} \\
 \hline
 = \text{Generación Interna de Fondos (GIF)}
 \end{array}$$

**Salidas de efectivo.** Las salidas de efectivo o la utilización que se le dan a los recursos pueden estar representados por:

**Pago de las obligaciones:** Concepto que está representado por los desembolsos que realiza la empresa como anticipo o cancelación de las deudas contraídas con las entidades financieras, acreedores, proveedores y pago a terceros. La cancelación de las deudas en sus cuotas periódicas

incluye el abono al capital o el principal de la deuda y los intereses que en este tipo de operaciones se generan.

***Pago de los impuestos:*** De la actividad económica o simplemente su actividad comercial, en las organizaciones se genera una tasa impositiva la que depende del desarrollo de sus operaciones ya sea esta de manufactura, comercialización o prestación de un servicio. En Colombia los tipos de impuestos que recaen sobre las transacciones comerciales que realizan las empresas, entre otros, están los siguientes:

**Impuesto al valor agregado (IVA):** La Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) lo define como un gravamen que “recae sobre el consumo de bienes, servicios y explotación de juegos de suerte y azar, es un impuesto de orden nacional, en Colombia se aplica en las diferentes etapas del ciclo económico de la producción, distribución, comercialización e importación”.

**Impuesto sobre la renta y complementarios:** Es un gravamen directo, según la DIAN (2014), y “recae sobre los contribuyentes individualmente considerados y grava a quienes en la ley están previstos como sujetos pasivos que hayan percibidos ingresos como hecho generador del impuesto y en consecuencia, susceptibles de producir un incremento neto del patrimonio”.

***Retención en la fuente:*** como lo determina la DIAN (2014), “es un mecanismo de recaudo que tiene por objeto conseguir en forma gradual, que el impuesto se recaude dentro del mismo ejercicio gravable en que se cause”.

Cada uno de los impuestos nombrados anteriormente genera un desembolso periódico que afectan los flujos de efectivo, que para el caso específico, corresponde al de financiación.

***Pago de las obligaciones laborales:*** El cliente interno de las organizaciones a través de su tipo de contratación laboral existente genera unos desembolsos de recursos monetarios periódicos como son: sueldo básico, auxilio de transporte, recargos nocturnos, horas extras, comisiones, bonificaciones y demás, los cuales su desembolso de dinero se da de forma diaria, semanal, quincenal o mensual y a su vez la empresa adquiere unos compromisos con terceros a través de las prestaciones sociales cuyos desembolsos se dan de acuerdo a la ley laboral Colombiana cada seis meses, o máximo cada año; igualmente, es de anotar la obligación de pagar los conceptos de seguridad social (salud, pensión, riesgos profesionales, fondo de solidaridad) y los aportes parafiscales (cajas de compensación familiar, instituto colombiano de bienestar familiar y SENA) cuyo desembolso de dinero debe efectuarse de forma mensual.

***Pago de obligaciones a los propietarios:*** Los estados financieros anuales muestran las utilidades por distribuir a los dueños la cual es autorizada por el órgano máximo de administración de la empresa, quien fija la fecha de desembolso de dicha obligación a sus propietarios.

El EFAF se compone principalmente de fuentes de fondos y aplicaciones de fondos, entendiéndose por esto lo siguiente:

***Fuente:*** García (1999), la define como “los recursos económicos que están permanentemente disponibles para que la empresa lleve a cabo sus operaciones, donde el efectivo puede llegar a

ser uno de estos recursos” (p.342). La fuente también se refiere a los recursos se generan a través de inventarios, cuentas por cobrar, venta de activos fijos, desinversiones, entre otros.

**Aplicación:** Es un compromiso en el desembolso de los recursos, lo que quiere decir, muestra el rubro contable en el cual fue utilizado la disponibilidad de estos. En los movimientos contables se generan tanto las fuentes como aplicaciones, se presenta una fuente de recursos cuando hay una disminución en los activos, cuando hay un incremento en los pasivos y cuando hay un incremento del patrimonio. Se presenta una aplicación, cuando se da un incremento en los activos, una disminución de los pasivos y una disminución del patrimonio.

Para la elaboración de los flujos de efectivo como se mencionó anteriormente estos parten de estado de fuentes y aplicación de fondos para su elaboración se debe realizar los siguientes pasos:

- a. Se debe disponer de dos balances generales consecutivos para poder realizar la variación que presenta cada cuenta contable dentro del estado financiero y del estado de resultados del periodo a analizar.
- b. Se calcula la variación que ha presentado cada cuenta contable dentro del estado de balance general, identificando si esta variación ha representado un incremento o una disminución en la cuenta contable, de acuerdo a estas variaciones se presentan las fuentes y los usos o aplicaciones, entendiéndose por fuente de recursos una entrada de dinero y por uso o aplicación una salida de dinero (efectivo). Cuando se presentan estas variaciones en el estado de balance general se debe tener en cuenta lo siguiente: Cuando un activo aumenta se genera un uso o aplicación de los recursos monetarios, en otras

palabras, representa una salida de efectivo, cuando una cuenta del activo disminuye se genera una fuente o entrada de recursos. De forma contraria, cuando una cuenta del pasivo o del patrimonio aumenta se genera una fuente de recursos y cuando una de estas cuentas disminuye se genera un uso o aplicación de los recursos monetarios. De esta forma se obtiene la primera aproximación al estado de fuentes y aplicación de fondos, donde la sumatoria de las fuentes debe ser igual a la suma de las aplicaciones o usos.

- c. Se realiza el refinamiento a algunas cuentas contables, que de acuerdo a recomendación propia este se debe realizar a aquellas cuentas que presentan información en el estado de resultados como son las utilidades, los intereses de la deuda y el impuesto a la renta y complementarios. Para realizar dichos refinamientos o ampliación de la información de las cuentas contables se debe proceder de la siguiente manera: primero se obtiene el saldo inicial de la cuenta, luego se le suma a este dato el valor de la generación del saldo, para luego restarle el pago o salida de dinero de dicha cuenta, para obtener el saldo final de la cuenta. La generación de saldo siempre será una fuente de recursos y lo pagado será una salida de recursos.
- d. Se calcula la generación interna de fondos, siendo este valor los recursos que generó la empresa a partir de su actividad principal y otras actividades como las de financiación o por otros ingresos que se generaron de forma esporádica. Este dato es fundamental para el empresario, ya que le suministra información para el pago de los dividendos que podría realizar durante el periodo de análisis.



- e. Se construye el estado de fuentes y aplicación de fondos, mostrando las entradas de dinero del corto plazo y largo plazo así como las salidas del corto y largo plazo. En este estado la sumatoria de las fuentes, debe ser igual a la suma de las aplicaciones.
- f. Se determina el principio de conformidad financiera el cual muestra si la empresa tiene un buen nivel o no de liquidez, para determinar este principio se debe cumplir que el total de fuentes de corto plazo debe suplir todas las necesidades de efectivo del corto plazo, de igual forma todas las fuentes de largo plazo debe suplir las aplicaciones o usos de largo plazo. En la medida que este principio se cumpla la empresa tendrá un buen manejo del dinero lo que se traduce en una buena liquidez.
- g. Se construyen los flujos de efectivo de operación, inversión y financiación, los cuales al ser sumados dan como resultado el flujo de efectivo total. Para la elaboración de cada uno de ellos se realiza el siguiente proceso:

Elaboración del estado de flujo de efectivo de las operaciones: Se parte de la generación interna de fondos, a este valor se le suma o se le resta la variación en el capital de trabajo operativo, el cual está representado por la variación en la cuenta de bancos, cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar a los proveedores, esta diferencia o suma da como resultado el efectivo generado en las operaciones, el cual se define como, la capacidad que tiene la empresa de generar efectivo a partir de su actividad principal, dato que a criterio del investigador es el más importante para determinar la liquidez del negocio. Luego a este valor se le resta o suma la variación en el activo fijo operativo (AFO), el cual es el resultado de la adquisición o venta de los activos fijos que se destinan para el desarrollo de la actividad principal. El resultado arrojado se le denomina flujo de efectivo de las operaciones bruto, luego a este valor se le suma o se le

resta otros rubros que se destinan para el desarrollo de la actividad principal, como son las actividades laborales, para así obtener el flujo de efectivo de las operaciones.

***Elaboración del flujo de efectivo de las inversiones:*** Se lleva a este flujo todos los rubros que se destinaron a la inversión diferente a la actividad principal como lo son las inversiones en títulos certificados de depósito a término (CDT), pagarés, bonos, acciones, divisas, y otros que representen salida o entrada de dinero y que sean generadores de renta por actividades alternas.

***Elaboración del flujo de efectivo de financiación:*** Se tiene en cuenta para la elaboración de este flujo las entradas y salidas de efectivo producto de la financiación con terceros y con dueños o accionistas. Los terceros para el caso de los flujos de efectivo son los créditos que se contratan con el sistema financiero en general y el pago de dichas obligaciones al mismo sistema.

#### **6.4 EBITDA y Flujo de caja operativo**

El EBITDA y el flujo de caja libre (FCL) son variables de carácter financiero ampliamente difundidas en la literatura y en el mundo de los negocios. En algunos casos se generan imprecisiones, muchos analistas utilizan el EBITDA como una aproximación de los flujos de efectivo, y algunos incluso lo llaman Free Cash Flow (FCF siglas en inglés).

Para Eastman (1997), debe comprenderse que “El EBITDA calcula los flujos de efectivo antes de impuestos, antes de intereses y operativos, pero, a diferencia de FCF, no tiene en cuenta los flujos de efectivo necesarios para el capital de trabajo o los gastos de capital. Así, mientras que el EBITDA podría ser una buena indicación de la capacidad de una empresa para pagar su deuda, le

falta algunas consideraciones clave de flujo de efectivo y no es una buena indicación general de los flujos de efectivo de la empresa”.

El EBITDA después de impuestos se le denomina también “Flujo de caja Bruto”, por tal motivo, debe aclararse que El EBITDA es sólo una parte del flujo de efectivo. Ante la diferenciación de estos términos contables, Cornejo y Díaz (2006), señalan que “El EBITDA no considera los flujos de efectivo generados por las inversiones en activos fijos, inversiones que tienen el objetivo de mantener o incrementar la capacidad de generación de flujos de efectivo futuros del negocio. Por lo anterior, no es recomendable considerar el EBITDA como el flujo de efectivo total generado por una empresa, ya que al no incluir los flujos provenientes de las inversiones en capital de trabajo y activo fijo, no estaría reflejando el verdadero potencial de generación de beneficios futuros de la compañía”

## 7. Capital de trabajo

*El capital de trabajo* es el margen de seguridad para que la empresa opere sin tropiezos. *El Capital de trabajo Bruto* se refiere a los activos corrientes que representan la parte de la inversión que pasa de una forma a otra en la conducción normal del negocio (Román, 2012).

Complementando esta apreciación, Palenque (2008) cita: “El capital de trabajo se refiere a los activos circulantes de una firma. El término ‘circulante’ quiere decir aquellos activos que la compañía espera convertir en efectivo en un periodo menor a un año”. Cabe señalar que los elementos que componen el capital de trabajo son: el efectivo, las cuentas por cobrar y los inventarios.

Es así como cualquier política que afecte el capital de trabajo, conlleva a que ese capital afectado debe financiarse o reponerse, lo que solo se puede hacer de tres formas; ser generado por la misma empresa; financiado por los socios o financiado por terceros.

*El capital de trabajo neto* se define como la diferencia entre los activos corrientes de la empresa y sus pasivos corrientes. Cuando los activos corrientes exceden a los pasivos corrientes, la empresa tiene un capital de trabajo neto positivo. Cuando los activos corrientes son menores que los pasivos corrientes, la empresa tiene un capital de trabajo neto negativo (Gitman, 2003).

Capital de trabajo neto = Activo circulante – Pasivo circulante

Podría decirse que, el capital de trabajo neto es la cantidad de dinero que la empresa necesita para mantener el giro habitual del negocio. Se define muy frecuentemente como los fondos o recursos con que opera una empresa a corto plazo, después de cubrir el importe de las deudas que vencen en ese corto plazo. Aplicando esta ecuación ampliada a los resultados que aparecen en el Balance General, se puede calcular el Capital de Trabajo en la empresa.

La meta de la administración del capital de trabajo (o administración financiera a corto plazo) es administrar cada uno de los activos corrientes de la empresa (inventario, cuentas por cobrar, valores negociables y efectivo), así como los pasivos corrientes (documentos por pagar, deudas acumuladas y cuentas por pagar), para lograr un equilibrio entre la rentabilidad y el riesgo que contribuya a aumentar el valor de la compañía (Gitman, 2003). Entiéndase por corrientes que pueden materializarse bien como ingreso o egreso en el corto plazo, típicamente en un plazo menor a 1 año.

Partiendo de las definiciones enunciadas anteriormente, conviene considerar las limitaciones de este concepto, al ser entendido el Capital de Trabajo como la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente, según García (2009), se estaría asumiendo que son estos los únicos recursos que la empresa combina para generar utilidades y flujo de caja, cuando la realidad es que todo el KTO de la empresa es el que se combina con dicho propósito.

Para el desarrollo del presente trabajo, nos acogeremos a las ramificaciones del Capital de trabajo propuestas por García (1999) quien generaliza la comprensión del concepto, planteando que, el Capital de Trabajo (KT) son los recursos que una empresa requiere para llevar a cabo sus

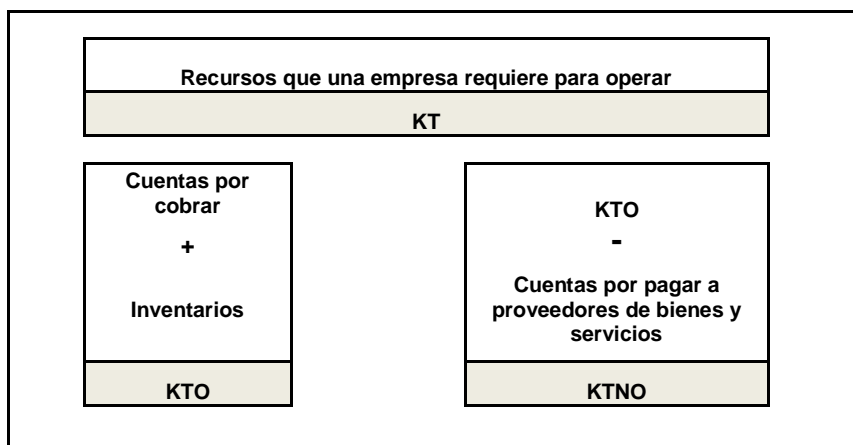
operaciones sin contratiempo alguno, desprendiendo de esa definición dos conceptos específicos: Capital de trabajo Operativo (KTO) y Capital de trabajo Neto operativo.

El primero de ellos es El Capital de Trabajo Operativo (KTO), representado por la suma de las cuentas por cobrar y los inventarios ya que se supone que la empresa por principio financiero debe mantener un saldo de efectivo aproximadamente igual a cero. Sin embargo, al tenerse un saldo de caja mínimo al final del ejercicio este debe sumarse al KTO.

De otro lado, El Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO) está representado por el neto entre las cuentas por cobrar más los inventarios, menos las cuentas por pagar a proveedores de bienes y servicios y como concepto sirve para determinar la porción de flujo de caja del que la empresa se apropia con el fin de reponer el capital de trabajo. El KTNO es el verdadero Capital de trabajo de la empresa.

En la figura 3 se ilustra lo que se acaba de mencionar.

**Figura 3. Capital de trabajo**



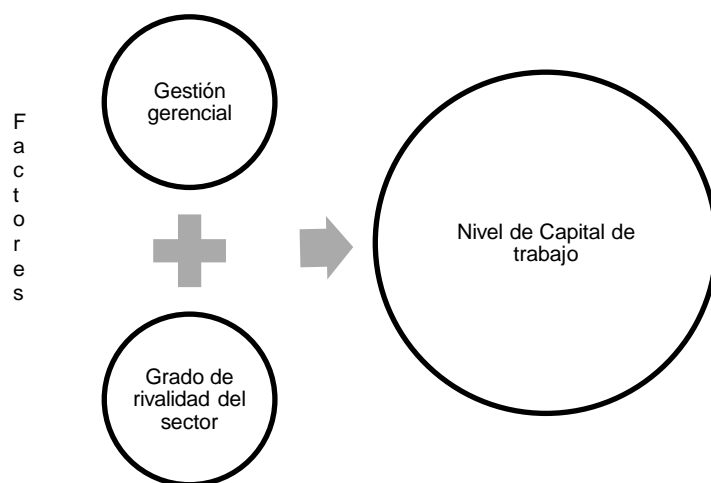
Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de : García, O. (1999)

De acuerdo con García (1999) El Capital de Trabajo es una proporción de las ventas, por consiguiente, al dividir el KTNO entre las ventas del periodo, se obtiene un indicador conocido como Productividad del Capital del trabajo (PKT), el cual nos da a conocer los centavos que por cada \$1 de ventas la empresa debe invertir en Capital de trabajo.

Por tal razón, los gerentes deben buscar que el resultado de esta proporción sea lo más pequeño posible, para lograr que el crecimiento de las ventas requiera menos caja para KTNO y por ende una mejor percepción de valor de la empresa.

Como lo muestra la figura 4, los principales factores que determinan el nivel de capital de trabajo de una empresa son: la gestión gerencial y el grado de rivalidad del sector.

**Figura 4. Factores que determinan el nivel de Capital de trabajo**



Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de: García, O. (1999)

## 8. Diseño Metodológico

De acuerdo a los enfoques y tipos de investigación definidos por Hernández, Fernández y Baptista (2014) en su libro “Metodología de la investigación”, el enfoque cuantitativo se utiliza para consolidar las creencias (formuladas de manera lógica en una teoría o un esquema teórico) y establecer con exactitud patrones de comportamiento de una población; atendiendo a esta justificación, el trabajo en desarrollo posee un enfoque cuantitativo puesto que utiliza la recolección de datos, específicamente extraídos del Balance general, Estado de resultados y Estado de flujo de efectivo reportados por los establecimientos bancarios de Colombia desde el año 2010 - 2016, para su correspondiente medición numérica y análisis estadístico, con el fin establecer pautas de comportamiento del EBITDA y FENO para cada una de estas entidades durante los periodos en mención.

Así mismo, el estudio se ajusta a una investigación de tipo longitudinal o evolutiva, porque recaba datos en diferentes puntos del tiempo para realizar inferencias respecto al cambio, tomando la información de los estados financieros en series de tiempo continuo entre los periodos 2010 – 2016.

Las cuentas que originan los indicadores EBITDA y FENO , se tomaron de los estados financieros consultados en el sitio web oficial de cada una de las entidades Bancarias objeto del análisis.



La metodología para tratar la información, se dividió en dos etapas para su mejor comprensión y desarrollo.

***Etapas 1.*** Revisión de la tendencia en el comportamiento de indicadores tradicionales EBITDA Vs Flujo de Efectivo Neto de Operación.

1.1 Obtención de los estados financieros de los Establecimientos Bancarios de Colombia Vigilados por la Superintendencia Financiera, para el periodo comprendido entre los años 2010 – 2016, los cuales se encuentran disponibles en cada uno de los portales web de las entidades en estudio.

1.2 Obtención del Flujo de Efectivo Neto de Operación el cual se extrae directamente del Estado de Flujo de Efectivo publicado por cada entidad para cada uno de los años de interés.

1.3 Cálculo del EBITDA para los años en consideración para cada una de las empresas del sector analizado, para lo cual fue necesario:

- a. Extraer la utilidad operacional del Estado de Resultados de cada año.
- b. Extraer los valores de las amortizaciones y depreciaciones consolidados en el Estado de Flujos de Efectivo.

- c. Se procede a realizar la suma de la Utilidad operacional, depreciaciones y amortizaciones para obtener el EBITDA por año de cada establecimiento bancario.

1.4 Se consolidó en una tabla por año la información de EBITDA y Flujo de Efectivo Neto de Operación para cada Establecimiento Bancario. La lista de entidades y los cálculos de estos indicadores se muestran en los resultados.

1.5 Se compararon los valores obtenidos para el EBITDA y el FENO, para validar cual presentaba mayor valor y evidenciar si se encontraba una tendencia en el comportamiento de estos indicadores en el sector financiero.

En la siguiente etapa se describe la forma de obtener el indicador financiero alternativo denominado en el presente estudio como EBITDA Ajustado.

***Etapa 2.*** Obtención y cálculo del indicador alternativo:

2.1 Del archivo de balance general de cada año, se extraen las cuentas relacionadas con el capital de trabajo, las cuales se exponen en la tabla 3.

Tabla 3. Relación de cuentas

Cuentas del Activo	Cuentas del Pasivo
Disponible	Disponibles y exigibilidades
Posiciones efectivas en operaciones de mercado monetario y relacionadas	Posiciones Pasivas en operaciones del mercado monetario y relacionadas
Inversiones	Aceptaciones bancarias en circulación e instrumentos de financieros derivados
Cartera de créditos y operaciones de leasing financiero	Créditos de bancos y otras obligaciones financiera
Aceptaciones y operaciones de contado y con instrumentos financieros derivados	Cuentas por pagar
Cuentas por cobrar	Títulos de inversión en circulación

Fuente: Elaboración propia

2.2 Una vez se separaron estas cuentas del balance, se calculó la variación del capital de trabajo de un año a otro en cada uno de los establecimientos.

2.3 Se procede a calcular el indicador propuesto “EBITDA Ajustado”, el cual hallamos, después de sumar o restar la variación del capital de trabajo (sumamos si la variación del KTNO fue positiva o restamos si la variación del KTNO fue negativa) al EBITDA tradicional.

$$EBITDA_{ajustada} = EBITDA_{año} \pm \Delta KTNO$$

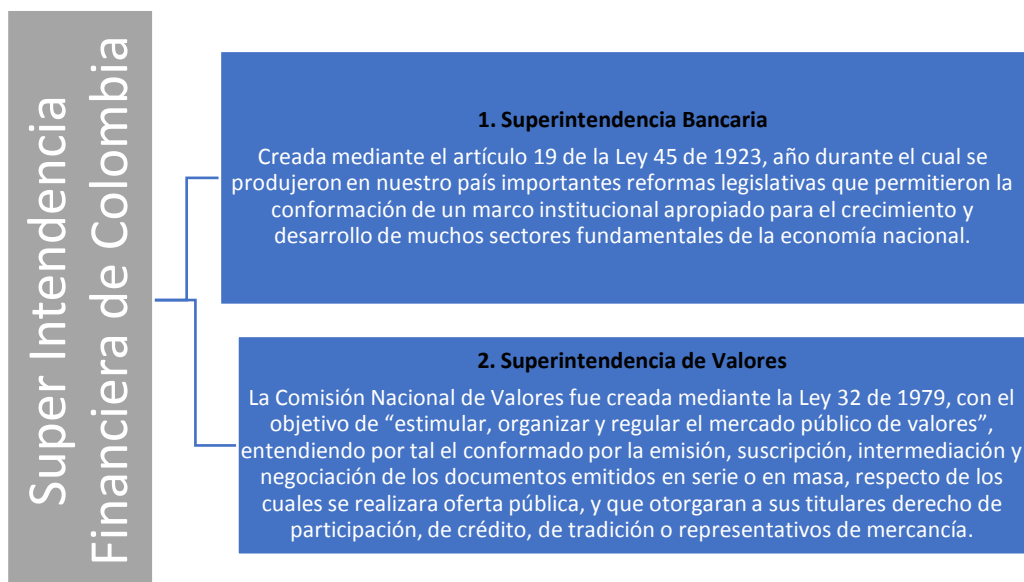
2.4 Pasamos a calcular la diferencia entre el nuevo indicador “EBITDA Ajustado” y FENO, para hallar cual es mayor.

## 9. Población o universo:

Actualmente son 25 los Establecimientos Bancarios vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia. Conviene aclarar que para el reporte de resultados se analizaron por conveniencia 17 establecimientos Bancarios los cuales conformaron la muestra o universo, dado que reportaron continuamente sus estados financieros durante los rangos de tiempo del estudio. Las entidades analizadas se detallan a continuación en la Tabla 4.

En la figura 5 se realiza una reseña de de los entes que integran la Superintendencia Financiera de Colombia.

**Figura 5. Superintendencia Financiera de Colombia**



Fuente: Elaboración propia. Información tomada de: "Superintendencia Financiera de Colombia"

Tabla 4. Establecimientos Bancarios

Ítem	Denominación social de la Entidad	Denominación abreviada de la entidad	NIT	Página Web
1	Banco de Bogotá	Banco de Bogotá	860002964-4	<a href="http://www.bancodebogota.com.co">www.bancodebogota.com.co</a>
2	Banco Popular S.A.	Banco Popular	860007738-9	<a href="http://www.bancopopular.com.co">www.bancopopular.com.co</a>
3	ITAÚ CORPBANCA COLOMBIA S.A. podrá utilizar cualquiera de las siguientes siglas ITAÚ; BANCO CORPBANCA; o CORPBANCA	Sigla: Banco CorpBanca	890903937-0	<a href="http://www.bancocorpbanca.com.co">www.bancocorpbanca.com.co</a>
4	Bancolombia S.A. o Banco de Colombia S.A. o Bancolombia	Bancolombia	890903938-8	<a href="http://www.bancolombia.com.co">www.bancolombia.com.co</a>
5	Citibank-Colombia - Expresión Citibank	Citibank	860051135-4	<a href="http://www.citibank.com.co">www.citibank.com.co</a>
6	BANCO GNB SUDAMERIS S.A. Quien podrá utilizar el nombre BANCO GNB SUDAMERIS o SUDAMERIS, seguidos o no de las expresiones sociedad anónima o la sigla S.A.	Banco GNB Sudameris	860050750-1	<a href="http://www.sudameris.com.co">www.sudameris.com.co</a>
7	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Colombia S.A. podrá utilizar el nombre BBVA Colombia	BBVA Colombia	860003020-1	<a href="http://www.bbva.com.co">www.bbva.com.co</a>
8	Banco de Occidente S.A.	Banco de Occidente	890300279-4	<a href="http://www.bancodeoccidente.com.co">www.bancodeoccidente.com.co</a>
9	BANCO CAJA SOCIAL S.A. podrá usar los siguientes nombres y siglas: BANCO CAJA SOCIAL BCSC Y BCSC S.A.	BCSC S.A.	860007335-4	<a href="http://www.bancocajasocial.com">www.bancocajasocial.com</a>

10	Banco Davivienda S.A. "Banco Davivienda" o "Davivienda"	Davivienda	860034313-7	<a href="http://www.davivienda.com">www.davivienda.com</a>
11	Banco Colpatría Multibanca Colpatría S.A. , nombres abreviados o siglas: "Banco Colpatría", "Colpatría Multibanca", "Multibanca Colpatría" o "Colpatría Red Multibanca"	Colpatría Red Multibanca	860034594-1	<a href="http://www.colpatría.com">www.colpatría.com</a>
12	Banco Agrario de Colombia S.A. - Banagrario-	Banagrario	800037800-8	<a href="http://www.bancoagrario.gov.co">www.bancoagrario.gov.co</a>
13	Banco ProCredit Colombia S.A. siglas "BPCC", "PROCREDIT" o "BANCO PROCREDIT"	ProCredit	900200960-9	<a href="http://www.bancoprocredit.com.co">www.bancoprocredit.com.co</a>
14	Banco de las Micro finanzas -Bancamía S.A.	Bancamía S.A.	900215071-1	<a href="http://www.bancamia.com.co">www.bancamia.com.co</a>
15	Banco WWB S.A.	WWB S.A.	900378212-2	<a href="http://www.bancowwb.com">www.bancowwb.com</a>
16	Banco Finandina S.A. o Finandina Establecimiento Bancario. Sigla: FINANDINA	Finandina	860051894-6	<a href="http://www.bancofinandina.com">www.bancofinandina.com</a>
17	Banco Falabella S.A.	Banco Falabella S.A.	900047981-8	<a href="http://www.bancofalabella.com.co">www.bancofalabella.com.co</a>

Fuente: Elaborado por "Superintendencia Financiera de Colombia"

## 10. Resultados

Siguiendo la metodología propuesta, para la recolección de información, se parte de la extracción del Flujo de Efectivo Neto de Operación y el cálculo el EBITDA convencional para cada establecimiento bancario que conformó la población objeto de estudio, durante los años 2010 al 2016. Los datos obtenidos reflejan que en el 65% de los casos el EBITDA supera el valor del FENO, únicamente en 3 de las entidades financieras que conformaron la muestra, el FENO promedio supero el valor del EBITDA promedio. Lo que marca que el manejo del Capital de trabajo no fue el mejor, aunque la utilidad operativa en la mayoría de entidades del sector proyecto crecimiento para estos periodos.

Después de calcular el indicador propuesto alternativo al EBITDA para medir el flujo de caja en los establecimientos bancarios de Colombia, se observa que este conservó la tendencia de mantenerse mayor al FENO en el 70% de los casos. Los datos objeto de análisis se presentan en la tabla 5.

*Tabla 5. Comparación Establecimientos Bancarios*

ESTABLECIMIENTO BANCARIO	AÑO	EBITDA	FENO	EBITDA AJUSTADO	DIFERENCIA EBITDA-FENO	DIFERENCIA EBITDA AJUSTADO-FENO	DIFERENCIA EBITDA AJUSTADO - EBITDA CONVENCIONAL
Banco de Bogotá	2010	539.497	46.896	-	492600,5		
	2011	757.255	701.464	1.477.424	55791	775.960	720.169
	2012	881.670	1.029.338	2.552.337	-147668	1.522.999	1.670.667
	2013	807.384	638.979	1.722.537	168405	1.083.558	915.153

	2014	962.873	1.549.094	1.186.151	2.511.967	2.735.245	223.278
	2015	1.239.203	1.521.607	6.578.834	2.760.810	5.057.227	7.818.037
	2016	1.295.502	2.379.444	1.751.313	- 1.083.942	628.131	455.811
<b>Banco Popular</b>	2010	231.102	188.458	-	42644	-	231.102
	2011	266.129	342.807	140.917	-76678	483.724	407.046
	2012	275.942	373.639	456.198	-97697	82.559	180.256
	2013	297.644	291.965	538.901	5679	246.936	241.257
	2014	249.996	143.732	364.684	106264	220.952	114.688
	2015	173.511	32.307	434.019	205818	401.712	607.530
	2016	163.087	14.368	215.425	148719	201.057	52.338
<b>Banco CorpBanca</b>	2010	124.016	308.554	-	432570	-	124.016
	2011	166.613	83.146	280.493	83467	197.347	113.880
	2012	192.835	131.550	390.780	61285	259.230	197.945
	2013	253.423	680.433	1.379.155	933856	2.059.588	1.125.732
	2014	588.997	871.540	707.394	-282543	164.146	118.397
	2015	542.653	953.249	820.849	-410596,045	1.774.098	1.363.502
	2016	106.854	2.936.236	515.408	2829381,573	3.451.643	622.262
<b>Bancolombia</b>	2010	1.315.291	3.587.385	-	4902676	-	1.315.291
	2011	1.623.487	2.411.853	2.443.788	4035340	4.855.641	820.301
	2012	1.865.265	1.378.552	3.901.881	3243817	5.280.433	2.036.616
	2013	1.699.664	3.813.603	30.829	-2113939	3.844.432	1.730.493
	2014	2.108.502	8.512.534	5.362.762	10621036	13.875.296	3.254.260
	2015	2.593.515	5.628.905	14.996.384	-3035390	9.367.479	12.402.869
	2016	3.438.991	3.862.148	8.612.149	-423157	4.750.001	5.173.158
<b>Citibank</b>	2010	194.034	27.729	-	221763	-	194.034
	2011	207.944	248.667	34.154	456611	282.821	173.790
	2012	245.013	76.959	480.517	168054	403.558	235.504
	2013	195.122	534.701	92.294	-339579	442.407	102.828
	2014	348.996	1.450.728	267.691	-1101732	1.183.037	81.305
	2015	387.507	185.412	843.479	202095	658.067	455.972
	2016	594.839	361.060	818.438	955899	1.179.498	223.599
<b>Banco GNB Sudameris</b>	2010	150.110	839.392	-	-689282	-	150.110



	2011	130.138	172.890	97.243	-42752	75.647	-	32.895
	2012	97.933	504.665	382.181	-406732	122.484	-	284.248
	2013	127.517	1.192.619	183.838	-1065102	1.008.781	-	56.321
	2014	177.415	286.288	356.739	-108873	70.451	-	179.324
	2015	196.709	936.347	562.762	-739638	1.499.109	-	759.471
	2016	167.465	97.628	127.673	69837	30.045	-	39.792
<b>BBVA Colombia</b>	2010	624.193	224.225	-	848418	-	-	624.193
	2011	710.701	421.852	1.177.470	288849	755.618	-	466.769
	2012	812.606	3.751.179	472.435	-2938573	3.278.744	-	340.171
	2013	946.755	107.116	1.204.937	1053871	1.312.053	-	258.182
	2014	954.456	630.021	2.499.452	324435	1.869.431	-	1.544.996
	2015	1.012.054	330.716	984.405	681338	653.689	-	27.649
	2016	862.719	1.042.357	1.421.790	-179638	379.433	-	559.071
<b>Banco de Occidente</b>	2010	318.612	222.273	-	96338,9	-	-	318.612
	2011	336.721	233.739	438.028	102982,4	204.289	-	101.306
	2012	415.506	94.113	897.945	321393	803.832	-	482.439
	2013	390.715	953.243	602.126	-562528	351.117	-	211.411
	2014	1.080.800	647.648	1.595.827	1728448	2.243.475	-	515.027
	2015	392.506	293.295	2.066.161	685801	2.359.456	-	1.673.655
	2016	386.622	198.527	800.238	585149	601.711	-	1.186.860
<b>BCSC S.A.</b>	2010	140.066	521.946	-	-381880	-	-	140.066
	2011	154.925	1.098.699	188.820	1253624	1.287.519	-	33.895
	2012	216.290	781.657	426.983	997947	1.208.640	-	210.693
	2013	305.331	992.409	504.568	1297740	1.496.977	-	199.237
	2014	286.034	654.695	449.985	940729	1.104.680	-	163.951
	2015	412.379	381.849	28.632	30530	353.217	-	383.747
	2016	407.329	174.386	766.602	232943	592.216	-	359.273
<b>Davivienda</b>	2010	369.921	1.999.240	-	2369161	-	-	369.921
	2011	370.765	619.406	1.650.446	990170,7	2.269.852	-	1.279.681
	2012	483.340	23.023	711.277	460317,6	688.254	-	227.936
	2013	1.031.782	370.253	1.658.390	1402035,5	2.028.644	-	626.608
	2014	1.466.140	1.374.880	2.007.564	2841019,8	3.382.444	-	541.425

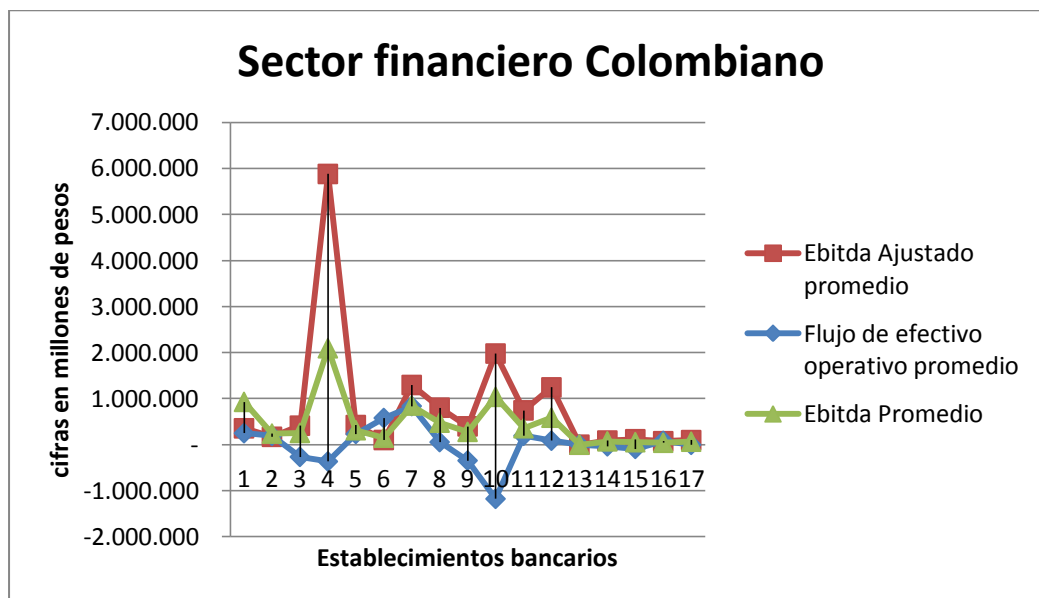
	2015	1.643.452	1.981.587	2.454.378	3625039	4.435.965	810.926
	2016	1.885.512	1.948.382	3.380.528	3833894	5.328.910	1.495.016
<b>Colpatría Red Multibanca</b>	2010	237.134	22.779	-	259913,797	-	237.134
	2011	272.571	93.947	518.943	366518,527	612.891	246.372
	2012	317.279	79.660	508.219	237618,706	428.559	190.940
	2013	298.720	651.865	368.931	-353144,997	282.934	70.211
	2014	331.556	538.830	1.557.747	870386,304	2.096.578	1.226.191
	2015	489.613	1.620.053	609.386	-1130440	1.010.667	119.773
	2016	530.164	367.925	884.602	898089	1.252.527	354.438
<b>Banagrario</b>	2010	359.647	859.225	-	-499578,4	-	359.647
	2011	500.422	474.970	1.001.357	25452	526.386	500.934
	2012	659.541	634.896	1.098.437	24644,3	463.541	438.896
	2013	350.471	256.445	558.852	606916	815.298	208.382
	2014	688.138	265.487	996.170	422651,3	730.684	308.033
	2015	776.980	70.748	724.202	847727,8	794.950	52.778
	2016	742.705	1.330.668	3.069.886	2073372,7	4.400.553	2.327.181
<b>Procredit</b>	2010	6.114	3.447	-	-9561	-	6.114
	2011	2.153	50.916	7.855	53069	58.771	5.702
	2012	4.324	24.324	6.443	-20000	17.881	2.119
	2013	1.702	44.863	9	-46565	44.854	1.711
	2014	10.872	30.007	17.361	19135	12.646	6.489
	2015	6.136	5.349	13.418	-787	8.069	7.282
	2016	6.272	3.505	12.148	-2767	8.643	5.876
<b>Bancamía S.A.</b>	2010	34.153	72.097	-	106250	-	34.153
	2011	82.409	32.050	165.255	114459	197.305	82.846
	2012	85.890	158.204	113.276	-72314	44.928	27.386
	2013	72.137	4.875	121.444	67262	116.569	49.307
	2014	79.091	81.714	110.400	-2623	28.686	31.309
	2015	77.277	154.720	23.488	231997	131.232	100.765
	2016	49.451	264.659	25.848	314110	290.507	23.603

<b>WWB S.A.</b>	2010	459	430	-	29,647	-	459
	2011	31.684	714.943	211.692	746627	926.635	180.008
	2012	33.550	41.234	80.403	-7684	39.169	46.853
	2013	45.242	53.827	73.340	-8585	19.513	28.098
	2014	76.415	74.790	114.016	151205	188.806	37.601
	2015	81.895	9.087	92.309	72808	83.222	10.414
	2016	82.937	20.352	112.307	62585	91.955	29.370
<b>Finandina</b>	2010	27.572	54.168	-	-26595,759	-	27.572
	2011	32.870	60.375	56.004	-27504,9	4.371	23.134
	2012	31.654	82.600	14.369	- 50.946	68.231	17.285
	2013	40.156	97.841	137.972	-57685	40.131	97.816
	2014	37.758	78.665	45.563	-40907	33.102	7.805
	2015	46.676	73.977	85.607	-27301	11.630	38.931
	2016	44.140	103.310	88.435	-59170	14.875	44.295
<b>Banco Falabella S.A.</b>	2010	24.432	171.301	-	195732,821	-	24.432
	2011	26.221	394.892	55.398	421113,467	450.290	29.176
	2012	42.134	216.981	102.280	-174847,036	114.701	60.146
	2013	53.299	5.502	89.150	47796,084	83.647	35.851
	2014	66.619	110.547	94.772	-43927,036	15.775	28.152
	2015	108.394	34.250	144.789	74143,775	110.538	36.395
	2016	103.908	149.934	82.569	-46026,398	67.365	21.339

Fuente: Elaboración propia datos obtenidos del las páginas web de las entidades analizadas

Para observar la trayectoria de las medidas financieras en el sector y efectuar las respectivas comparaciones, se hallaron los promedios de los tres indicadores para cada entidad financiera durante el tiempo de estudio. La gráfica 6 ilustra el comportamiento del EBITDA promedio, FENO y EBITDA ajustado correspondiente a cada establecimiento bancario, los cuales se encuentran en el eje X, enumerados de 1 a 11, de acuerdo al orden planteado en la tabla 4.

**Figura 6. Trayectoria promedio de los tres indicadores, Sector Financiero Colombiano**



Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de las páginas web de las entidades analizadas

Iniciando con las observaciones generales del sector, en la figura 6 se traza la trayectoria promedio de los tres indicadores en el rango de tiempo que abarca la investigación, los valores obtenidos para los indicadores financieros EBITDA y EBITDA ajustado, se detalla que ambos indicadores presentan algunas semejanzas en la trayectoria, justificado en el origen de su cálculo, sin embargo el EBITDA ajustado notablemente adopta valores mayores a los demás indicadores, lo que da lugar a interpretar que las variaciones del capital de trabajo influyeron positivamente en el crecimiento del nuevo indicador en el sector y como ejemplo de esto se tiene que, el EBITDA ajustado se proyectó por encima del EBITDA convencional y el FENO en el 76% de los bancos. EL EBITDA AJUSTADO mostró tendencias discrepantes al comportamiento del FENO, gráficamente no se observan relaciones o dependencias, puede sugerirse que ambos indicadores alcanzan objetivos determinados.

Los Bancos que presentaron valores similares en los tres indicadores, y que en la gráfica se denotan como entidad 13(Procredit), 14 (Bancamía),15 (WWB S.A), 16 (Finandina) y 17(Banco falabella), fueron autorizados como establecimientos bancarios entre los años 2009 y 2011, es decir son las entidades financieras más recientes en Colombia, que reportan el menor patrimonio y la menor utilidad operativa del sector.

Tabla 6. Coeficiente de correlación

Correlaciones		Ebitda	Ebitda ajustado	Feno promedio	
Rho de Spearman	Ebitda	Coeficiente de correlación	1,000	,912**	,025
		Sig. (bilateral)	.	,000	,926
		N	17	17	17
	Ebitda ajustado	Coeficiente de correlación	,912**	1,000	-,088
		Sig. (bilateral)	,000	.	,736
		N	17	17	17
	fenopromedio	Coeficiente de correlación	,025	-,088	1,000
		Sig. (bilateral)	,926	,736	.
		N	17	17	17

\*\* . La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de SPSS

Para validar si existe relación entre las tres variables, recurrimos al análisis estadístico, para esto verificamos que los datos de los indicadores EBITDA, FENO y EBITDA ajustado no tienen

distribución normal y por tanto procedemos a aplicar el coeficiente de correlación de Spearman, esta medida nos permite identificar el grado de relación que tienen las variables, en este caso, el EBITDA convencional presenta un coeficiente de 0,912 con el nuevo indicador EBITDA ajustado, es decir son directamente proporcionales, como se había mencionado anteriormente, esto se debe al origen de ambos indicadores, los cuales parten de la utilidad operativa del negocio, adicionando la depreciación y amortización.

El FENO y el EBITDA ajustado aunque tienen una relación negativa o inversamente proporcional muy débil dado que su coeficiente de correlación corresponde a -0.088, puede justificarse dicha correlación en que ambas poseen inmerso en su cálculo cuentas referentes al capital de trabajo de la empresa, lo que afecta el comportamiento de ambos indicadores.

### **Normas Internacionales de Información Financiera**

Para introducirnos en el análisis del comportamiento de los tres indicadores en cada entidad financiera, es fundamental resaltar los cambios en la preparación de los estados financieros, después de la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF por su sigla en español), cuyo objetivo es la conformación de un sistema único y homogéneo de alta calidad, comprensible, comparable, de forzosa observancia, aseguramiento de la información y equivalente con la de los demás emisores y conglomerados financieros del mundo.

La implementación parcial de las Normas Internacionales de Información Financiera para entidades de interés público, como son los bancos, fue requerida en el Decreto No. 2784 emitido

por el Gobierno Nacional en diciembre de 2012 y es mandatorio para el manejo de la contabilidad y preparación de los estados financieros de las entidades de interés público a partir del 1 de enero de 2015. Las Principales modificaciones contables de esta norma se citan a continuación (tomado del artículo NIIF en el sector financiero por Gerardo Hernandez, revista semana 21/05/2016:

- El esquema de provisiones planteado por las NIIF se fundamenta en un modelo de pérdida incurrida, mediante el cual se reconocen las provisiones solo si hay evidencia objetiva de que ya se ha producido un evento de pérdida y de que éste se puede estimar de forma fiable. Por esta razón ha recomendado exceptuar a los establecimientos de crédito de la aplicación del modelo de cartera de las NIIF.
- Las NIIF se fundamentan en ‘principios’ y su aplicación depende de las políticas y lineamientos adoptados por cada organización. Ya no existe un plan único de cuentas.
- La aplicación de estos nuevos principios genera impactos en la forma de analizar los indicadores financieros de uso común para el seguimiento del desempeño de las empresas. La información no es comparable entre el estándar colombiano vigente hasta 2014 y las NIIF, y tampoco es comparable la información directamente bajo el estándar NIIF sin tener en cuenta la desagregación en las notas a los estados financieros
- Las NIIF implican la revelación de información especial que antes no se presentaba; a manera de ejemplo, la revelación de las políticas de gestión de riesgos ya no es un tema exclusivo de las instituciones financieras pues las NIIF requieren que todas las empresas revelen la gestión de riesgos de liquidez, crédito, mercado, entre otros.
- La tecnología se convierte en un factor fundamental de la adecuada adopción y aplicación de las NIIF.

- Se requieren esfuerzos en la consecución de especialistas para las nuevas exigencias de información que antes no se revelaban al mercado, como por ejemplo el desarrollo de las metodologías de gestión de riesgos, para determinar obligaciones que requieren la realización de cálculos actuariales y uso de tasas libres de riesgo, así como la medición del deterioro de algunos activos, designación y efectividad de coberturas, cálculo de las reservas técnicas de seguros con el mejor estimado, etcétera.
- Las NIIF establecen los requisitos técnicos según los cuales una entidad debe consolidar la información financiera de todas las entidades y negocios controlados, principios que dirimen las diferencias para establecer el tipo de entidades que debían considerarse, garantizando de esta forma el reporte de los estados financieros consolidados de la matriz y sus subsidiarias.

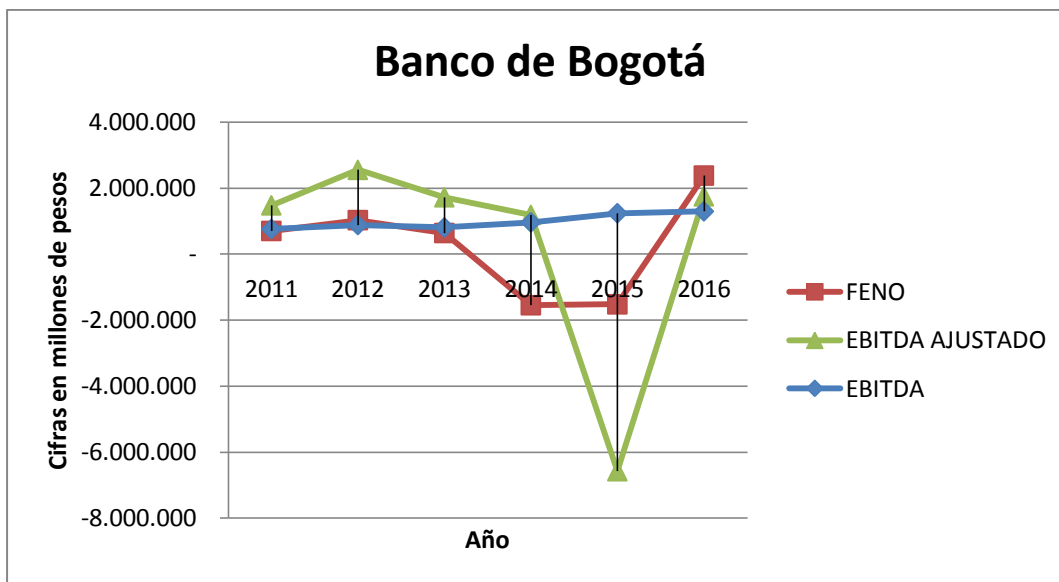
Con la aplicación de las NIIF se elimina la diferencia regulatoria con la ley comercial colombiana en el cálculo y registro de las utilidades generadas por las subordinadas, pues ahora se exige la utilización del método de participación.

### **Análisis comparativo de los indicadores FENO, EBITDA ajustado y EBITDA convencional**

A continuación, se realiza un análisis comparativo entre los resultados obtenidos para el EBITDA calculado, el Flujo de Efectivo Neto de Operaciones (FENO) y el EBITDA convencional, registrado para los establecimientos bancarios de Colombia en el periodo 2010-2016. Los gráficos individuales que se citan seguidamente proyectan el comportamiento de los tres indicadores financieros en estudio para el periodo en estudio en cada uno de los 17 establecimientos bancarios que conformaron la muestra.



**Figura 7. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Bogotá**

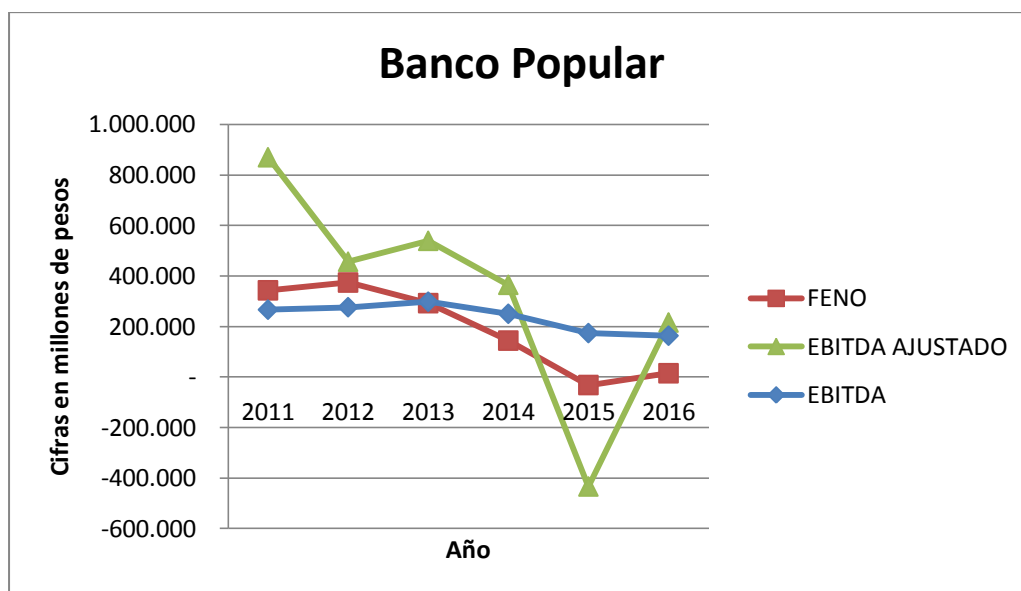


Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancodebogota.com.co](http://www.bancodebogota.com.co)

De los tres indicadores, el EBITDA ajustado es el más sobresaliente, dado que toma valores superiores al FENO y al EBITDA (que se mantiene sin fluctuaciones), además refleja un comportamiento acorde al comportamiento financiero de la entidad, puesto que su crecimiento en el año 2012 se ve influido por la variación positiva del capital de trabajo, como resultado de la emisión de bonos internacionales. De otra parte, en el año 2013 el FENO del Banco de Bogotá se ve afectado por la expansión de la entidad, lo cual requirió la salida de recursos. Observamos que en el año 2015 el EBITDA AJUSTADO presenta una fuerte caída, frente a los demás indicadores (EBITDA y FENO), en este periodo los estados financieros fueron reportados bajo la nueva normatividad impuesta por la ley 1314 de 2009, teniendo como novedades en los estados

financieros que, los títulos participativos que conformaban las inversiones hasta el 2014, para el año 2015, se presentan con un nuevo registro en el balance general, como “inversiones en subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos”, como activos no corrientes, por lo cual el capital de trabajo considerado hasta el 2014 se reduce notoriamente. Por lo anterior, la aplicación de las Normas de Contabilidad y de Información Financiera aceptadas en Colombia afecta la comparabilidad en relación con el periodo anterior.

**Figura 8. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco Popular**

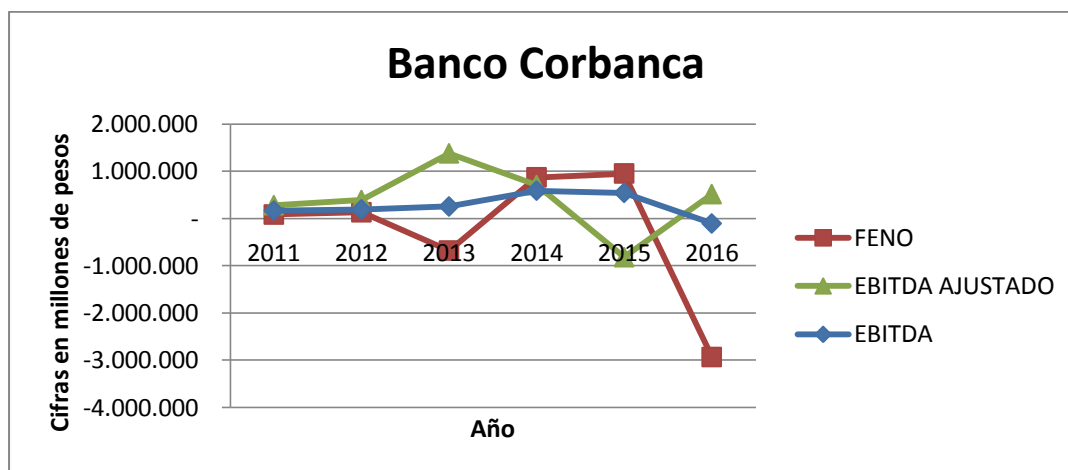


Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancopopular.com.co](http://www.bancopopular.com.co)

De acuerdo con el gráfico anterior, los datos no presentan tendencias que permitan identificar alguna relación entre las tres variables en estudio. Por su parte es de resaltar que El EBITDA AJUSTADO, marca cambios en el capital de trabajo que se ajustan mucho más a la realidad de

la entidad. Como ejemplo el EBITDA AJUSTADO denota los buenos resultados obtenidos por la entidad y su variación positiva en el capital de trabajo durante los años 2010 y 2011, hecho que soporta los logros del Banco Popular en este periodo, escogido por la firma internacional World Finance con sede en Londres como “El Mejor Banco Comercial de Colombia”, otorgándoles el premio “World Finance Banking Awards”, gracias a su desempeño sobresaliente en el año 2010, destacándose por el equilibrio que logró mantener entre altos niveles de rentabilidad y un adecuado control de riesgo. Es de resaltar que el FENO se mantuvo por debajo del EBITDA AJUSTADO hasta el año 2015, donde el EBITDA AJUSTADO tomó su menor valor, debido a que la utilidad operativa reportada para el año 2015 del Banco popular cayó notablemente frente al año anterior y no la entidad no fue ajena a los cambios generados con la implementación de las NIIF. El EBTDA no sufrió mayores cambios en los años de estudio, mientras el FENO tuvo una trayectoria decreciente hasta 2015.

**Figura 9. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco Corbanca**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.corbanca.com](http://www.corbanca.com)

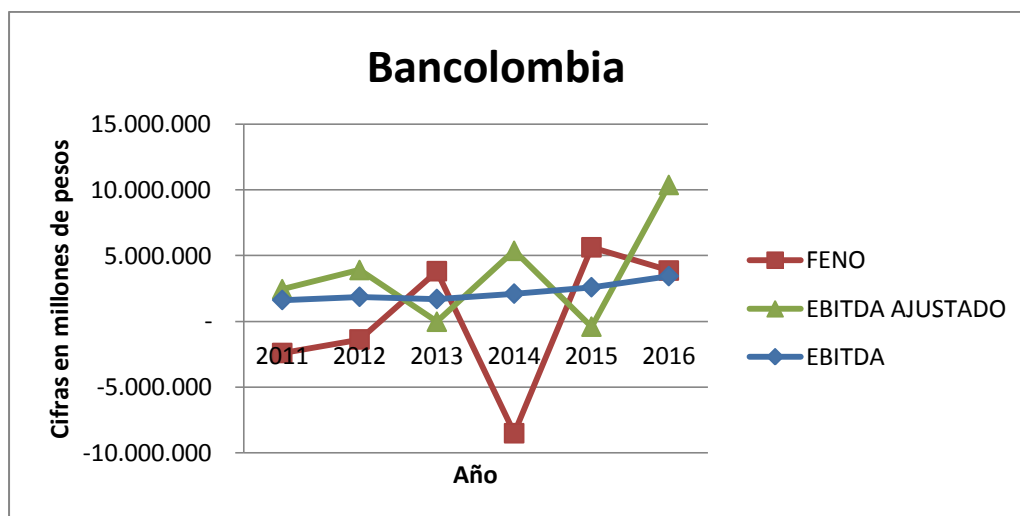
Durante el año 2011 y 2012 , los valores del FENO, EBITDA y EBITDA AJUSTADO se mantuvieron estables y con tendencia semejante, lo que refleja que no se presentaron variaciones representativas en el capital de trabajo y las utilidades presentaron un leve crecimiento en estos años.

Para el año 2013 el comportamiento de los indicadores marca discrepancias, el EBITDA AJUSTADO se ve influenciado positivamente por que la utilidad operativa es superior a la del año inmediatamente anterior, adicional a esto, el capital de trabajo presenta la mayor variación frente a los demás periodos de estudio, justificado en el aumento de las inversiones y ampliación de la cartera de créditos y esto debido a que el banco Corbanca se convierte en el máximo accionista de Helm Bank, de allí también la caída del FENO en este periodo, por la salida de recursos.

En el año 2016 Corbanca reporta desplome en las utilidades, lo que explica que el FENO tomó su menor valor en el año 2016. Sin embargo este mismo año, Itaú Unibanca se convirtió en el controlador de Corbanca Colombia a través de su casa matriz en Chile, a esto se atribuye que El EBITDA AJUSTADO repunte en el 2016, influenciado principalmente por la variación positiva del capital de trabajo.

**Figura 10. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016**

**Bancolombia**

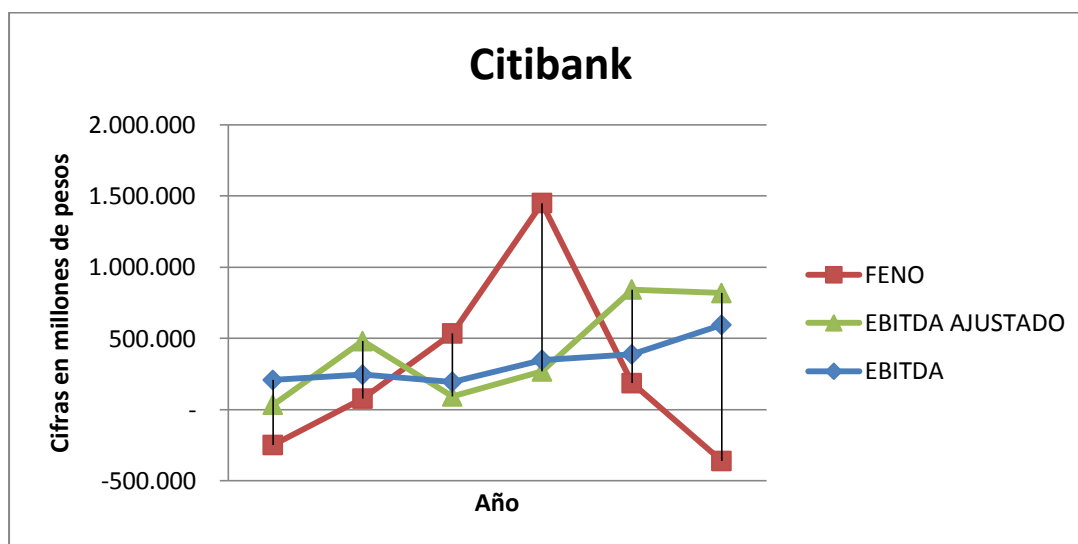


Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancolombia.com.co](http://www.bancolombia.com.co)

Bancolombia es el principal banco de Colombia por el tamaño de su patrimonio y activos, su EBITDA presenta una trayectoria estable en los años que comprende el estudio, a diferencia del comportamiento que traza el FENO y el EBITDA AJUSTADO. En el año 2014 el FENO de esta entidad alcanzó una cifra negativa de 8.512.534 (Expresados de millones de pesos Colombianos), como resultado de la más grande y exitosa capitalización de una entidad financiera colombiana mediante la emisión de acciones preferenciales, representando al FENO una mayor carga de cuentas por pagar e intereses, además de una leve disminución de la utilidad operativa. Este mismo año, Bancolombia logró las utilidades más altas frente a los años anteriores, resultado que refleja el comportamiento del EBITDA AJUSTADO, a esto, se suma la inyección de capital producto de emisión de acciones.

Para el año 2016, se obtuvo una variación positiva del capital de trabajo, con un crecimiento en la cartera superior en términos nominales respecto al 2015, justificado principalmente por la fusión con leasing Bancolombia. Cabe anotar que en 2016 Bancolombia realizó grandes inversiones en tecnología y adecuación física de sus oficinas de servicio, lo que produjo cifras menores del FENO frente al año anterior en el FENO.

**Figura 11. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco Citibank**

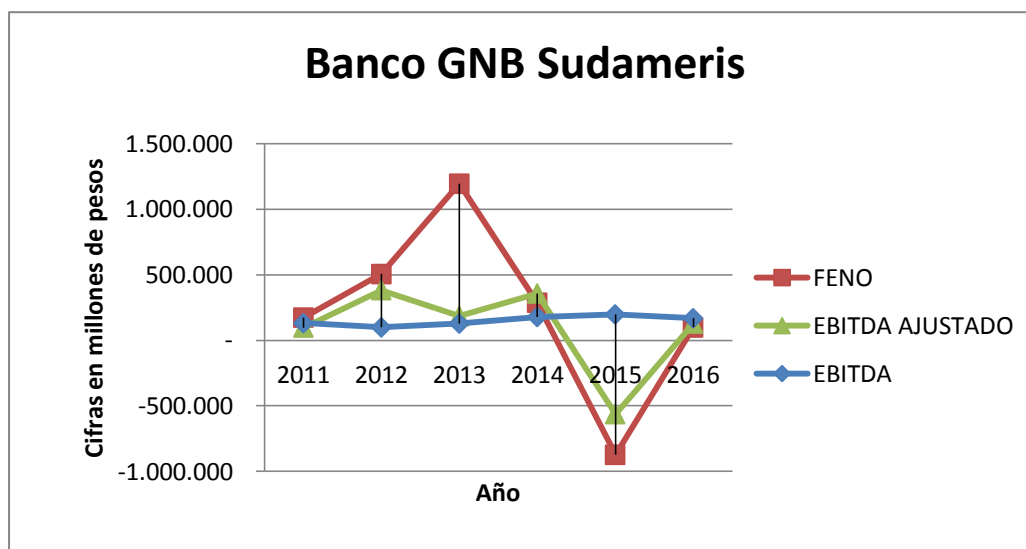


Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.citibank.com.co](http://www.citibank.com.co)

Citibank no fue ajeno a esta desaceleración económica en 2013, sus utilidades disminuyeron respecto al año anterior, este resultado estuvo acompañado de una variación negativa del capital de trabajo y a esto se suma que el patrimonio decreció un 4% respecto al 2012, tal como lo muestra el EBITDA AJUSTADO que marca la caída en las ganancias de la entidad para el año 2013. En el año 2014 el FENO obtuvo mayor valor de los periodos que se estudian, debido a

que la utilidad del banco creció, la cartera comercial aumento el 40%, se dio una recomposición entre los activos líquidos dado que se aumentaron los disponibles, simultáneos, interbancarios y transferencia temporal de valores activas y se dio una disminución en la inversiones, así mismo aumentaron los depósitos y disminuyeron los títulos emitidos debido al cambio de estructura de fondeo a largo plazo, lo que refleja un buen manejo de capital y aumento en la liquidez. Finalmente no se observa ninguna relación o dependencia entre los tres indicadores.

**Figura 12. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco GNB Sudameris**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.sudameris.com.co](http://www.sudameris.com.co)

Para el caso del Banco GNB Sudameris, los indicadores EBITDA, FENO Y EBITDA AJUSTADO no presentan relaciones entre sí de acuerdo al gráfico expuesto. Se denota

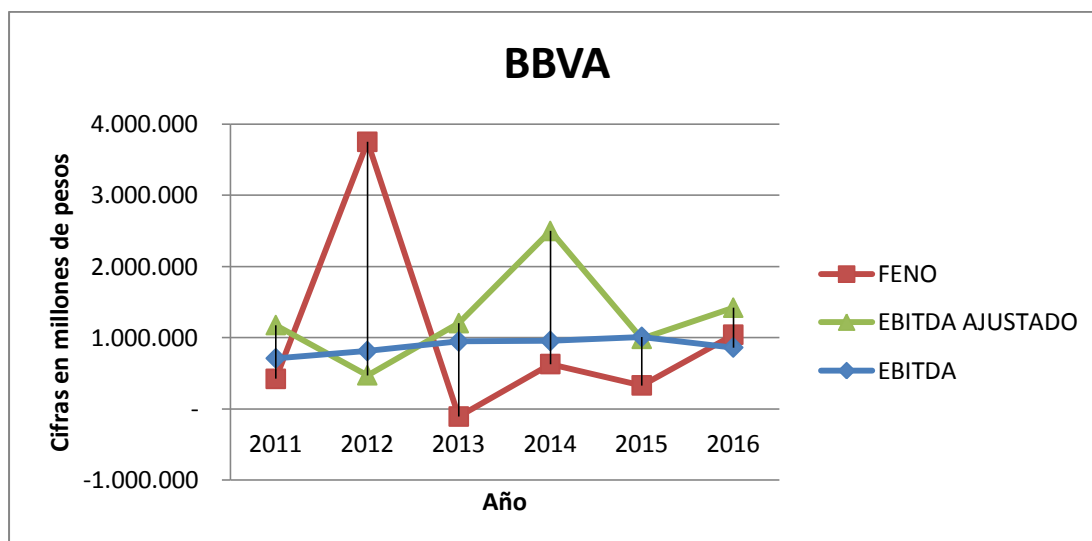
principalmente el comportamiento del FENO, el cual muestra fluctuaciones representativas durante el periodo en estudio.

Es de mencionar que el FENO se mantuvo por encima de del EBITDA y EBITDA AJUSTADO entre los años 2011 y 2016, lo cual representa un buen manejo del capital de trabajo por parte de esta entidad. El crecimiento del FENO a partir del año 2011, 2012 y 2013, se generó por la inyección patrimonial que recibió en el primer semestre de 2012 situación que también influyó en el repunto del EBITDA ajustado. Adicional a esto, en el segundo semestre del año 2012 se realizó la emisión y colocación de bonos subordinados en el exterior por parte de Sudameris. En Julio de 2013 aumentaron las transacciones de los bienes recibidos en pago, a continuación se realizó la adquisición de HsBC Perú, HsBC Paraguay y HsBC Uruguay y en el año 2014 se continuó con la adquisición del Banco GNB Colombia y su Fiduciaria, de allí la caída del valor del FENO, puesto la salida de recursos en estas operaciones.

A pesar de que la utilidad operativa creció en el año 2015, la caída del EBITDA AJUSTADO en este año, se ve influida por la implementación de Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), teniendo como novedades en los estados financieros que, los títulos participativos que conformaban las inversiones hasta el 2014, para el año 2015, se presentan con un nuevo registro en el balance general, como “inversiones en subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos”, causando una variación negativa del capital de trabajo frente al año anterior.



**Figura 13. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco BBVA**



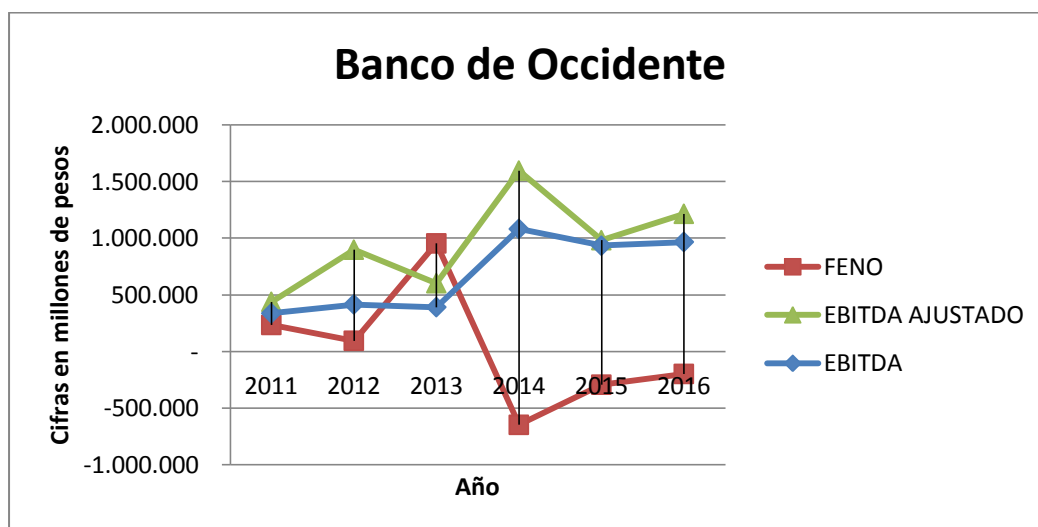
Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bbva.com.co](http://www.bbva.com.co)

En la gráfica anterior, observamos que el comportamiento del EBITDA conserva valores muy constantes, sin revelar novedades económicas que se presentaron en el comportamiento financiero del Banco BBVA entre los años 2011 y 2016.

El FENO presenta un incremento sobresaliente en el año 2012, toma su valor más alto como respuesta al fortalecimiento patrimonial de BBVA Colombia, dicho incremento se explica por la capitalización de \$242 mil millones de las utilidades de 2011 y la acumulación de los Beneficios de 2012, lo que se traduce en liquidez para la empresa. Sin embargo es de resaltar que a pesar de la variación positiva de Capital, el EBITA ajustado, se ve influido por una leve caída en la utilidad operativa frente al año anterior.

2014 el capital de trabajo neto operativo presento una variación positiva que al sumarlo a la utilidad operativa provocó el repunte del EBITDA AJUSTADO, resultado de la expansión de la entidad con la apertura de 42 nuevas oficinas. Adicional a ello, se instalaron 85 cajeros automáticos nuevos y se incremento el número de corresponsales bancarios, dejando como resultado nuevos clientes.

**Figura 14. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Occidente**



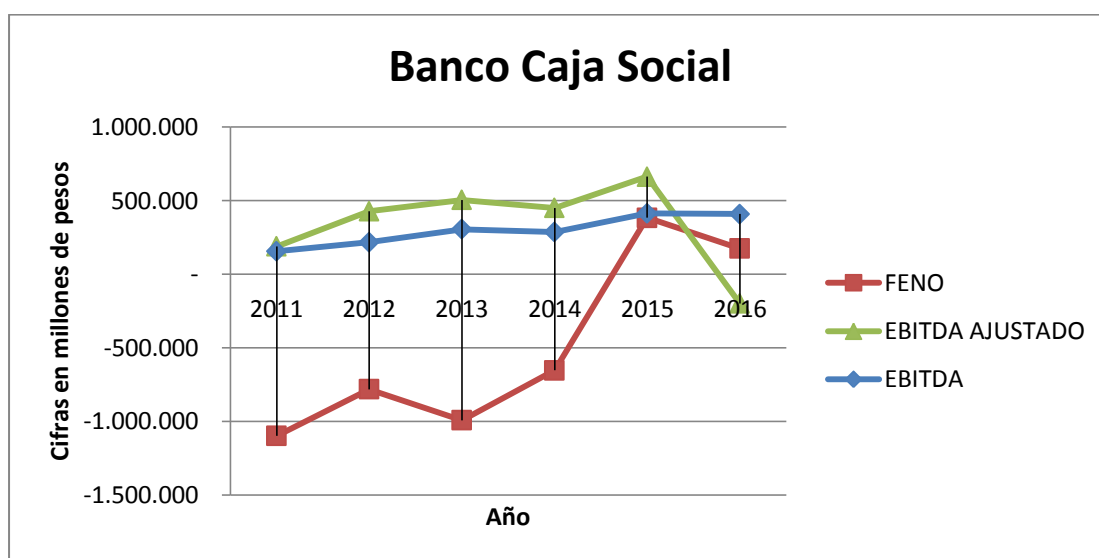
Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancodeoccidente.com.co](http://www.bancodeoccidente.com.co)

El banco de Occidente mantuvo el EBITDA AJUSTADO por encima de los demás indicadores en el rango de tiempo que involucró el estudio, excepto en el año 2013, cuando el FENO se posiciona por encima de los demás indicadores, como consecuencia de la emisión de bonos ordinarios que efectuó el Banco de Occidente, ampliando así las fuentes de recursos disponibles para el ejercicio de su actividad de intermediación financiera.

En el año 2014 se genera mayor discrepancia entre los indicadores, mientras el FENO experimenta su mayor caída y el EBITDA AJUSTADO presenta un crecimiento notorio frente a los demás años. Esta situación surge producto de las importantes inversiones tecnológicas como también en el Recurso Humano, que realizó el Banco de Occidente con el fin de blindar la organización frente al Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo, otra novedad fue la actualización del diseño de sus oficinas, lo que provoca salida de recursos que afectan el FENO, y una disminución de los equivalentes a efectivo.

Por su parte el EBITDA AJUSTADO proyecta el beneficio operativo que para el 2014 logró el Banco de Occidente y su variación positiva en el capital de trabajo neto operativo, derivado del aumento en las inversiones y la cartera de créditos.

**Figura 15. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco Caja Social**



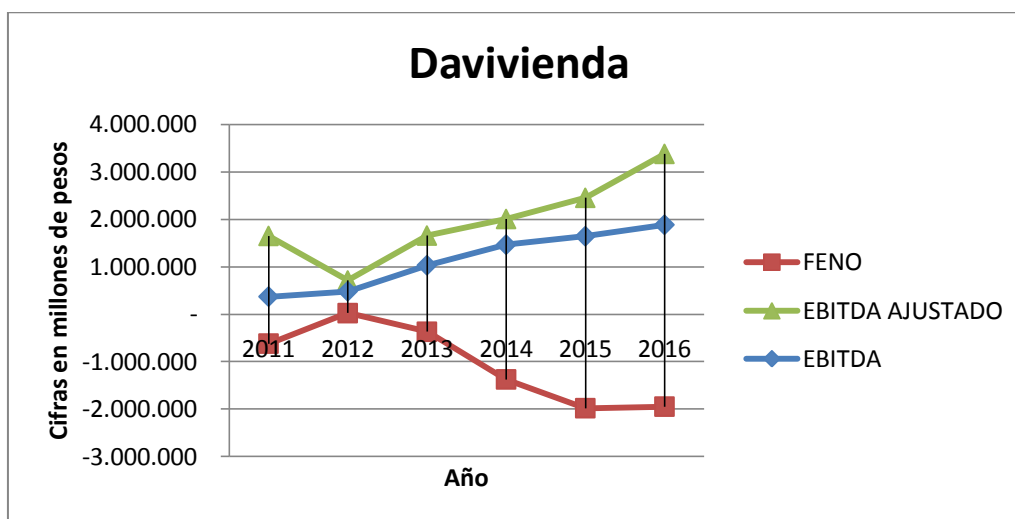
Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancocajasocial.com](http://www.bancocajasocial.com)

En la gráfica anterior, puede observarse en el Banco caja social la tendencia del FENO a mantenerse por debajo del EBITDA y el EBITDA AJUSTADO, en 2011 el resultado del FENO presento su menor valor, para este periodo se realizó el lanzamiento de la nueva imagen del banco, que destino recursos a la investigación y creación de la nueva marca, se instalaron 27 nuevos cajeros y se dio apertura a 25 corresponsales Bancarios.

El EBITDA AJUSTADO mantuvo un comportamiento sin variaciones representativas hasta el año 2016, donde la variación del capital de trabajo neto operativo fue negativa y la utilidad operativa presento una leve caída. El EBITDA reflejo un trayecto muy plano para este periodo, excluyendo factores que permitan aproximarse a la situación económica real del banco en los años de estudio.

En el 2016 el Banco aumento la cobertura de la cartera realizando provisiones adicionales individuales de carácter voluntario. Los depósitos y exigibilidades al cierre de 2016 ascendieron a \$10 billones; por su parte, el rubro de títulos emitidos presentó un crecimiento al pasar de \$103 mil millones a \$511 mil millones derivados de la emisión de bonos subordinados por \$400 mil millones efectuada por el Banco. Se destaca el crecimiento de las fuentes de fondeo generado por la captación atomizada y a bajo costo del segmento masivo.

**Figura 16. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Davivienda**



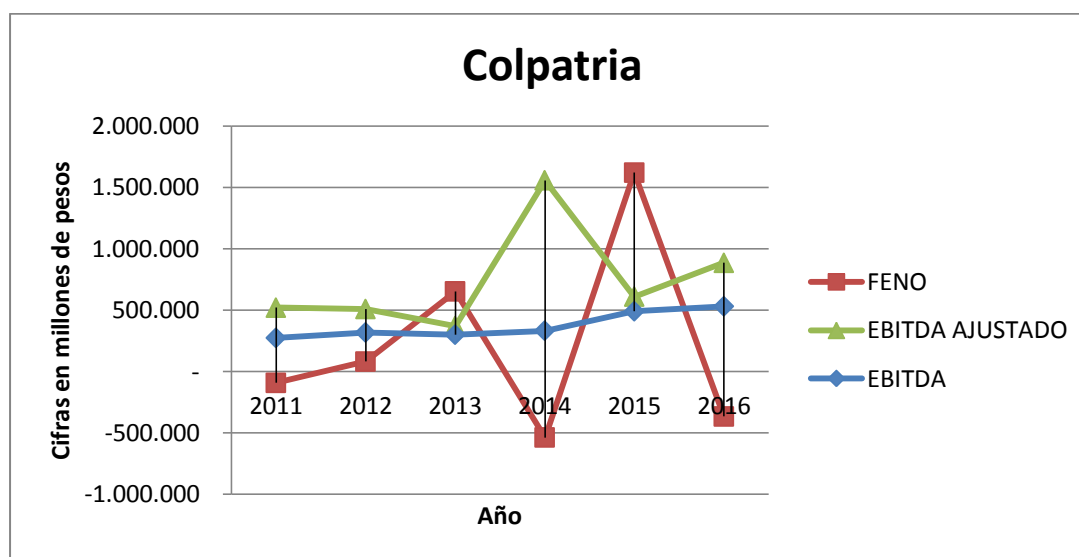
Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.davivienda.com](http://www.davivienda.com)

El Banco Davivienda tuvo diferencias marcadas en el comportamiento del FENO y el EBITDA AJUSTADO, podría asumirse de acuerdo al gráfico anterior, que las variables presentan una relación indirecta, producida particularmente por las variaciones de capital de trabajo. Durante el año 2011 Davivienda realizó la emisión de acciones preferenciales, que permitió apalancar su constante crecimiento y aumentar el capital de trabajo, acompañado de una mayor utilidad operativa frente al año anterior.

El EBITDA AJUSTADO presenta una caída en el año 2012, aunque el capital de trabajo creció, su variación fue menor comparada con el año 2010 y 2011. Cabe resaltar que la utilidad operativa de Davivienda presentó crecimiento constante en los años que comprende el estudio.

Para finales del año 2012 Davivienda firmó un acuerdo para que HSBC Costa Rica, HSBC Honduras y HSBC El Salvador formaran parte del Banco, fortaleciendo su presencia regional, lo que impacta el FENO principalmente en el año 2013. En este mismo año cerró el acuerdo con una de las firmas comisionistas de Bolsa más importantes del país, Corredores Asociados, fortaleciendo la oferta de negocios en la línea de portafolios administrados por terceros, lo que representa crecimiento en el capital de trabajo y a su vez salida de recursos que impactan el flujo de efectivo.

**Figura 17. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Colpatria**



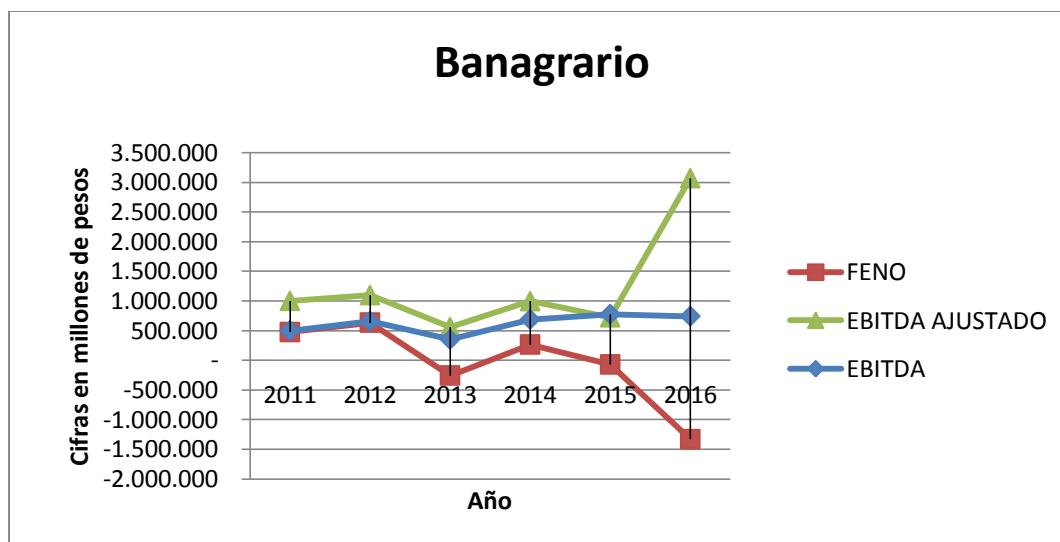
Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.colpatria.com](http://www.colpatria.com)

El banco Colpatria mantuvo un EBITDA al alza sin mayores alteraciones, mientras el comportamiento de FENO y el EBITDA ajustado sufrieron cambios representativos, derivado de una variación positiva en el capital de trabajo después de que Colpatria se quedó con el 99.87%

de las acciones ordinarias en circulación de Scotiabank en el año 2014, de igual manera la salida de recursos se ve reflejada en la caída del FENO y a su vez en el crecimiento de la utilidad operativa y el capital impulsan el repunte de EBITDA ajustado.

Cabe resaltar que en el año 2014 el FENO también se vio afectado con la sanción que le fue impuesta al Banco Colpatria por parte de Superintendencia Financiera, debido a la infracción de normas relacionadas con la actualización de la información, situación que no modificó el EBITDA AJUSTADO, indicador que reflejo el beneficio operativo real de la entidad en este periodo.

**Figura 18. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Banagrario**



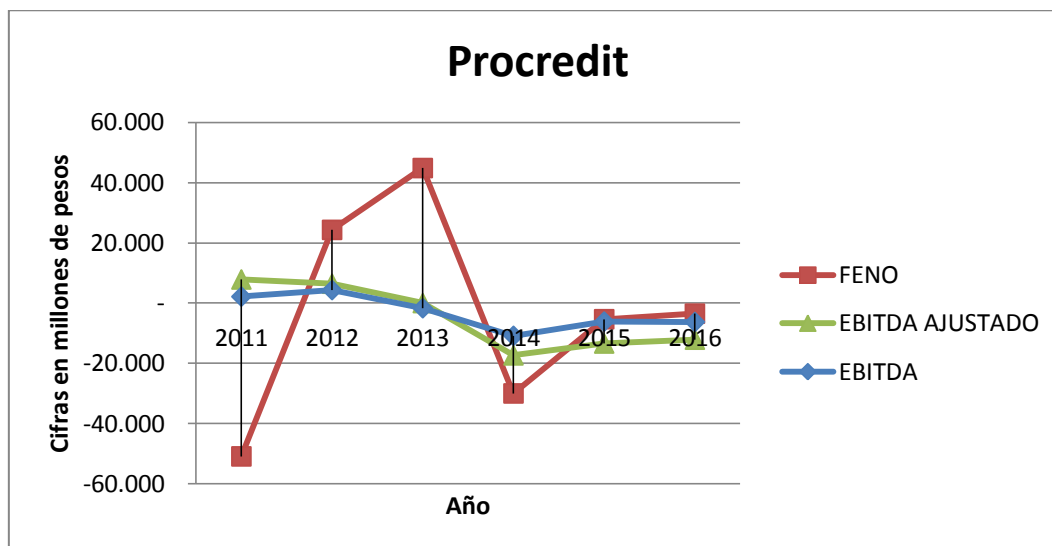
Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancoagrario.gov.co](http://www.bancoagrario.gov.co)

El Banco Agrario es una entidad financiera estatal creada con el objetivo de prestar servicios bancarios en el sector rural. El FENO del Banco Agrario conservó una trayectoria de valores menores al EBITDA AJUSTADO durante los periodos que comprende la investigación. En el año 2013 se observa una caída en los tres indicadores graficados, cabe resaltar que fue un año de situaciones contrapuestas para la economía colombiana, por una parte, se presentaron paros agrarios, huelgas en algunos sectores y pérdida generalizada en el valor de las acciones. Adicional a esto, en este mismo año el Banco Agrario realizó la remodelación de 503 oficinas se llevo acabó la apertura de 5 más, la instalación de 161 cajeros automáticos y se sumaron 6974 corresponsales Bancarios, lo que implico la salida de recursos que soportaron la expansión, y a su vez crecimiento en el capital de trabajo operativo, mediante el mayor cubrimiento, la vinculación de nuevos clientes y crecimiento de la cartera.

En el año 2016, la los indicadores FENO y EBITDA AJUSTADO, reflejan su mayor distanciamiento, el saldo en créditos obtuvo un crecimiento del 13% frente a 2015 , se mejoró la calidad de la cartera, aumentaron las cuentas por cobrar, lo que impulso el repunte del EBITDA AJUSTADO, así mismo la utilidad operativa disminuyó, se causaron mayores intereses por concepto de obligaciones financieras y depósitos respecto al periodo anterior, afectando el comportamiento del FENO.



**Figura 19. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Procredit**

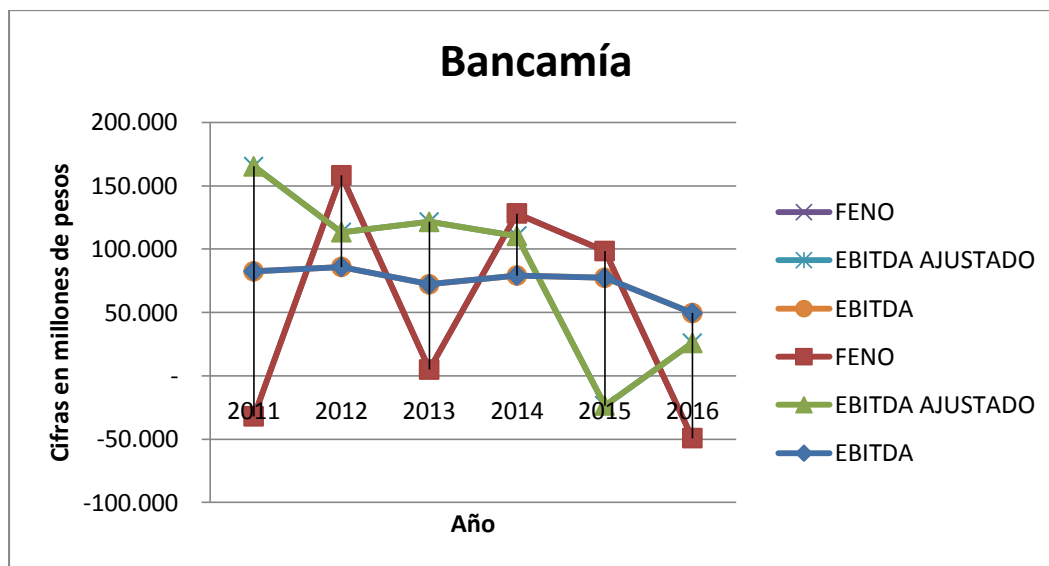


Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancoprocredit.com.co](http://www.bancoprocredit.com.co)

El Banco Procredit opera en el país desde el año 2009, es el banco más pequeño del país por nivel de cartera y depósitos. De acuerdo con el gráfico que proyecta los tres indicadores que involucra el estudio, la tendencia del EBITDA y el EBITDA AJUSTADO se torno sin mayores variaciones, asemejándose los valores de ambos en todos los periodos, lo que se traduce en un escaso crecimiento del capital de trabajo neto operativo en el rango de periodos que abarca el presente análisis. Es importante mencionar que Procredit únicamente reportó utilidades operativas positivas en el año 2012, los demás años estuvieron marcados con pérdidas operacionales en los estados financieros. En 2011 el banco enfrentó el reto de alcanzar un adecuado nivel de fondeo del crecimiento de la cartera, los depósitos del público, cuenta corriente, ahorros y CDTs, mostraron una reducción absoluta, esta variación se concentró en la partida de Certificados de Depósito a Término que disminuyó en el ejercicio, mientras que la cuenta corriente presentó un crecimiento, y los depósitos de ahorros una variación positiva. Esta

dinámica se explica por el interés del banco en disminuir su concentración en depósitos de corto plazo, buscando diversificar y atomizar el riesgo. El FENO marca su mayor repunte en el año 2013, tiempo en el que Procredit comenzó su reorganización, llevando a cabo el cierre y reubicación de oficinas, reducción de funcionarios y una inversión importante en capacitación de personal. Liberándose de carga operativa pesada en relación al volumen de su negocio, lo que le genera nuevamente dinamismo al FENO en el año 2013.

**Figura 20. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Bogotá**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancamia.com.co](http://www.bancamia.com.co)

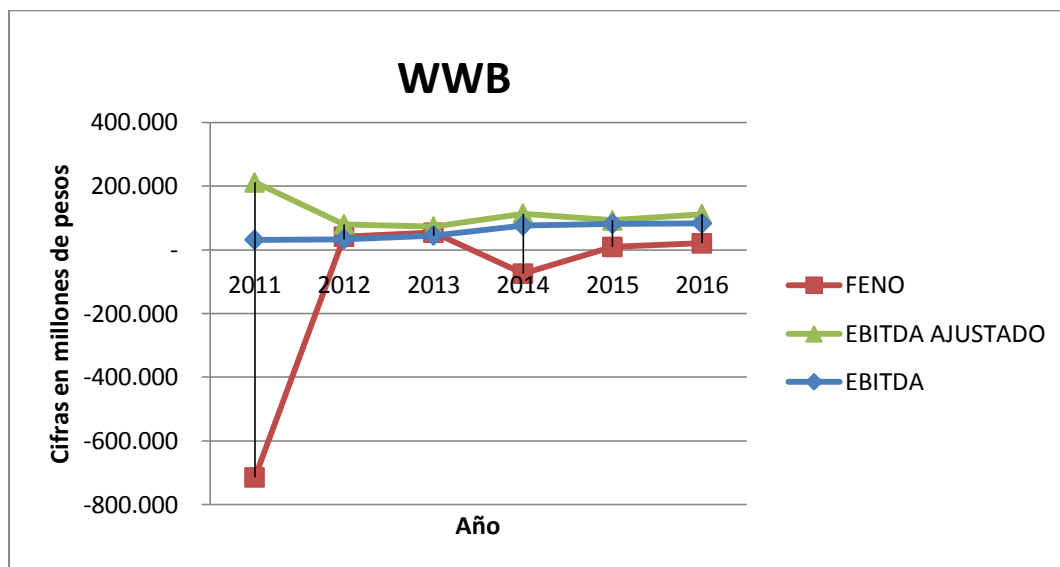
Bancamía mantuvo un EBITDA relativamente plano durante los años 2011-2016, comportamiento que no explica satisfactoriamente los cambios en el capital de trabajo o novedades económicas de la organización. De otro lado, el FENO marco un comportamiento variable, cayendo seguidamente en el año 2015 y 2016, la disminución del FENO de Bancamía

en 2015 estuvo influenciada por la salida de recursos destinados a su expansión, con la apertura de 14 nuevas oficinas, el contrato con el proveedor de servicios de transacciones Tranza S.A.S., a través de su marca MovilRed, bajo el modelo de Corresponsales Bancarios y el lanzamiento de la banca virtual. Así mismo, el FENO se vio afectado con la disminución del ingreso por concepto de cobros realizados bajo comisiones, otras actividades ordinarias y de operación.

Para 2015, aumentaron las obligaciones financieras y cuentas pagar, además se generó una disminución en las inversiones, causando una variación negativa en el capital de trabajo, que provocó la caída del EBITDA ajustado, a esto se suma la implementación de la nueva normatividad contable en la presentación de los estados financieros.

En el 2016 las utilidades cayeron, las inversiones se redujeron frente al año anterior y se incrementó el salario a los colaboradores de la entidad, de otro lado, el aumento en la cuenta de instrumentos financieros de corto amortizado, generó un mayor valor en el pago referente a depósitos y exigibilidades que el año anterior, sin embargo el EBITDA AJUSTADO proyectó crecimiento, en base a la variación positiva del capital de trabajo el año 2015 – 2016 frente a los periodos 2014-2015.

**Figura 21. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco WWB**



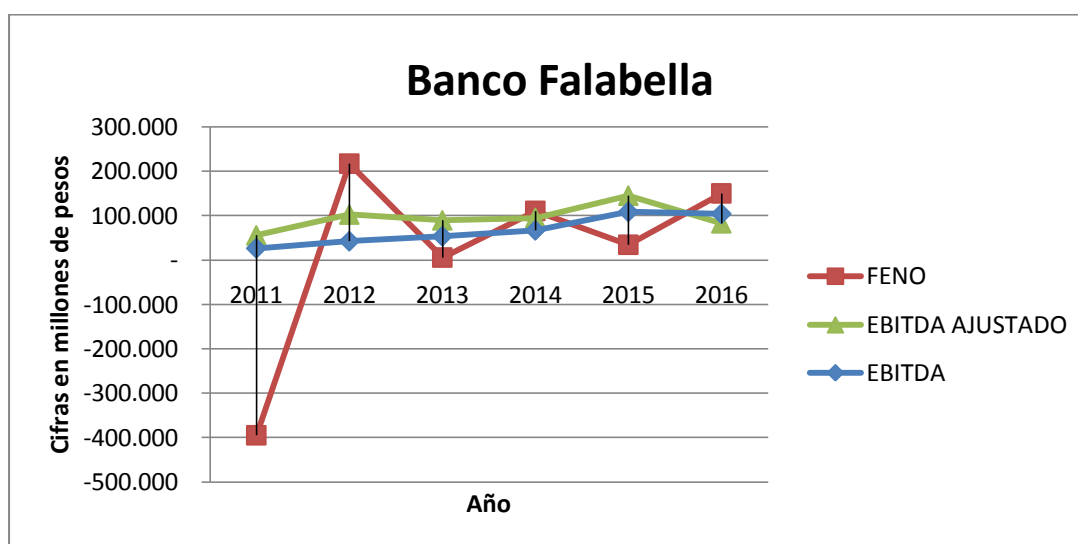
Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancowwb.com](http://www.bancowwb.com)

Los tres indicadores involucrados en el estudio, no mostraron ningún tipo de tendencia o relación, cada uno tuvo un comportamiento independiente. En el año 2011, el FENO tomó valores negativos teniendo en cuenta que Banco WWB inició su operación como Banco en febrero de este mismo año, periodo en el cual empieza la expansión con la apertura de 25 oficinas, la oferta de nuevos productos y canales de comunicación con el cliente, lo que se traduce en la salida de recursos que influyen el resultado del FENO.

El EBITDA AJUSTADO por su parte alcanzó su mayor repunte en 2011 como respuesta al incremento en la utilidad operativa del banco frente al año anterior (que operaba como fundación) y la variación positiva del capital de trabajo que se apalancó mediante la emisión de acciones ordinarias, las cuales ampliaron el capital suscrito y pagado del Banco W.

Para 2014, nuevamente el FENO reporta una caída, derivado de un menor valor en los equivalentes a efectivo e incremento en las cuentas por pagar, pudiéndose explicar esto, en la apertura de 12 nuevas oficinas y el aumento en las provisiones para cartera de crédito. El EBITDA AJUSTADO respondió al crecimiento en la utilidad operativa y el capital de trabajo comparado con el año 2013.

**Figura 22. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco Falabella**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancofalabella.com.co](http://www.bancofalabella.com.co)

En el año 2011 la superintendencia financiera, autorizó a la compañía de financiamiento CMR falabella S.A la conversión a banco Falabella, de allí se derivó un proceso de expansión y apertura de nuevas oficinas en el país. De acuerdo a la gráfica anterior, el EBITDA y EBITDA AJUSTADO presentan una trayectoria con una reducida inclinación que refleja el crecimiento en

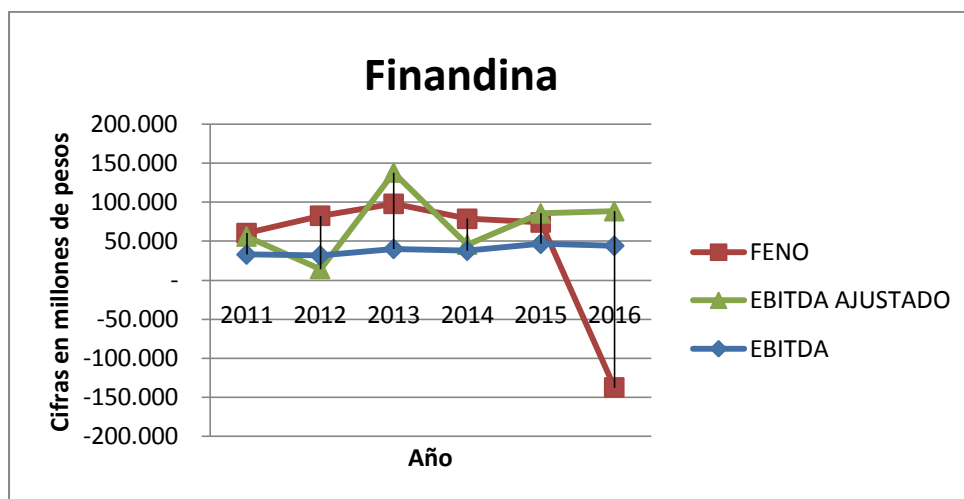
las utilidades propias del negocio y el capital de trabajo neto operativo durante los periodos en estudio.

De los tres indicadores proyectados, el que presentó mayor dinamismo fue el FENO, en 2011 su resultado notablemente negativo, responde a que las inversiones se duplicaron, las obligaciones financieras, las provisiones de cartera de créditos, intereses y cuentas por cobrar aumentaron representativamente respecto al año 2010.

El EBITDA AJUSTADO tuvo su mejor valor en el año 2015, la variación del capital de trabajo, se vio afectada positivamente por el reconocimiento de cuentas por cobrar por devoluciones de la DIAN, comisiones por cobrar y recaudos a través de los diferentes canales diferentes a las oficinas, así mismo, Banco Falabella alcanzó la mayor utilidad operativa, justificado, los activos de Banco crecieron, principalmente el aumento de la colocación de tarjetas de crédito y por ende el ingreso por intereses (cabe resaltar que la cartera de crédito es el activo más importante de esta entidad y el 69% de la cartera de crédito corresponde a tarjeta de crédito).

Por otra parte, el FENO presenta una caída en el año 2015, una de las razones que explica este comportamiento es la salida de recursos enfocados en proyectos de fortalecimiento de la infraestructura tecnológica que se montaron en el año 2015.

**Figura 23. Comportamiento de los tres indicadores financieros periodo 2011 – 2016 Banco de Finandina**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la página oficial del banco [www.bancofinandina.com](http://www.bancofinandina.com)

Entre las tres variables no se observa ninguna relación, cada una explica situaciones económicas determinadas de la organización en un periodo, es decir se complementan, permitiendo un mayor análisis y una aproximación a la realidad económica de la entidad Finandina, nace como Establecimiento Bancario en el año 2011, antes operaba como una compañía de financiamiento. De acuerdo a la trayectoria del indicador EBITDA, no se observan mayores variaciones, más que un leve crecimiento en la utilidad operativa propia del negocio.

Aunque en el año 2013 la utilidad operativa creció respecto al 2012, El EBITDA AJUSTADO tuvo su mayor repunte en este año derivado de la colocación de 100.000 millones de bonos por parte de Finandina, destinados ampliar fuentes de recursos disponibles para el desarrollo de las

operaciones activas de crédito de la entidad, así como para sustituir parcialmente algunas fuentes de fondeo, lo que se traduce en una variación positiva del capital de trabajo.

El FENO siguió una trayectoria sin mayores fluctuaciones, en el año 2015 el banco fortaleció la virtualización de sus servicios e incorporó nuevas herramientas para facilitar la relación con el cliente, para ello se destinaron recursos que afectaron el comportamiento del FENO.

En 2016 El EBITDA AJUSTADO no tuvo mayor crecimiento frente al año anterior, la caída general en la venta de vehículos (principal línea de financiamiento de esta entidad) no fue ajena a la utilidad operativa alcanzada por Finandina para este año.



## 11. Conclusiones

Para concluir, el EBITDA presentó un comportamiento constante, que por sí solo no logró definir la situación económica real de los establecimientos Bancarios o aproximarse al flujo real de efectivo, debido a que en su cálculo desconoce factores contables importantes de las entidades financieras. El EBITDA ajustado mostró mayor sensibilidad que el EBITDA frente a los cambios económicos de la empresa.

EBITDA ajustado se proyectó por encima del EBITDA convencional y el FENO en el 76% de los bancos. Aunque el FENO tuvo fluctuaciones representativas durante los años 2011 y 2016, el común denominador de este indicador fue mantenerse por debajo del EBITDA AJUSTADO, mientras el EBITDA conservó la posición media.

El indicador propuesto, al estar formulado en términos del EBITDA (Utilidad operacional con amortizaciones y depreciaciones) continuará sirviendo como herramienta que refleja el comportamiento operacional de la empresa en su objeto social propiamente dicho, pero también se espera pueda reflejar de una mejor forma el estado de cambios del capital de trabajo, permitiendo observar fluctuaciones convenientes o inconvenientes en las cuentas que lo conforman.

EL EBITDA AJUSTADO mostró tendencias discrepantes al comportamiento del FENO, gráficamente pudo observarse que ambos indicadores alcanzan objetivos determinados, es decir, una variable no podría representar o reemplazar a la otra, pero ambas podrían complementarse

para proporcionar mayor profundización financiera y ofrecer información más completa a los agentes interesados.

El EBITDA convencional presenta un índice de correlación de 0,912 con el nuevo indicador EBITDA ajustado, es decir son directamente proporcionales, esto se debe al origen de ambos indicadores, los cuales parten de la utilidad operativa del negocio, adicionando la depreciación y amortización.

El FENO y el EBITDA ajustado aunque tienen una relación negativa o inversamente proporcional muy débil dado que su coeficiente de correlación es de -0,088, puede justificarse dicha relación en que ambas poseen inmerso en su cálculo cuentas referentes al capital de trabajo de la empresa, lo que afecta el comportamiento de ambos indicadores.

Con la implementación de las normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) a partir del año 2015, el capital de trabajo neto operativo calculado hasta el 2014 sufrió modificaciones en algunos establecimientos bancarios, teniendo particularmente como novedades en los estados financieros que, los títulos participativos que conformaban las inversiones hasta el 2014, para el año 2015 se presentaron con un nuevo registro en el balance general, como “inversiones en subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos”, activos no corrientes, por lo cual el capital de trabajo considerado hasta el 2014 se reduce notoriamente. Por lo anterior, la aplicación de las Normas de Contabilidad y de Información Financiera aceptadas en Colombia afecta la comparabilidad en relación con periodos anteriores.

En general el FENO de las entidades financieras presento fluctuaciones en los años 2010 – 2016 principalmente por las inversiones de los establecimientos bancarios en tecnología, capacitación de personal, ampliación de cobertura mediante la apertura de nuevas oficinas, instalación de cajeros automáticos, corresponsales bancarios e incluso la absorción de otras instituciones financieras. Adicional a esto se reconoce la emisión de acciones y bonos como un medio para capitalizar la operación de las entidades financieras.

Podría interpretarse que el sector financiero presentó crecimiento constante en cuanto a utilidades propias de negocio y el capital de trabajo neto operativo, lo que da lugar a que el EBITDA AJUSTADO, refleje valores positivos durante los años que comprende el análisis. Por su parte, no puede identificarse una tendencia en el comportamiento del FENO para los Bancos, puesto que este indicador adquirió valores tanto positivos como negativos sin lugar a generalidades.

## 12. Recomendaciones

Se recomienda extender la aplicación del EBITDA ajustado a otros sectores, sumando la opinión de expertos en el área, evaluando variables exógenas que afectan el KTNO e involucrando análisis estadístico que aporte a la construcción y validación de la investigación; con la intención de que se implemente el EBITDA ajustado por parte de los empresarios y desde su postura contribuyan a enriquecer el debate alrededor de esta nueva medida financiera.

Cabe aclarar que los resultados del presente trabajo no pretenden señalar que el EBITDA convencional no se deba utilizar, simplemente, se busca fortalecer el planteamiento de esta medida, proponiendo a los empresarios un nuevo indicador alternativo que proporcione mayor información en la toma de decisiones.

### 13. Bibliografía y Webgrafías

Aguirre Naranjo, D. A. (2015). Análisis para la toma de decisiones en base al EBITDA aplicado a estados financieros consolidados (Doctoral dissertation, PUCE)..

Álvarez, B. E. Á. (2009). El EBITDA, una medida de productividad. Lupa Empresarial, (22).

Arias, J. (2014). Diseño de nuevo indicador financiero para medir el flujo de efectivo de manera alternativa al EBITDA en las empresas del sector servicios en la ciudad de Manizales.

Bhagwat, Y., & De Bruine, M. (2009). Impact of EBITDA on Capital Expenditures in the Shipping Industry. *International Journal Of Global Management Studies Quarterly*, 1(1), 23-31.

Brockman, C., & Russel, J. (2012). EBITDA: Use it... or lose it. *International Journal of Business Accounting and Finance*, 6(2), 84-92.

Brouwer, A. J., Gup, B. E., & Thomas, R. (2010). EBITDA: Down but not out. *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners*, p. 530.

Calabrese, J., & Rafferty, B. A. (2003). EBITDA: What Your Borrower Is Measuring and How it Affects Cash. *Com. Lending Rev.*, 18, 41.

Carrazana, X. V., Fonseca, A. G., & Tellez, I. A. (2011). Aplicación de métodos multivariados: una respuesta a las limitaciones de los ratios financieros. *Contribuciones a la Economía*, (2011-01).

Cornejo, E., & Díaz Solís, D. (2006). Medidas de Ganancia: EBITDA, EBIT, Utilidad Neta y Flujo de Efectivo.

Damodaran, A. (2006). *The Cost of distress: survival, truncation risk and valuation*.

Dos Santos, E. B., Silva, U. B., & Ribeiro, M. A. (2017). ESTRUTURA DE CAPITAIS: GRAU DE ENDIVIDAMENTO E EBITDA-EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO. *RIC-Revista de Informação Contábil*, 9(4), 61-74.

Eastman, K. (1997). EBITDA: An Overrated Tool for Cash Flow Analysis. *Commercial Lending Review*, 12, 64-69.

Engle, P. (2010). Why care about EBITDA?. *Industrial Engineer: IE*, 42(4), 22.

Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid. IESE Business School

Frezatti, F., & de Aguiar, A. B. (2007). EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, 3(3), 07-24.

Fridson, M. S. (1998). EBITDA is not king. *Journal Of Financial Statement Analysis*, 3(3), 59

Gallagher, Timothy y Andrew, Joseph, 2001, *Administración Financiera*, Segunda Edición, Prentice Hall, México.

García Fronti, I. EBITDA: su utilidad en la toma de decisiones. *Enfoques: Contabilidad y Administración*, no. 3 (2003 mar.), p. 46-50

García, O. L. (1999). *Administración financiera: fundamentos y aplicaciones*. (3a ed.). . Cali: Prensa Moderna Impresores S.A.

García Serna, O. L. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*. Medellín: Digital Express.

García, O. L. (2009). *Administración Financiera. Fundamentos y Aplicaciones*. Bogota.

Grant, J., & Parker, L. (2002). EBITDA!. *Research in Accounting Regulation*, 15, p. 206.

Gitman, L. J. (2003). *Principios de administración financiera*. Pearson Educación

Gitman, Lawrence (2003). *Principios de Administración Financiera*. (10ª ed.). México. Prentice Hall. 631 pp.

Hamilton, B. (2003). EBITDA: still crucial to credit analysis. *Commercial Lending Review*, 18(5), 47-48.

Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2014). *Metodología de la investigación*. Sexta Edición. Editorial Mc Graw Hill. México. 2014•

Hernández, R. *Metodología de la Investigación*. 6a Edición, Mc Graw Hill, México.

Ibarra Mares, A. (2006). Una perspectiva sobre la evolución en la utilización de las razones financieras o ratios. *Pensamiento & Gestión*, (21).

Indacochea, A. (2017). El EBITDA, una ecografía financiera. *Strategia*, (35), 56-59.

Kaplan, N. (1996). Using the Balance Scorecard as a Strategic Management System. *Harvard Business Review*

King, A. M. (2001). Warning: use of EBITDA may be dangerous to your career. *Strategic Finance*, 83(3), 35-37.

Luciano, R. (2003). EBITDA as an Indicator of Earnings Quality. *Journal of the Securities Institute of Australia*, 1, 29-3

MacDonald, E. (2003). The EBITDA Folly. *Capital market & Investing*, 3, 17.

Martínez, J. B. (2012). el EBITDA. *Cont4bl3*, (41), 15-17.



Méndez, C. A. B. (2007). EBITDA, ¿ es un indicador financiero contable de agregación de valor?.CAPIC REVIEW, (5), 4.

Moyer, R. C., McGuigan, J. R., & Kretlow, W. J. (2005). Administración financiera contemporánea. Cengage Learning Editores.

Nava Rosillón, M. A. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. Revista venezolana de Gerencia, 14(48).

Rocio, M. O., Paula, P. P., Edson, F. P., Marcelo, C. B., Daniel, O. S., & Roberto, V. C. (2009). Influencia del EBITDA en el valor de las empresas chilenas (Doctoral dissertation, Escuela de Contadores Auditores de Santiago).

Roman, C. L. R. (2012). Fundamentos de administración financiera. Editora Red Tercer Milenio, México.

Rondi, G. R., & Galante, M. J. (2007). La EBITDA como indicador de desempeño. Un análisis crítico.

Rosillón, M. A. N. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. Revista venezolana de Gerencia, 14(48).

Rubio D., Pedro (2007). Manual de Análisis Financiero. España. Universidad de Málaga. Edición electrónica. Disponible en: <http://www.eumed.net/libros/2007a/255>. Consulta: 03 de Julio de 2017.

Santos, M. L. M. (2012). O estudo do EBITDA no Grupo Almedina (Master'sthesis, FEUC).

Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Um estudo empírico sobre o EBITDA como representação do fluxo de caixa operacional: estudo em empresas brasileiras. In Anais do Congresso USP Controladoria e Contabilidade. São Paulo.

Serer, G. L. (2005). El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). Técnica contable, 57(676), 18-31.

Terra, P. M. (2008). Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales. Documento de trabajo Nro, 41.

Van horne, J. C. (1997). Administración Financiera, Décima. Edición, año 1997.

Velásquez Castaño, J. (2011). Esquema de decisión de inversión a partir del análisis del EBITDA. Estudio de caso para el sector de consumo discrecional del Standard and Poor's 500 en el periodo 1992-2011 (Bachelor'sthesis, Universidad de Medellín).

Vicente, E. F. R., Nakao, S. H., da Silva, G. J., & Pfitscher, E. D. (2007). Uma investigação comparativa entre o DFC e o EBITDA. In Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC.

Brigham, F. (1994): Fundamentos de administración financiera. Editorial Mc Graw Hill. Décima edición, México, pg. 58.

Gaitán, E. R. (2009): estado de flujos de efectivo y de otros flujos de fondos. Ecoe ediciones. Bogotá, Pg. 6 – 7.

García, O. (1999): Administración financiera fundamentos y aplicaciones. Tercera edición. Editorial prensa Moderna, Cali Colombia, pg. 13.

García, O. (2003): Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Primera edición. Editorial prensa Moderna, Cali Colombia, pg. 103.

Giner, B. I. (1996): análisis dinámico de la capacidad de los flujos de fondos para determinar los futuros flujos de caja. Revista española de financiación y contabilidad. Vol. 25. No. 86, pg. 9 – 34.

Gitman, J. L. (1978): fundamentos de administración financiera. Editorial Harla S.A. México, pg. 106.

Ross, S. A. Westerfield, R. W. y Jordan, B. D. (1997): Fundamentos de finanzas corporativas. Segunda edición, editorial MC Graw Hill, España (Madrid) pg. 34 – 35.

Weston, J y Copeland, T. (1995): Finanzas en administración. Novena edición. Editorial Mc Graw Hill, México, pg. 34 – 36.

Wild, K. Subramanyam, y Hasley, R. (2007): Análisis de estados financieros. Novena edición, editorial Mc Graw Hill, México, pg. 374 – 375.

Brigham, F. (1994): Fundamentos de administración financiera. Editorial Mc Graw Hill. Décima edición, México, pg. 58.

Ortiz, H. (2004): Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera. Doceava edición, Editorial Universidad Externado de Colombia, Bogotá, pg. 351.

Dirección de impuestos y aduanas nacionales (2014): Estatuto tributario. Obtenido de: [www.dian.gov.co/contenidos/servicios/publicaciones.html](http://www.dian.gov.co/contenidos/servicios/publicaciones.html). Fecha de consulta enero de 2015.

Dinero. (2017). Almacenes Éxito supera por primera vez en ventas a Ecopetrol (2017 agosto 14). Recuperado de: <http://www.dinero.com/empresas/confidencias-on-line/articulo/almacenes-exito-supera-en-ventas-a-ecopetrol/244521>.

Dinero. (2017). ETB cerró el 2016 con pérdidas superiores a \$200.000 millones (2017 agosto 14). Recuperado de: <http://www.dinero.com/inversionistas/articulo/etb-resultados-2016-de-etb/243337>

Dinero. (2017). ETB Reficar se propone un EBITDA de US\$600 millones (2017 agosto 15). Recuperado de: <https://www.larepublica.co/economia/reficar-se-propone-un-EBITDA-de-us600-millones-2492681>

INCP Colombia, I. N. (14 de Julio de 2017). <http://incp.org.co>. Obtenido de <http://incp.org.co/Site/2012/agenda/7-if.pdf>

Forbes. (2014). EBITDA Is 'BS' Earnings (2017 mayo 15). Recuperado de: <https://www.forbes.com/sites/brentbeshore/2014/11/13/EBITDA-is-bs-earnings/#1e395b607075>

Moody's Investor Services (2011). Anatomy of EBITDA, a Financial Metric that Confuses Homebuilding Analysis. Anuncio. Recuperado el 4 de febrero del sitio Web Moody's Investor Services: [http://www.moody.com/research/MoodysAnatomy-of-EBITDA-a-Financial-Metric-that-ConfusesHomebuilding?docid=PR\\_212577](http://www.moody.com/research/MoodysAnatomy-of-EBITDA-a-Financial-Metric-that-ConfusesHomebuilding?docid=PR_212577)

Hernández, José Luis (2005). Análisis Financiero. Perú. Disponible en: [www.gestiopolis.com/canales5/fin/anfinancier.htm](http://www.gestiopolis.com/canales5/fin/anfinancier.htm). Consulta: 07 de Julio de 2017

Moody's Investor Services (2000). Putting EBITDA in Perspective. Global Credit Research. New York. Recuperado el 4 de febrero de 2012 del sitio Web Goizueta: <https://community.bus.emory.edu/club/GIM/Shared%20Documents/Putting%20EBITDA%20Into%20Perspective.pdf>

Palomeque, M. P. (2008). Administración del capital de trabajo. Perspectivas, (21), 161-172 <http://www.redalyc.org/pdf/4259/425942157009.pdf>

<http://www.semana.com/100-empresas/articulo/superfinanciero-gerardo-hernandez-y-la-transicion-de-las-niif/474434>

Súper Intendencia Financiera de Colombia. (2017). Lista general de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (2017 mayo 15). Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=61694>

Thomas R. & Gup B. (2009).EBITDA: Down but Not Out. En Wiley Finance Editor, The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners. Chicago. Recuperado el 12 de Marzo de 2012 del sitio Web de CulverthouseCollege of Commerce: [http://www.cba.ua.edu/assets/docs/EBITDA\\_3-6-08.pdf](http://www.cba.ua.edu/assets/docs/EBITDA_3-6-08.pdf)

Dinero. (2016). Positivo balance 2016 de Sodimac, dueño de Homecenter(2017 agosto 14). Recuperado de: <http://www.dinero.com/empresas/articulo/positivo-balance-2016-de-sodimac-homecenter/240229>

