IDEOs
Centro de Investigación y Producción Científica

Gestión financiera y creación de valor

Análisis del desempeño económico y del valor económico agregado en empresas estatales



SALOMÓN CUTIPA AÑAMURO, GAIL CLIFF NAHUAMEL DELGADO, NILO PIZARRO ESQUIVEL, FLOR DE ANDREA FUENTES TORRES, HARLYN RICALDE PALOMINO, ANTONIO RENÉ AGUILAR DEL CASTILLO

Gestión financiera y creación de valor

Análisis del desempeño económico y del valor económico agregado en empresas estatales

Editor

IDEOs
Centro de Investigación
y Producción Científica

Gestión financiera y creación de valor

Análisis del desempeño económico y del valor económico agregado en empresas estatales

Salomón Cutipa Añamuro, Gail Cliff Nahuamel Delgado, Nilo Pizarro Esquivel, Flor de Andrea Fuentes Torres, Harlyn Ricalde Palomino, Antonio René Aguilar Del Castillo

Editado por

CENTRO DE INVESTIGACIÓN Y PRODUCCIÓN CIENTÍFICA
IDEOS E.I.R.L

Dirección: Calle Teruel N° 292, Urb. Las Américas - Miraflores-Perú

RUC: 20606452153

Primera edición digital, Octubre de 2026

Libro electrónico disponible en www.tecnohumanismo.online

ISBN: 978-612-5241-44-3

Depósito Legal N°: 202612344





Salomón Cutipa Añamuro

scutipaa@gmail.com

https://orcid.org/0009-0000-6917-4293

Universidad Tecnológica de los Andes, Abancay - Perú

Gail Cliff Nahuamel Delgado

gnahuameln@utea.edu.pe

https://orcid.org/0000-0002-9522-2356

Universidad Tecnológica de los Andes, Abancay - Perú

Nilo Pizarro Esquivel

nilo.pizarro@unsaac.edu.pe

https://orcid.org/0000-0002-8376-6081

Universidad Nacional de San Antonio Abad del Cusco (UNSAAC), Cusco – Perú

Flor de Andrea Fuentes Torres

ffuentestorres22@gmail.com

https://orcid.org/0009-0002-4531-9034

Universidad Continental, Lima – Perú

Harlyn Ricalde Palomino

harlyn.ricalde@unsaac.edu.pe

https://orcid.org/0009-0003-3717-678X

Universidad Nacional de San Antonio Abad del Cusco (UNSAAC), Cusco - Perú

Antonio René Aguilar Del Castillo

https://orcid.org/0009-0000-6063-5786

Universidad Nacional de San Antonio Abad del Cusco (UNSAAC), Cusco - Perú

PRÓLOGO

La gestión financiera de una empresa pública no puede evaluarse únicamente por su capacidad para cerrar un ejercicio contable en equilibrio. En organizaciones que administran recursos públicos, operan bajo mandatos regulatorios y cumplen finalidades económicas y sociales simultáneas, la pregunta decisiva es si las decisiones de inversión, operación, financiamiento y control consiguen sostener la misión institucional sin destruir la base económica que la hace posible. Esta obra se sitúa precisamente en esa intersección: examina cómo la disciplina financiera, la eficiencia operativa y la arquitectura de gobierno se conectan con la creación de valor, y utiliza el caso de la Empresa Nacional de la Coca S.A. como laboratorio empírico para discutir esas relaciones.

El valor de estudiar una empresa estatal singular reside en que obliga a abandonar explicaciones simples. Una entidad puede exhibir liquidez contable y, al mismo tiempo, mantener recursos inmovilizados; puede ampliar su financiamiento sin traducirlo en productividad; puede sostener actividades indispensables para una política pública y, aun así, acumular destrucción de valor económico. Estas tensiones exigen combinar ratios tradicionales con medidas que incorporen el costo del capital y con una lectura institucional que reconozca objetivos públicos, restricciones normativas, transparencia, riesgo y rendición de cuentas. El Valor Económico Agregado (EVA) ofrece una pieza central de ese diagnóstico, aunque nunca debe ser interpretado de manera aislada.

La discusión es especialmente vigente. Las directrices internacionales más recientes sobre empresas de propiedad estatal enfatizan que el Estado debe actuar como propietario informado, profesional y responsable; que los directorios necesitan condiciones para supervisar estrategia y riesgo; y que la transparencia financiera y no financiera es parte de la creación de valor a largo plazo (OECD, 2024a, 2024b). A ello se agrega una agenda contemporánea de sostenibilidad, resiliencia y gestión integral de riesgos que desplaza la mirada desde el mero cumplimiento hacia la capacidad de preservar resultados en escenarios inciertos (OECD, 2025, 2026).

El caso desarrollado en las páginas siguientes muestra por qué esta agenda importa. Entre 2013 y 2022, la investigación de origen documentó una trayectoria en la que la rentabilidad operativa se deterioró, la rotación de inventarios se extendió, el ciclo de efectivo se hizo más largo y el EVA permaneció negativo. El interés científico del caso no reside en convertir esos datos en un juicio retrospectivo, sino en comprender los mecanismos que los conectan: de qué manera los costos, la inversión en capital circulante, el apalancamiento, el costo de capital y la calidad de las decisiones se combinan hasta producir creación o destrucción de valor.

Este libro busca, por ello, ir más allá de la lectura financiera descriptiva. Integra teoría de finanzas corporativas, gestión del capital de trabajo, estructura de capital, gobierno de empresas estatales, transparencia y administración de riesgos. También propone una forma de leer los estados financieros como un sistema: no como indicadores aislados, sino como señales que deben interpretarse de manera conjunta y en secuencia temporal. Esa perspectiva permite que la evidencia empírica se convierta en aprendizaje transferible para otras organizaciones públicas sometidas a obligaciones de eficiencia, sostenibilidad y servicio.

El lector encontrará una obra orientada a comprender, medir y gestionar. Su utilidad puede extenderse a directivos, funcionarios, investigadores, docentes, estudiantes de posgrado y profesionales vinculados con contabilidad, finanzas, control, auditoría y gobierno corporativo. La aspiración final no es ofrecer una receta universal, sino proporcionar criterios analíticos suficientemente sólidos para distinguir liquidez de eficiencia, utilidad contable de creación de valor, endeudamiento de capacidad financiera y cumplimiento formal de gestión efectiva.

PRESENTACIÓN

Esta obra procede de la tesis doctoral titulada “IMPACTO DE GESTION FINANCIERA EN LA GENERACION DE VALOR EN LA EMPRESA NACIONAL DE LA COCA S.A. PERÚ 2013 - 2022”, elaborada por Salomon Cutipa Añamuro en la Universidad Nacional del Altiplano, Escuela de Posgrado, Doctorado en Contabilidad y Finanzas, para optar el grado académico de Doctor en Contabilidad y Finanzas, Puno, Perú, 2025 (Cutipa Añamuro, 2025). El ejemplar consultado incorpora la autorización del autor para el depósito en el Repositorio Institucional de la Universidad Nacional del Altiplano; sin embargo, no consigna en sus páginas una URL específica del registro, DOI o Handle, por lo que esos datos no se inventan ni se sustituyen por identificadores de otra naturaleza.

La transformación editorial conserva como fuente primaria los datos, la metodología, los estados financieros examinados, los indicadores, las tablas de resultados y el modelo de regresión de la investigación original. La población estuvo constituida por los estados financieros auditados de ENACO S.A. correspondientes al periodo 2013-2022 y la muestra documental se concentró en el Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados Integrales de esos ejercicios. El estudio fue cuantitativo, aplicado, descriptivo-explicativo, no experimental y longitudinal, y empleó análisis documental y regresión múltiple para estudiar la relación entre gestión financiera y EVA (Cutipa Añamuro, 2025).

A partir de esa base, el contenido se reorganiza en una lógica propiamente libresca. Se sustituyen la secuencia de planteamiento del problema, objetivos, hipótesis y operacionalización por un itinerario conceptual que avanza desde la gestión financiera estratégica hacia la medición de valor; incorpora luego el marco de gobernanza y riesgo de las empresas estatales; presenta el caso ENACO como evidencia integrada; y concluye con una discusión de implicaciones, prioridades y líneas de acción. Esta arquitectura busca preservar la trazabilidad sin reproducir la forma expositiva de una tesis.

La ampliación científica incorpora literatura reciente sobre gestión del capital de trabajo, ciclo de conversión de efectivo, estructura de capital, gobierno de empresas

estatales, sostenibilidad y gestión integral de riesgos. En particular, se consideran estudios comparativos en economías emergentes y latinoamericanas, así como marcos institucionales de la OECD, el BID y FONAFE. El propósito no es sustituir los hallazgos originales, sino colocarlos frente a evidencia posterior y marcos de gestión capaces de enriquecer su interpretación.

El libro está organizado en seis capítulos. Los cuatro primeros construyen el marco conceptual e institucional; el quinto presenta el caso de ENACO S.A. y preserva sus cifras esenciales; el sexto discute la evidencia y propone una agenda de transformación financiera. Las Reflexiones finales integran los aprendizajes sin convertirlos en una reproducción de las conclusiones universitarias. En conjunto, la obra busca servir como referencia aplicada para el análisis financiero de empresas públicas cuya sostenibilidad depende de conciliar mandato institucional, eficiencia operativa y disciplina de creación de valor.

INTRODUCCIÓN

En una empresa pública, la creación de valor es una cuestión más compleja que en una firma privada convencional. La organización debe sostener su capacidad económica y, al mismo tiempo, cumplir obligaciones derivadas de su naturaleza estatal, del marco regulatorio y de los objetivos de política pública. Esa doble exigencia vuelve insuficiente cualquier diagnóstico basado en una sola cifra. La utilidad neta, la liquidez, el nivel de endeudamiento o el patrimonio solo adquieren significado pleno cuando se observan en conjunto, a lo largo del tiempo y en relación con el costo de los recursos utilizados.

El problema que guía esta obra es, por tanto, sistémico: ¿qué ocurre cuando una empresa dispone de activos y liquidez contable, pero no transforma esos recursos en rentabilidad suficiente para cubrir el costo del capital? La investigación de Cutipa Añamuro (2025) permite responder esta pregunta desde una serie longitudinal de diez años. Sus resultados muestran un deterioro progresivo de márgenes, ROA y ROE; una acumulación significativa de inventarios; un ciclo de efectivo que alcanzó 483,53 días en 2021; un aumento del endeudamiento en los últimos años del periodo; y un EVA negativo en todos los ejercicios analizados.

La literatura reciente sobre capital de trabajo ayuda a interpretar esta clase de trayectoria. En economías desarrolladas y emergentes, la duración del ciclo de conversión de efectivo se relaciona inversamente con el desempeño, aunque la magnitud y los componentes de esa relación varían según el contexto (Kiymaz et al., 2024). Para América Latina, Figlioli y Lima (2024) muestran que un ciclo de efectivo más largo puede reducir la generación de flujo operativo e inversión de largo plazo e incrementar el riesgo financiero. Estas conclusiones son particularmente relevantes para un caso en el que la permanencia de inventarios pasó de menos de setenta días al inicio del periodo a más de trescientos días en 2022.

La perspectiva de gobierno corporativo añade una segunda capa. Las empresas estatales requieren claridad sobre los objetivos de propiedad, profesionalización de la función propietaria, directorios capaces de supervisar estrategia y riesgo, y estándares altos de revelación y rendición de cuentas (OECD, 2024a). La creación de valor de

largo plazo se conecta así con la calidad del sistema de decisiones: no basta medir resultados; es necesario comprender quién define metas, cómo se monitorean, qué riesgos son aceptables, cómo se asigna capital y cómo se corrigen desviaciones.

La obra adopta una visión integrada. Los capítulos I y II desarrollan la arquitectura de la gestión financiera y sus indicadores; el capítulo III estudia el EVA como puente entre desempeño operativo y costo de capital; el capítulo IV introduce gobernanza, regulación, riesgo y sostenibilidad en empresas estatales; el capítulo V reconstruye el caso ENACO con fidelidad a la evidencia original; y el capítulo VI discute la transición desde un diagnóstico de destrucción de valor hacia un sistema de gestión orientado a resultados. El propósito es que los números no aparezcan como una colección de ratios, sino como una narración causal y estratégica sobre la capacidad de una organización para convertir recursos en resultados sostenibles.

ÍNDICE

PRÓLOGO 3
PRESENTACIÓN 5
INTRODUCCIÓN 7
CAPÍTULO I 11
1.1 De la administración contable a la dirección financiera estratégica 11
1.2 La empresa estatal como organización económica y vehículo de política pública 17
1.3 Planificación financiera, horizonte temporal y resiliencia 22
1.4 Información financiera, digitalización y calidad de decisiones 28
1.5 Creación de valor como criterio de sostenibilidad institucional 33
CAPÍTULO II 40
2.1 Rentabilidad y calidad del resultado operativo 40
2.2 Liquidez, solvencia y capacidad de pago 45
2.3 Capital de trabajo y ciclo de conversión de efectivo 50
2.4 Endeudamiento, costo financiero y flexibilidad 56
2.5 Integración de indicadores para la toma de decisiones 62
CAPÍTULO III 68
3.1 Del beneficio contable al beneficio económico 68
3.2 NOPAT, capital empleado y costo de capital 73
3.3 EVA como instrumento de diagnóstico y gestión 78
3.4 Limitaciones de la medición en empresas estatales 84
3.5 Sensibilidad y lectura longitudinal 89
CAPÍTULO IV 96
4.1 El Estado como propietario informado y activo 96
4.2 Directorio, transparencia y rendición de cuentas 102
4.3 Gestión integral de riesgos y resiliencia 107
4.4 Sostenibilidad y creación de valor de largo plazo 113
4.5 El marco peruano y el caso institucional de ENACO 118
CAPÍTULO V 125
5.1 Contexto y diseño del caso 125

5.2 Rentabilidad: del margen positivo al deterioro operativo 126
5.4 Eficiencia: inventarios, cobranzas y ciclo de efectivo 129
5.5 Endeudamiento y capacidad de cobertura 130
5.6 EVA y evidencia de destrucción de valor 131
5.7 Regresión múltiple y tensiones interpretativas de la fuente 133
5.8 Lectura ampliada de los hallazgos originales 134
CAPÍTULO VI 135
6.1 Recuperar margen operativo antes de ampliar capital 135
6.2 Gestión de inventarios como decisión de capital 141
6.3 Financiamiento disciplinado por retorno y caja 146
6.4 Tablero integrado de valor, riesgo y misión 152
6.5 Agenda de gobierno, transparencia e investigación futura 157
REFLEXIONES FINALES 165
BIBLIOGRAFÍA 169

CAPÍTULO I

GESTIÓN FINANCIERA ESTRATÉGICA EN EMPRESAS ESTATALES

La gestión financiera es el sistema que articula decisiones de operación, inversión, financiamiento y control con la capacidad de una organización para sostener su misión. En el ámbito estatal, esa definición debe ampliarse: el resultado económico convive con obligaciones de servicio, restricciones regulatorias y expectativas de transparencia. Por ello, el análisis requiere una doble lectura, financiera e institucional, capaz de reconocer que preservar valor económico es una condición para sostener valor público en el tiempo.

1.1 DE LA ADMINISTRACIÓN CONTABLE A LA DIRECCIÓN FINANCIERA ESTRATÉGICA

Desde una perspectiva de gestión, la gestión financiera estratégica no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de planificación, flujo de caja, costos, inversión y estructura de financiamiento. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la gestión financiera estratégica, esa tercera dimensión es decisiva porque el saldo contable puede mejorar sin que exista una mejora equivalente en productividad o generación de caja. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo,

provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la gestión financiera estratégica, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, conviene conectar presupuesto, flujo de caja, metas operativas y creación de valor en un tablero común de gestión. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la gestión financiera estratégica comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la gestión financiera estratégica debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de

valor. En esa secuencia intervienen planificación, flujo de caja, costos, inversión y estructura de financiamiento. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la gestión financiera estratégica en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la gestión financiera estratégica es que el saldo contable puede mejorar sin que exista una mejora equivalente en productividad o generación de caja. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con

características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la gestión financiera estratégica se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la gestión financiera estratégica, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, conviene conectar presupuesto, flujo de caja, metas operativas y creación de valor en un tablero común de gestión. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la gestión financiera estratégica, debe estimarse si también aumenta

NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la gestión financiera estratégica, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la gestión financiera estratégica con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La gestión financiera estratégica debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente

valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la gestión financiera estratégica, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la gestión financiera estratégica, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

La literatura internacional reciente sobre empresas estatales refuerza esta lectura. Ferdiana y Sugiyarto (2022) subrayan que el desempeño de estas entidades depende tanto de condiciones económicas como de mecanismos institucionales; Kaunda y Pelser (2023) encuentran relaciones relevantes entre prácticas de gobierno y desempeño; y Ciolomic y Beleiu (2024), al revisar la evolución del campo, muestran que gobierno, rendición de cuentas y resultados permanecen como ejes centrales de investigación.

1.2 LA EMPRESA ESTATAL COMO ORGANIZACIÓN ECONÓMICA Y VEHÍCULO DE POLÍTICA PÚBLICA

Desde una perspectiva de gestión, el desempeño financiero de la empresa estatal no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de mandato público, objetivos comerciales, regulación y rendición de cuentas. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En el desempeño financiero de la empresa estatal, esa tercera dimensión es decisiva porque la misión pública puede utilizarse como explicación genérica de pérdidas si no se separan con claridad los costos de política pública y las ineficiencias operativas. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar el desempeño financiero de la empresa estatal, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, es necesario definir objetivos de propiedad, metas financieras y resultados de política pública de forma explícita y medible. La clave

es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de el desempeño financiero de la empresa estatal comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de el desempeño financiero de la empresa estatal debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen mandato público, objetivos comerciales, regulación y rendición de cuentas. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o

capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar el desempeño financiero de la empresa estatal en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en el desempeño financiero de la empresa estatal es que la misión pública puede utilizarse como explicación genérica de pérdidas si no se separan con claridad los costos de política pública y las ineficiencias operativas. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si el desempeño financiero de la empresa estatal se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En el desempeño financiero de la empresa estatal, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, es necesario definir objetivos de propiedad, metas financieras y resultados de política pública de forma explícita y medible. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora el desempeño financiero de la empresa estatal, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En el desempeño financiero de la empresa estatal, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe

acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar el desempeño financiero de la empresa estatal con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. El desempeño financiero de la empresa estatal debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para el desempeño financiero de la empresa estatal, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar

modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar el desempeño financiero de la empresa estatal, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

La literatura internacional reciente sobre empresas estatales refuerza esta lectura. Ferdiana y Sugiyarto (2022) subrayan que el desempeño de estas entidades depende tanto de condiciones económicas como de mecanismos institucionales; Kaunda y Pelser (2023) encuentran relaciones relevantes entre prácticas de gobierno y desempeño; y Ciolomic y Beleiu (2024), al revisar la evolución del campo, muestran que gobierno, rendición de cuentas y resultados permanecen como ejes centrales de investigación.

1.3 PLANIFICACIÓN FINANCIERA, HORIZONTE TEMPORAL Y RESILIENCIA

Desde una perspectiva de gestión, la planificación financiera no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de liquidez inmediata, inversión de largo plazo, escenarios y capacidad de respuesta. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la planificación financiera, esa tercera dimensión es decisiva porque una solución de corto plazo puede deteriorar la flexibilidad futura cuando inmoviliza recursos o aumenta compromisos sin retorno. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la planificación financiera, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, deben emplearse escenarios base, adversos y de recuperación con disparadores cuantitativos para ajustar compras, gastos e inversiones. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la planificación financiera comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por

tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la planificación financiera debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen liquidez inmediata, inversión de largo plazo, escenarios y capacidad de respuesta. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la planificación financiera en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la planificación financiera es que una solución de corto plazo puede deteriorar la flexibilidad futura cuando inmoviliza recursos o aumenta

compromisos sin retorno. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la planificación financiera se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la planificación financiera, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, deben emplearse escenarios base, adversos y de recuperación con disparadores cuantitativos para ajustar compras, gastos e inversiones. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente

académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la planificación financiera, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la planificación financiera, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la planificación financiera con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La planificación financiera debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la planificación financiera, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la planificación financiera, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

La literatura internacional reciente sobre empresas estatales refuerza esta lectura. Ferdiana y Sugiyarto (2022) subrayan que el desempeño de estas entidades depende tanto de condiciones económicas como de mecanismos institucionales; Kaunda y Pelser (2023) encuentran relaciones relevantes entre prácticas de gobierno y desempeño; y

Ciolomic y Beleiu (2024), al revisar la evolución del campo, muestran que gobierno, rendición de cuentas y resultados permanecen como ejes centrales de investigación.

1.4 INFORMACIÓN FINANCIERA, DIGITALIZACIÓN Y CALIDAD DE DECISIONES

Desde una perspectiva de gestión, la calidad de la información financiera no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de oportunidad, trazabilidad, integración de datos y controles. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la calidad de la información financiera, esa tercera dimensión es decisiva porque la demora o fragmentación de la información desplaza la toma de decisiones hacia intuiciones y reacciones tardías. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la calidad de la información financiera, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, la automatización debe priorizar datos críticos de caja, inventarios, costos, ventas y deuda, no solo digitalizar trámites. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la calidad de la información financiera comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la calidad de la información financiera debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen oportunidad, trazabilidad, integración de datos y controles. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas:

decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la calidad de la información financiera en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la calidad de la información financiera es que la demora o fragmentación de la información desplaza la toma de decisiones hacia intuiciones y reacciones tardías. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la calidad de la información financiera se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo

en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la calidad de la información financiera, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, la automatización debe priorizar datos críticos de caja, inventarios, costos, ventas y deuda, no solo digitalizar trámites. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la calidad de la información financiera, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la calidad de la información financiera, diferencias de criterio entre periodos,

reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la calidad de la información financiera con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La calidad de la información financiera debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la calidad de la información financiera, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial

para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la calidad de la información financiera, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

La literatura internacional reciente sobre empresas estatales refuerza esta lectura. Ferdiana y Sugiyarto (2022) subrayan que el desempeño de estas entidades depende tanto de condiciones económicas como de mecanismos institucionales; Kaunda y Pelser (2023) encuentran relaciones relevantes entre prácticas de gobierno y desempeño; y Ciolomic y Beleiu (2024), al revisar la evolución del campo, muestran que gobierno, rendición de cuentas y resultados permanecen como ejes centrales de investigación.

1.5 CREACIÓN DE VALOR COMO CRITERIO DE SOSTENIBILIDAD INSTITUCIONAL

Desde una perspectiva de gestión, la creación de valor no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de rentabilidad operativa, costo de capital, eficiencia de activos y disciplina de inversión. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la creación de valor, esa tercera dimensión es decisiva porque una empresa puede reportar utilidad o liquidez y aun así destruir valor si el retorno no compensa el costo de los recursos utilizados. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la creación de valor, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, la evaluación periódica debe combinar métricas contables con medidas de valor y resultados de misión. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la creación de valor comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por

tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la creación de valor debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen rentabilidad operativa, costo de capital, eficiencia de activos y disciplina de inversión. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la creación de valor en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la creación de valor es que una empresa puede reportar utilidad o liquidez y aun así destruir valor si el retorno no compensa el costo de

los recursos utilizados. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la creación de valor se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la creación de valor, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, la evaluación periódica debe combinar métricas contables con medidas de valor y resultados de misión. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una

condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la creación de valor, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la creación de valor, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la creación de valor con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La creación de valor debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra,

causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la creación de valor, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la creación de valor, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

La literatura internacional reciente sobre empresas estatales refuerza esta lectura. Ferdiana y Sugiyarto (2022) subrayan que el desempeño de estas entidades depende tanto de condiciones económicas como de mecanismos institucionales; Kaunda y Pelser (2023) encuentran relaciones relevantes entre prácticas de gobierno y desempeño; y Ciolomic y Beleiu (2024), al revisar la evolución del campo, muestran que gobierno, rendición de cuentas y resultados permanecen como ejes centrales de investigación.

Tabla 1. Gestión financiera: de la métrica al sistema de decisiones

Nivel	Pregunta directiva	Indicadores típicos	Riesgo de lectura aislada
Liquidez	¿Puede cumplir obligaciones inmediatas?	Razón corriente, prueba ácida, efectivo	Confundir activos corrientes con caja realizable
Rentabilidad	¿La operación produce excedentes?	Margen operativo, margen neto, ROA, ROE	Ignorar costo de capital y calidad del resultado
Eficiencia	¿Con qué velocidad usa y recupera recursos?	Rotaciones, días de inventario, ciclo de efectivo	Aceptar crecimiento de activos sin productividad
Financiamiento	¿Cómo se sostiene la estructura de capital?	Deuda total, plazo, cobertura de intereses	Usar deuda para cubrir déficits persistentes
Valor	¿El retorno supera el costo de los recursos?	EVA, NOPAT, WACC	Reducir todo el desempeño a una sola medida

Nota. Elaboración propia a partir de la literatura financiera y de los ejes analíticos de Cutipa Añamuro (2025).

El capítulo ha establecido una premisa: los indicadores financieros solo adquieren fuerza explicativa cuando forman parte de un sistema de decisiones. El siguiente capítulo profundiza en las cuatro dimensiones que articulan ese sistema —rentabilidad, solvencia, eficiencia y endeudamiento— y en la forma en que interactúan dentro de la estructura económica de una empresa.

CAPÍTULO II

RENTABILIDAD, LIQUIDEZ, EFICIENCIA Y ESTRUCTURA DE CAPITAL

La arquitectura financiera de una organización puede representarse como un conjunto de relaciones entre márgenes, activos, pasivos y flujos. La rentabilidad muestra la capacidad de producir excedentes; la liquidez revela la disponibilidad para afrontar compromisos; la eficiencia mide la velocidad con que los recursos se convierten en ingresos y caja; y el endeudamiento define cuánto riesgo financiero se incorpora para sostener la operación. La investigación de origen examinó precisamente estas cuatro dimensiones antes de relacionarlas con el EVA (Cutipa Añamuro, 2025).

2.1 RENTABILIDAD Y CALIDAD DEL RESULTADO OPERATIVO

Desde una perspectiva de gestión, la rentabilidad no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de precios, volumen, mezcla de productos, estructura de costos y productividad. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la rentabilidad, esa tercera dimensión es decisiva porque los márgenes pueden deteriorarse incluso con ventas relativamente estables si los costos fijos o variables crecen más rápido. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo,

provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la rentabilidad, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, la gerencia debe descomponer la variación del margen en precio, volumen, costo unitario y gasto estructural. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la rentabilidad comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la rentabilidad debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa

secuencia intervienen precios, volumen, mezcla de productos, estructura de costos y productividad. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la rentabilidad en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la rentabilidad es que los márgenes pueden deteriorarse incluso con ventas relativamente estables si los costos fijos o variables crecen más rápido. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con

características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la rentabilidad se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la rentabilidad, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, la gerencia debe descomponer la variación del margen en precio, volumen, costo unitario y gasto estructural. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la rentabilidad, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen

beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la rentabilidad, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la rentabilidad con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La rentabilidad debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y

decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la rentabilidad, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la rentabilidad, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

2.2 LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y CAPACIDAD DE PAGO

Desde una perspectiva de gestión, la liquidez no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de efectivo, cuentas por cobrar, inventarios, pasivos corrientes y programación de caja. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la liquidez, esa tercera dimensión es decisiva porque una razón corriente elevada puede convivir con estrés de caja cuando el activo corriente está concentrado en inventarios de baja rotación. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la liquidez, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, se requiere una jerarquía de métricas que avance desde razón corriente hacia prueba ácida, liquidez inmediata y proyección semanal de caja. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la liquidez comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por

tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la liquidez debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen efectivo, cuentas por cobrar, inventarios, pasivos corrientes y programación de caja. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la liquidez en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la liquidez es que una razón corriente elevada puede convivir con estrés de caja cuando el activo corriente está concentrado en

inventarios de baja rotación. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la liquidez se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la liquidez, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, se requiere una jerarquía de métricas que avance desde razón corriente hacia prueba ácida, liquidez inmediata y proyección semanal de caja. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente

académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la liquidez, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la liquidez, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la liquidez con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La liquidez debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa,

decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la liquidez, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la liquidez, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

2.3 CAPITAL DE TRABAJO Y CICLO DE CONVERSIÓN DE EFECTIVO

Desde una perspectiva de gestión, la eficiencia del capital de trabajo no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de días de inventario, días de cobro, condiciones de pago y sincronización operativa. Cuando estos

elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la eficiencia del capital de trabajo, esa tercera dimensión es decisiva porque un ciclo más largo inmoviliza recursos, incrementa necesidades de financiamiento y puede elevar el riesgo financiero. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la eficiencia del capital de trabajo, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, compras, inventarios, ventas y cobranza deben administrarse como un proceso integrado con límites de días y alertas tempranas. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la eficiencia del capital de trabajo comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la eficiencia del capital de trabajo debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen días de inventario, días de cobro, condiciones de pago y sincronización operativa. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la eficiencia del capital de trabajo en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero

erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la eficiencia del capital de trabajo es que un ciclo más largo inmoviliza recursos, incrementa necesidades de financiamiento y puede elevar el riesgo financiero. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la eficiencia del capital de trabajo se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la eficiencia del capital de trabajo, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y

prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, compras, inventarios, ventas y cobranza deben administrarse como un proceso integrado con límites de días y alertas tempranas. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la eficiencia del capital de trabajo, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la eficiencia del capital de trabajo, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la eficiencia del capital de trabajo con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La eficiencia del capital de trabajo debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la eficiencia del capital de trabajo, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la eficiencia del capital de trabajo, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar

con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

La evidencia comparada es consistente con esta preocupación. Kiymaz et al. (2024) encuentran una relación inversa entre el ciclo de conversión de efectivo y el desempeño en economías desarrolladas y emergentes; Figlioli y Lima (2024) documentan para seis países latinoamericanos, incluido Perú, que un ciclo más largo afecta negativamente flujos operativos e inversión; Mengstie et al. (2024) y Talreja (2023) muestran, desde diseños diferentes, que la administración del capital de trabajo sigue siendo una variable central para explicar rentabilidad.

La gestión de inventarios merece un tratamiento específico cuando los productos son perecibles o pierden calidad con el tiempo. Lima Amado (2024) relaciona el control de existencias con la gestión rentable; Datta et al. (2023) documentan efectos del inventario y del ciclo de efectivo sobre el desempeño; y Yeboah et al. (2024) examinan cómo la eficiencia del inventario condiciona la rentabilidad operativa a través del ciclo económico. Estas contribuciones ayudan a interpretar por qué la velocidad de rotación es tan importante como el valor contable del inventario.

2.4 ENDEUDAMIENTO, COSTO FINANCIERO Y FLEXIBILIDAD

Desde una perspectiva de gestión, la estructura de capital no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de deuda de corto y largo plazo, costo, cobertura, riesgo y retorno de las inversiones financiadas. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la estructura de capital, esa tercera dimensión es decisiva porque la deuda puede parecer moderada como porcentaje de activos pero ser difícil de servir cuando el EBITDA es insuficiente. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la estructura de capital, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, cada nueva obligación debe vincularse a una fuente de repago, un retorno esperado y un escenario de estrés. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la estructura de capital comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por

tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la estructura de capital debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen deuda de corto y largo plazo, costo, cobertura, riesgo y retorno de las inversiones financiadas. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la estructura de capital en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la estructura de capital es que la deuda puede parecer moderada como porcentaje de activos pero ser difícil de servir cuando el EBITDA es insuficiente. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la estructura de capital se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la estructura de capital, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, cada nueva obligación debe vincularse a una fuente de repago, un retorno esperado y un escenario de estrés. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños

cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la estructura de capital, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la estructura de capital, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la estructura de capital con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La estructura de capital debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la estructura de capital, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la estructura de capital, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

En estructura de capital, la evidencia contemporánea mantiene la idea de un equilibrio contingente y no de una proporción universal. Brusov y Filatova (2023) revisan la evolución de las teorías de estructura de capital y destacan la coexistencia de enfoques con supuestos diferentes. Evelyne et al. (2024) analizan empíricamente la

relación entre estructura de capital, rentabilidad y valor, mientras que Annisa y Yanti (2025) incorporan para empresas estatales variables de orientación estratégica, rendición de cuentas, gobierno y riesgo. En conjunto, estos trabajos refuerzan la necesidad de juzgar la deuda por su contribución a resultados y no por su sola magnitud.

2.5 INTEGRACIÓN DE INDICADORES PARA LA TOMA DE DECISIONES

Desde una perspectiva de gestión, la lectura integrada de ratios no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de causalidad operativa, temporalidad, comparabilidad y coherencia entre estados financieros. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la lectura integrada de ratios, esa tercera dimensión es decisiva porque optimizar un ratio de manera aislada puede empeorar otro y generar decisiones subóptimas. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la lectura integrada de ratios, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra

con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, el tablero de control debe presentar relaciones causa-efecto y no una colección extensa de métricas desconectadas. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la lectura integrada de ratios comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la lectura integrada de ratios debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen causalidad operativa, temporalidad, comparabilidad y coherencia entre estados financieros. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor

económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la lectura integrada de ratios en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la lectura integrada de ratios es que optimizar un ratio de manera aislada puede empeorar otro y generar decisiones subóptimas. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la lectura integrada de ratios se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en

explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la lectura integrada de ratios, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, el tablero de control debe presentar relaciones causa-efecto y no una colección extensa de métricas desconectadas. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la lectura integrada de ratios, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la lectura integrada de ratios, diferencias de criterio entre periodos,

reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la lectura integrada de ratios con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La lectura integrada de ratios debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la lectura integrada de ratios, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las

desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la lectura integrada de ratios, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

Tabla 2. Indicadores financieros esenciales y lógica de interpretación

Dimensión	Indicador	Fórmula o criterio	Lectura principal
Rentabilidad	Margen neto	Utilidad neta / ventas	Capacidad de convertir ventas en resultado final
Rentabilidad	ROA	Utilidad neta / activos	Productividad económica del activo
Rentabilidad	ROE	Utilidad neta / patrimonio	Retorno contable del capital propio
Solvencia	Razón corriente	Activo corriente / pasivo corriente	Cobertura contable de obligaciones corrientes
Solvencia	Prueba ácida	(Activo corriente - inventarios) / pasivo corriente	Cobertura sin depender del inventario
Eficiencia	Rotación de inventarios	Costo de ventas / inventario promedio	Velocidad de renovación del stock
Eficiencia	Ciclo de efectivo	Días de cobro + días de inventario*	Tiempo de recuperación del efectivo bajo la formulación empleada en la tesis
Endeudamiento	Endeudamiento total	Pasivo total / activo total	Dependencia de recursos de terceros
Cobertura	Cobertura de intereses	EBITDA / gastos financieros	Capacidad operativa de servir la deuda

Nota. Elaboración propia. *La investigación original calculó el ciclo de efectivo con días de cobro más días de inventario; se conserva esa metodología para la trazabilidad del caso.

Una vez comprendidos los componentes del desempeño, es posible introducir una pregunta más exigente: no solo si la empresa obtiene utilidades o mantiene liquidez, sino si el retorno generado compensa el costo económico de los recursos. Ese tránsito conduce al Valor Económico Agregado.

CAPÍTULO III

VALOR ECONÓMICO AGREGADO Y MEDICIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR

El EVA desplaza la evaluación desde la utilidad contable hacia una pregunta económica: después de remunerar el costo de los recursos invertidos, ¿queda un excedente atribuible a la gestión? La respuesta exige estimar la utilidad operativa neta después de impuestos (NOPAT), el capital empleado y el costo promedio ponderado de capital (WACC). Cuando el resultado es positivo, la operación supera el costo del capital; cuando es negativo, el retorno no alcanza ese umbral.

3.1 DEL BENEFICIO CONTABLE AL BENEFICIO ECONÓMICO

Desde una perspectiva de gestión, el beneficio económico no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de resultado operativo, impuestos, capital empleado y costo de oportunidad. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En el beneficio económico, esa tercera dimensión es decisiva porque una utilidad positiva puede coexistir con destrucción de valor cuando el costo del capital es superior al retorno obtenido. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar el beneficio económico, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, el análisis debe reconciliar utilidad contable, NOPAT y retorno sobre capital empleado antes de concluir que existe creación de valor. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de el beneficio económico comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de el beneficio económico debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen resultado operativo, impuestos, capital empleado y costo de oportunidad. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque

cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar el beneficio económico en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en el beneficio económico es que una utilidad positiva puede coexistir con destrucción de valor cuando el costo del capital es superior al retorno obtenido. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si el beneficio económico se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En el beneficio económico, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, el análisis debe reconciliar utilidad contable, NOPAT y retorno sobre capital empleado antes de concluir que existe creación de valor. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora el beneficio económico, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan

intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En el beneficio económico, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar el beneficio económico con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. El beneficio económico debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para el beneficio económico, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar el beneficio económico, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

3.2 NOPAT, CAPITAL EMPLEADO Y COSTO DE CAPITAL

Desde una perspectiva de gestión, los componentes del EVA no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de depuración operativa, activos vinculados a la operación y tasa de descuento. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En los componentes del EVA, esa tercera dimensión es decisiva porque una estimación inadecuada del WACC puede cambiar la magnitud del EVA y afectar comparaciones. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar los componentes del EVA, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, deben documentarse supuestos, fuentes, sensibilidad y cambios metodológicos en la estimación del costo de capital. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de los componentes del EVA comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por

tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de los componentes del EVA debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen depuración operativa, activos vinculados a la operación y tasa de descuento. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar los componentes del EVA en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en los componentes del EVA es que una estimación inadecuada del WACC puede cambiar la magnitud del EVA y afectar comparaciones.

Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si los componentes del EVA se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En los componentes del EVA, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, deben documentarse supuestos, fuentes, sensibilidad y cambios metodológicos en la estimación del costo de capital. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una

condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora los componentes del EVA, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En los componentes del EVA, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar los componentes del EVA con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. Los componentes del eva debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para los componentes del EVA, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar los componentes del EVA, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

3.3 EVA COMO INSTRUMENTO DE DIAGNÓSTICO Y GESTIÓN

Desde una perspectiva de gestión, el EVA no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de desempeño operativo, asignación de

capital, incentivos y seguimiento. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En el EVA, esa tercera dimensión es decisiva porque la métrica pierde utilidad cuando se convierte en un resultado anual sin conexión con palancas operativas. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar el EVA, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, conviene descomponer el EVA en impulsores como margen, rotación, capital empleado y costo de financiamiento. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de el EVA comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de el EVA debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen desempeño operativo, asignación de capital, incentivos y seguimiento. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar el EVA en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras;

refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en el EVA es que la métrica pierde utilidad cuando se convierte en un resultado anual sin conexión con palancas operativas. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si el EVA se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En el EVA, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, conviene descomponer el EVA en impulsores como margen, rotación, capital empleado y costo de financiamiento. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora el EVA, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En el EVA, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar el EVA con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe

evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. El eva debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para el EVA, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar el EVA, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

3.4 LIMITACIONES DE LA MEDICIÓN EN EMPRESAS ESTATALES

Desde una perspectiva de gestión, la medición de valor en empresas públicas no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de objetivos no comerciales, precios regulados, mandatos institucionales y financiamiento público. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la medición de valor en empresas públicas, esa tercera dimensión es decisiva porque atribuir toda destrucción de valor a ineficiencia puede ignorar costos explícitos de política pública; hacer lo contrario puede ocultar problemas de gestión. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la medición de valor en empresas públicas, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, los costos de mandato público y las ineficiencias deben identificarse y reportarse separadamente. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando

capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la medición de valor en empresas públicas comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la medición de valor en empresas públicas debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen objetivos no comerciales, precios regulados, mandatos institucionales y financiamiento público. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se

documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la medición de valor en empresas públicas en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la medición de valor en empresas públicas es que atribuir toda destrucción de valor a ineficiencia puede ignorar costos explícitos de política pública; hacer lo contrario puede ocultar problemas de gestión. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la medición de valor en empresas públicas se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la medición de valor en empresas públicas, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, los costos de mandato público y las ineficiencias deben identificarse y reportarse separadamente. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la medición de valor en empresas públicas, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la medición de valor en empresas públicas, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen

cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la medición de valor en empresas públicas con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La medición de valor en empresas públicas debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la medición de valor en empresas públicas, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos,

responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la medición de valor en empresas públicas, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

Las empresas estatales plantean un desafío adicional: parte de sus resultados puede depender de objetivos de política pública y restricciones que no existen en empresas privadas. Wezel y Carvalho (2022) muestran que la situación financiera de grandes SOE puede tener implicancias macrofinancieras; Ferdiana y Sugiyarto (2022) destacan que la contribución al desarrollo y el desempeño deben estudiarse conjuntamente; y las directrices de la OECD (2024a) recomiendan claridad sobre los fundamentos de la propiedad estatal y sobre los objetivos que justifican mantener una empresa en manos públicas.

3.5 SENSIBILIDAD Y LECTURA LONGITUDINAL

Desde una perspectiva de gestión, la evaluación longitudinal del EVA no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de tendencia del NOPAT, variaciones del capital empleado, cambios del WACC y eventos extraordinarios. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la evaluación longitudinal del EVA, esa tercera dimensión es decisiva porque un año aislado puede estar afectado por shocks, deterioros contables o reestructuraciones que no representan una tendencia. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la evaluación longitudinal del EVA, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, es preferible analizar secuencias plurianuales y escenarios de sensibilidad para distinguir shocks de cambios estructurales. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la evaluación longitudinal del EVA comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por

tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la evaluación longitudinal del EVA debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen tendencia del NOPAT, variaciones del capital empleado, cambios del WACC y eventos extraordinarios. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la evaluación longitudinal del EVA en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la evaluación longitudinal del EVA es que un año aislado puede estar afectado por shocks, deterioros contables o reestructuraciones que no representan una tendencia. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la evaluación longitudinal del EVA se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la evaluación longitudinal del EVA, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, es preferible analizar secuencias plurianuales y escenarios de sensibilidad para distinguir shocks de cambios estructurales. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de

desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la evaluación longitudinal del EVA, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la evaluación longitudinal del EVA, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la evaluación longitudinal del EVA con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de

resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La evaluación longitudinal del eva debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la evaluación longitudinal del EVA, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la evaluación longitudinal del EVA, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

Tabla 3. Componentes del EVA

Componente	Definición operativa	Efecto sobre EVA	Pregunta de control
NOPAT	Utilidad operativa después de impuestos	A mayor NOPAT, mayor EVA, manteniendo lo demás constante	¿La operación genera excedente sostenible?
Capital empleado	Recursos comprometidos en la operación	A mayor capital, mayor cargo por capital si no aumenta el NOPAT	¿Los activos utilizados producen retorno suficiente?
WACC	Costo promedio ponderado de capital	A mayor WACC, mayor umbral de retorno	¿El costo de los recursos refleja el riesgo y la estructura financiera?
Cargo de capital	Capital empleado × WACC	Reduce el excedente económico	¿La rentabilidad operativa cubre el costo del capital?
EVA	NOPAT - cargo de capital	Positivo crea valor; negativo indica déficit económico	¿Se genera retorno por encima del costo de los recursos?

Nota. Elaboración propia con base en Stewart (1991) y en el método aplicado por Cutipa Añamuro (2025).

El EVA aporta rigor, pero no sustituye el contexto institucional. Para convertirlo en una herramienta de gobierno es indispensable comprender quién fija objetivos, cómo se distribuyen responsabilidades y de qué manera se administran los riesgos. Ese es el objeto del capítulo siguiente.

CAPÍTULO IV

GOBERNANZA, REGULACIÓN, RIESGO Y SOSTENIBILIDAD EN LA EMPRESA ESTATAL

El desempeño financiero de una empresa estatal está condicionado por su sistema de gobierno. La claridad del mandato, la relación entre propietario y directorio, la autonomía de la administración, la calidad de la información y los mecanismos de control definen el entorno en el que se toman decisiones de inversión, compras, precios, financiamiento y gestión de riesgos. Por ello, la creación de valor no es solo una cuestión de técnica financiera: también depende de la arquitectura institucional que convierte objetivos públicos en decisiones empresariales verificables.

4.1 EL ESTADO COMO PROPIETARIO INFORMADO Y ACTIVO

Desde una perspectiva de gestión, la función propietaria del Estado no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de objetivos de propiedad, profesionalización, separación de funciones y seguimiento. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la función propietaria del Estado, esa tercera dimensión es decisiva porque la ambigüedad entre rol regulador, propietario y gestor puede diluir responsabilidades y

dificultar la evaluación de resultados. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la función propietaria del Estado, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, la entidad propietaria debe formular objetivos explícitos, indicadores y expectativas de desempeño que el directorio pueda traducir en estrategia. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la función propietaria del Estado comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la función propietaria del Estado debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se

descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen objetivos de propiedad, profesionalización, separación de funciones y seguimiento. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la función propietaria del Estado en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la función propietaria del Estado es que la ambigüedad entre rol regulador, propietario y gestor puede diluir responsabilidades y dificultar la evaluación de resultados. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a

diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la función propietaria del Estado se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la función propietaria del Estado, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, la entidad propietaria debe formular objetivos explícitos, indicadores y expectativas de desempeño que el directorio pueda traducir en estrategia. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la función propietaria del Estado, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la función propietaria del Estado, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la función propietaria del Estado con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La función propietaria del estado debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y

cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la función propietaria del Estado, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la función propietaria del Estado, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

Las OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2024 establecen que el Estado debe actuar como propietario informado y activo y que las empresas estatales deben observar altos estándares de transparencia, contabilidad, auditoría e integridad (OECD, 2024a). El panorama comparado de 59 jurisdicciones publicado el mismo año muestra que los arreglos de propiedad y revelación siguen siendo heterogéneos, lo que refuerza la importancia de instituciones de supervisión capaces de producir información agregada y comparable (OECD, 2024b). Coelho et al.

(2024), al evaluar reformas de gobierno de SOE en Brasil, aportan evidencia regional sobre la relevancia de monitorear la implementación y no solo aprobar normas.

4.2 DIRECTORIO, TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS

Desde una perspectiva de gestión, el gobierno corporativo no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de competencias del directorio, revelación, auditoría, control interno e integridad. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En el gobierno corporativo, esa tercera dimensión es decisiva porque la supervisión formal sin información oportuna puede convertirse en cumplimiento documental sin capacidad de corrección. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar el gobierno corporativo, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, la agenda del directorio debe concentrarse en estrategia, riesgos, capital, desempeño y seguimiento de acciones correctivas. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de el gobierno corporativo comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de el gobierno corporativo debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen competencias del directorio, revelación, auditoría, control interno e integridad. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas:

decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar el gobierno corporativo en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en el gobierno corporativo es que la supervisión formal sin información oportuna puede convertirse en cumplimiento documental sin capacidad de corrección. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si el gobierno corporativo se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En el gobierno corporativo, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, la agenda del directorio debe concentrarse en estrategia, riesgos, capital, desempeño y seguimiento de acciones correctivas. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora el gobierno corporativo, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En el gobierno corporativo, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o

cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar el gobierno corporativo con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. El gobierno corporativo debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para el gobierno corporativo, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar el gobierno corporativo, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

Las OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2024 establecen que el Estado debe actuar como propietario informado y activo y que las empresas estatales deben observar altos estándares de transparencia, contabilidad, auditoría e integridad (OECD, 2024a). El panorama comparado de 59 jurisdicciones publicado el mismo año muestra que los arreglos de propiedad y revelación siguen siendo heterogéneos, lo que refuerza la importancia de instituciones de supervisión capaces de producir información agregada y comparable (OECD, 2024b). Coelho et al. (2024), al evaluar reformas de gobierno de SOE en Brasil, aportan evidencia regional sobre la relevancia de monitorear la implementación y no solo aprobar normas.

4.3 GESTIÓN INTEGRAL DE RIESGOS Y RESILIENCIA

Desde una perspectiva de gestión, la gestión de riesgos empresariales no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de identificación, apetito de riesgo, controles, escenarios y respuesta. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el

resultado. En la gestión de riesgos empresariales, esa tercera dimensión es decisiva porque los riesgos operativos, financieros, regulatorios y reputacionales se potencian cuando son administrados por separado. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la gestión de riesgos empresariales, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, la organización debe vincular riesgos críticos con indicadores tempranos, propietarios de riesgo y planes de contingencia. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la gestión de riesgos empresariales comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la gestión de riesgos empresariales debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen identificación, apetito de riesgo, controles, escenarios y respuesta. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la gestión de riesgos empresariales en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la gestión de riesgos empresariales es que los riesgos operativos, financieros, regulatorios y reputacionales se potencian cuando son administrados por separado. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real,

producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la gestión de riesgos empresariales se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la gestión de riesgos empresariales, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, la organización debe vincular riesgos críticos con indicadores tempranos, propietarios de riesgo y planes de contingencia. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico;

también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la gestión de riesgos empresariales, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la gestión de riesgos empresariales, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la gestión de riesgos empresariales con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La gestión de riesgos empresariales debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la gestión de riesgos empresariales, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la gestión de riesgos empresariales, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

La gestión de riesgos se ha convertido en un componente central del gobierno de las empresas públicas. Resende et al. (2024) y Horvey y Odei-Mensah (2024) encuentran que los marcos de gestión integral de riesgos pueden relacionarse con

mejores resultados cuando se articulan con estrategia y gobierno. En el plano de las SOE, OECD (2026) muestra que las prácticas de riesgo a nivel de empresa están más extendidas que los marcos de riesgo a nivel de portafolio estatal, lo que plantea la necesidad de conectar riesgos individuales con una visión de propietario.

4.4 SOSTENIBILIDAD Y CREACIÓN DE VALOR DE LARGO PLAZO

Desde una perspectiva de gestión, la sostenibilidad empresarial pública no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de continuidad operativa, impacto social, gobernanza, eficiencia de recursos y resiliencia. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la sostenibilidad empresarial pública, esa tercera dimensión es decisiva porque la sostenibilidad puede reducirse a reporte reputacional si no se conecta con capital, riesgos y decisiones de inversión. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la sostenibilidad empresarial pública, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra

con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, las metas de sostenibilidad deben integrarse en presupuesto, inversiones, compras, evaluación de proyectos y métricas de desempeño. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la sostenibilidad empresarial pública comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la sostenibilidad empresarial pública debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen continuidad operativa, impacto social, gobernanza, eficiencia de recursos y resiliencia. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la sostenibilidad empresarial pública en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la sostenibilidad empresarial pública es que la sostenibilidad puede reducirse a reporte reputacional si no se conecta con capital, riesgos y decisiones de inversión. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la sostenibilidad empresarial pública se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y

cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la sostenibilidad empresarial pública, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, las metas de sostenibilidad deben integrarse en presupuesto, inversiones, compras, evaluación de proyectos y métricas de desempeño. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la sostenibilidad empresarial pública, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina

el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la sostenibilidad empresarial pública, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la sostenibilidad empresarial pública con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La sostenibilidad empresarial pública debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la sostenibilidad empresarial pública, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la sostenibilidad empresarial pública, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

La sostenibilidad amplía el horizonte de la creación de valor. OECD (2025) subraya que las SOE operan con frecuencia en sectores estratégicos y están expuestas a riesgos ambientales, sociales y de gobierno, pero también poseen capacidad para liderar prácticas responsables. El punto relevante para la gestión financiera es que los riesgos de sostenibilidad pueden afectar costos, activos, demanda, continuidad operativa y acceso a financiamiento; por ello, deben incorporarse al análisis económico y no quedar confinados a informes separados.

4.5 EL MARCO PERUANO Y EL CASO INSTITUCIONAL DE ENACO

Desde una perspectiva de gestión, el entorno institucional de ENACO no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de FONAFE,

regulación de la hoja de coca, objetivos empresariales y restricciones de mercado. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En el entorno institucional de ENACO, esa tercera dimensión es decisiva porque la singularidad regulatoria puede generar restricciones que requieren métricas y comparadores adaptados, sin eliminar la obligación de eficiencia. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar el entorno institucional de ENACO, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, el desempeño debe distinguir restricciones de mandato, riesgos de mercado y decisiones internas susceptibles de mejora. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de el entorno institucional de ENACO comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de el entorno institucional de ENACO debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen FONAFE, regulación de la hoja de coca, objetivos empresariales y restricciones de mercado. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar el entorno institucional de ENACO en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar

caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en el entorno institucional de ENACO es que la singularidad regulatoria puede generar restricciones que requieren métricas y comparadores adaptados, sin eliminar la obligación de eficiencia. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si el entorno institucional de ENACO se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En el entorno institucional de ENACO, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y

prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, el desempeño debe distinguir restricciones de mandato, riesgos de mercado y decisiones internas susceptibles de mejora. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora el entorno institucional de ENACO, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En el entorno institucional de ENACO, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar el entorno institucional de ENACO con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. El entorno institucional de enaco debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para el entorno institucional de ENACO, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar el entorno institucional de ENACO, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería

terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

En el Perú, FONAFE mantiene un marco corporativo para las empresas bajo su ámbito y ha actualizado en 2025-2026 instrumentos de gobierno y gestión de directorios. Estas disposiciones ofrecen un referente contemporáneo para leer el caso histórico 2013-2022 sin alterar sus datos: permiten distinguir lo que la evidencia original muestra de lo que las prácticas actuales de gobierno buscan fortalecer (FONAFE, 2026).

Tabla 4. Arquitectura de gobierno para una gestión orientada a valor

Nivel	Responsabilidad principal	Información mínima	Decisión clave
Propietario estatal	Definir objetivos de propiedad y expectativas	Resultados financieros, de política pública y riesgos	Mantener, reformar o redefinir objetivos y capital
Directorio	Supervisar estrategia y administración	EVA, caja, rentabilidad, riesgos, inversiones	Prioridades estratégicas, límites de riesgo y asignación de capital
Gerencia	Ejecutar estrategia y corregir desviaciones	KPIs operativos y financieros de alta frecuencia	Precios, costos, compras, inventarios, financiamiento
Control/Auditoría	Verificar integridad y efectividad de controles	Hallazgos, planes de acción y exposición residual	Escalamiento y seguimiento de deficiencias
Transparencia	Rendir cuentas a propietario y grupos de interés	Información material financiera y no financiera	Calidad, periodicidad y accesibilidad de revelación

Nota. Elaboración propia a partir de OECD (2024a, 2024b, 2026) y FONAFE (2026).

Con el marco conceptual e institucional ya construido, el análisis puede volver a la evidencia empírica. El capítulo V presenta el caso de ENACO S.A. entre 2013 y 2022, preservando las cifras y el diseño metodológico de la investigación de origen y reorganizándolos en una secuencia narrativa propia de un estudio de caso.

CAPÍTULO V

ENACO S.A. 2013-2022: EVIDENCIA FINANCIERA Y DESTRUCCIÓN DE VALOR

5.1 CONTEXTO Y DISEÑO DEL CASO

La investigación que sirve de base a este capítulo examinó a la Empresa Nacional de la Coca S.A. (ENACO S.A.), cuya sede administrativa principal fue identificada en la calle Tenerías 103, distrito de San Sebastián, Cusco. La entidad opera en un contexto singular: participa en la cadena legal de la hoja de coca y sus derivados bajo regulación nacional e internacional, lo que condiciona su entorno comercial, sus objetivos institucionales y su estructura de decisiones (Cutipa Añamuro, 2025).

La población documental estuvo formada por los estados financieros auditados de 2013 a 2022: Estado de Situación Financiera, Estado de Resultados Integrales, Estado de Cambios en el Patrimonio Neto, Estado de Flujos de Efectivo y notas. La muestra seleccionó el Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados Integrales del mismo periodo. El muestreo fue no probabilístico por conveniencia, sustentado en disponibilidad, calidad y relación con el objetivo; se excluyeron documentos no auditados (Cutipa Añamuro, 2025).

El enfoque fue cuantitativo, aplicado, descriptivo-explicativo, no experimental y longitudinal. La técnica central fue el análisis documental de estados financieros auditados, preparados bajo NIIF. Para el análisis inferencial se utilizó regresión múltiple, con el EVA como variable dependiente y dimensiones financieras vinculadas con rentabilidad, solvencia, eficiencia y endeudamiento como ejes explicativos. La investigación no aplicó alfa de Cronbach porque no trabajó con cuestionarios o escalas; la confiabilidad se sustentó en registros oficiales auditados (Cutipa Añamuro, 2025).

El EVA fue calculado como NOPAT menos el producto del capital empleado por el WACC. Para 2013-2020, la investigación utilizó un WACC estimado de 10%;

para 2021 y 2022 empleó 9,28% y 9,01%, respectivamente, argumentando cambios en la estructura de capital asociados con financiamiento estatal de FONAFE. Estos supuestos se conservan sin modificación para mantener la comparabilidad con los resultados originales (Cutipa Añamuro, 2025).

Tabla 5. Diseño metodológico del caso ENACO S.A.

Elemento	Descripción
Periodo	2013-2022
Enfoque	Cuantitativo
Tipo	Aplicado
Diseño	Descriptivo-explicativo, no experimental y longitudinal
Población	Estados financieros auditados de ENACO S.A. 2013-2022
Muestra	Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados Integrales 2013-2022
Técnica	Análisis documental
Análisis	Indicadores financieros y regresión múltiple
Variable de valor	EVA
Dimensiones financieras	Rentabilidad, solvencia, eficiencia y endeudamiento

Nota. Fuente: Cutipa Añamuro (2025).

5.2 RENTABILIDAD: DEL MARGEN POSITIVO AL DETERIORO OPERATIVO

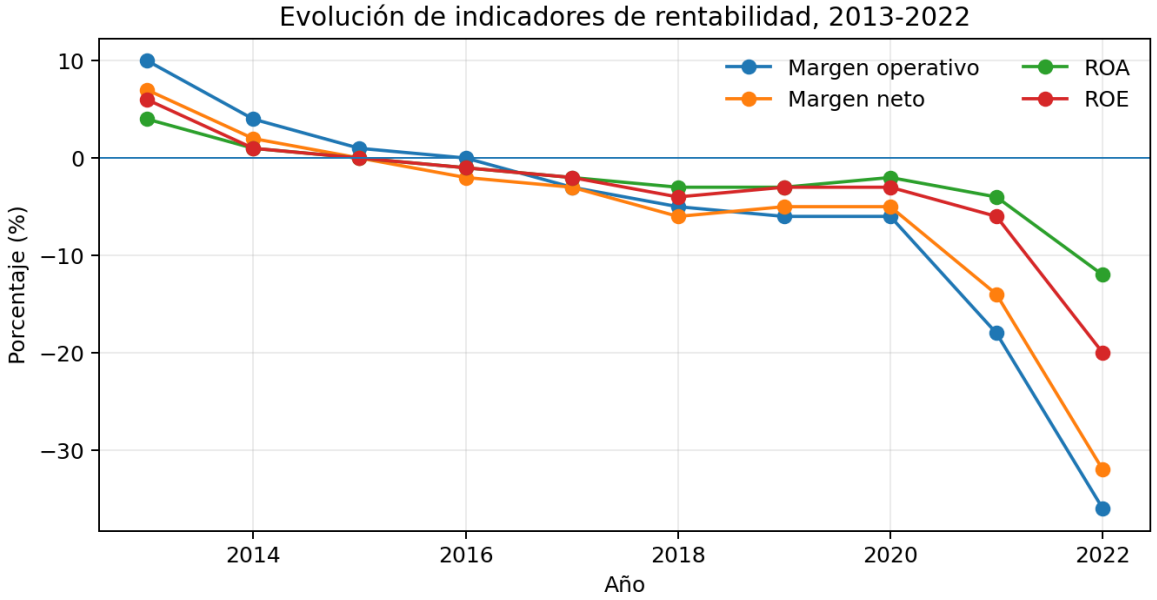
Los datos originales muestran una divergencia entre margen bruto y desempeño final. El margen bruto se mantuvo entre 49% y 57% durante 2013-2021 y saltó a 70% en 2022, mientras el margen operativo pasó de 10% en 2013 a -36% en 2022 y el margen neto de 7% a -32%. La distancia entre margen bruto y resultado operativo sugiere que el problema no puede explicarse solo por el costo de ventas: la estructura de gastos y el desempeño operativo adquieren un peso creciente en la pérdida de rentabilidad (Cutipa Añamuro, 2025).

Tabla 6. Evolución de márgenes, ROA y ROE en ENACO S.A.

Año	Margen bruto %	Margen operativo %	Margen neto %	ROA %	ROE %
2013	55	10	7	4	6
2014	57	4	2	1	1
2015	56	1	0	0	0
2016	56	0	-2	-1	-1
2017	53	-3	-3	-2	-2
2018	49	-5	-6	-3	-4
2019	50	-6	-5	-3	-3
2020	50	-6	-5	-2	-3
2021	51	-18	-14	-4	-6
2022	70	-36	-32	-12	-20

Nota. Fuente: Cutipa Añamuro (2025).

Figura 1. Indicadores de rentabilidad en ENACO S.A.



Nota. Elaboración propia a partir de los datos de Cutipa Añamuro (2025).

El EBITDA confirma el cambio estructural. Después de S/ 4,49 millones en 2013, disminuyó de forma sostenida y se volvió negativo desde 2019, alcanzando S/ -7,33 millones en 2022. La investigación atribuyó el deterioro de los últimos años a menores ventas, aumento de costos y acumulación de inventarios de hoja de coca que generaron gastos adicionales y deterioro de existencias. Estos hallazgos no deben presentarse como una medición nueva: corresponden a la serie construida por Cutipa Añamuro (2025) sobre estados financieros auditados.

Tabla 7. EBITDA de ENACO S.A. 2013-2022

Año	EBITDA (S/)
2013	4,489,419.00
2014	2,824,334.00
2015	1,908,425.00
2016	1,488,048.00
2017	1,692,898.00
2018	581,802.00
2019	-6,385.00
2020	-193,486.00
2021	-2,479,299.00
2022	-7,333,086.00

Nota. Fuente: Cutipa Añamuro (2025).

5.3 Solvencia: liquidez contable y pérdida de liquidez inmediata

La razón corriente fue superior a 4 en todos los años de la serie, con un máximo de 8,02 en 2014 y 7,22 en 2021. Sin embargo, las medidas más exigentes mostraron una erosión importante: la prueba ácida pasó de 3,65 en 2013 a 1,14 en 2022 y la liquidez

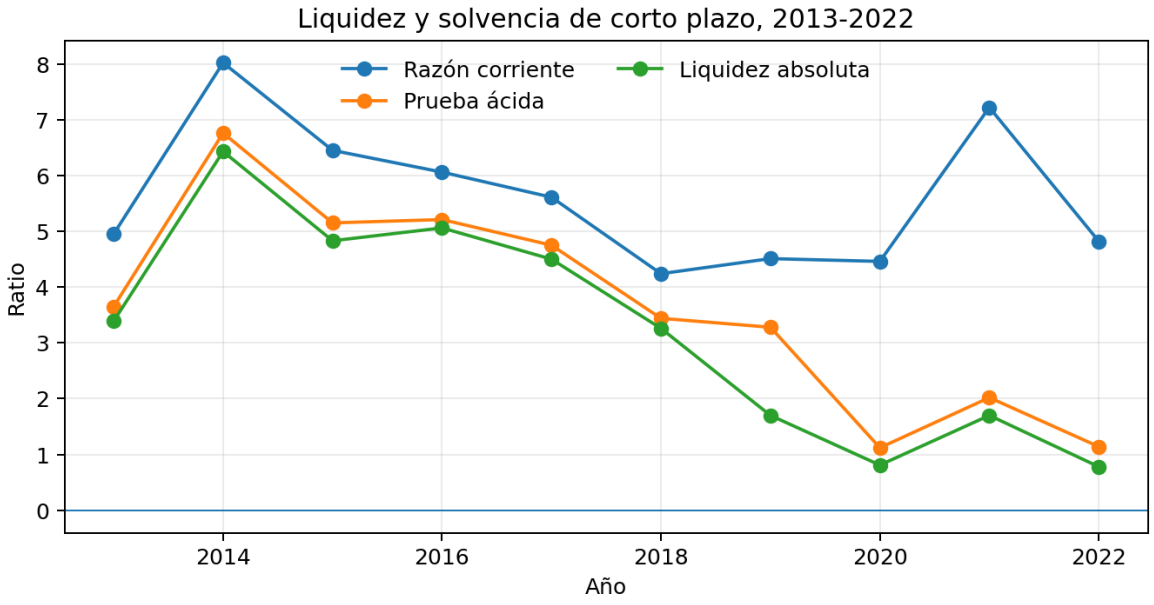
absoluta de 3,39 a 0,78. La lectura conjunta es más informativa que cualquier ratio aislado, porque evidencia que una parte creciente del activo corriente se concentró en componentes menos líquidos (Cutipa Añamuro, 2025).

Tabla 8. Indicadores de solvencia y capital de trabajo

Año	Razón corriente	Prueba ácida	Liquidez absoluta	Capital de trabajo (S/)
2013	4.95	3.65	3.39	14,232,655.00
2014	8.02	6.76	6.43	15,062,254.00
2015	6.45	5.15	4.83	14,882,867.00
2016	6.06	5.21	5.06	15,146,573.00
2017	5.61	4.75	4.50	14,241,894.00
2018	4.24	3.44	3.26	13,673,672.00
2019	4.51	3.28	1.70	12,886,933.00
2020	4.46	1.12	0.81	13,520,166.30
2021	7.22	2.02	1.70	20,070,963.00
2022	4.82	1.14	0.78	12,393,081.00

Nota. Fuente: Cutipa Añamuro (2025).

Figura 2. Liquidez y solvencia de corto plazo



Nota. Elaboración propia a partir de los datos de Cutipa Añamuro (2025).

El capital de trabajo permaneció positivo durante todo el periodo y alcanzó S/ 20,07 millones en 2021. La investigación original advierte que ese incremento estuvo asociado con acumulación de inventarios y no con una mejora equivalente en eficiencia. En 2022 el capital de trabajo cayó a S/ 12,39 millones tras ajustes vinculados al deterioro de inventarios. Esta secuencia ilustra un principio central del libro: la liquidez contable debe analizarse junto con la calidad y rotación de los activos que la componen.

5.4 EFICIENCIA: INVENTARIOS, COBRANZAS Y CICLO DE EFECTIVO

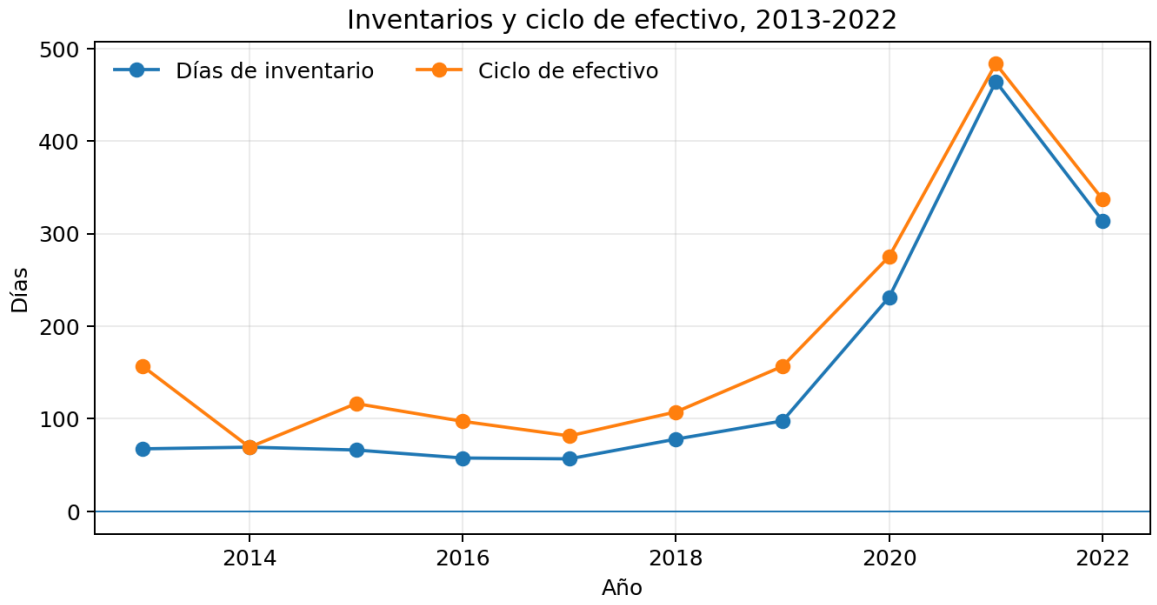
La dimensión de eficiencia muestra una de las señales más claras del caso. Entre 2013 y 2017, la rotación de inventarios se mantuvo entre 5,20 y 6,35 veces, con permanencias de aproximadamente 57 a 69 días. Desde 2018 se inicia un deterioro rápido: 97,61 días en 2019, 231,44 en 2020, 464,32 en 2021 y 313,80 en 2022. Este aumento implica una inmovilización cada vez mayor de recursos en existencias (Cutipa Añamuro, 2025).

Tabla 9. Rotación de inventarios y ciclo de efectivo

Año	Rotación inventarios	Días de inventario	Días de cobro	Ciclo de efectivo (días)
2013	5.33	67.49	89.01	156.50
2014	5.20	69.28	-	69.28
2015	5.44	66.19	50.19	116.37
2016	6.25	57.57	39.62	97.18
2017	6.35	56.67	24.78	81.45
2018	4.62	77.98	29.38	107.36
2019	3.69	97.61	59.06	156.67
2020	1.56	231.44	43.87	275.31
2021	0.78	464.32	19.22	483.53
2022	1.15	313.80	23.47	337.27

Nota. Fuente: Cutipa Añamuro (2025). Para 2014 la investigación no reportó días de cobro; se conserva el dato faltante.

Figura 3. Días de inventario y ciclo de efectivo



Nota. Elaboración propia a partir de los datos de Cutipa Añamuro (2025).

El ciclo de efectivo muestra el efecto acumulado. El valor mínimo de la serie fue 81,45 días en 2017; luego aumentó a 107,36 en 2018, 156,67 en 2019, 275,31 en 2020 y 483,53 en 2021, antes de descender a 337,27 días en 2022. La magnitud de estos cambios es consistente con la literatura reciente que relaciona ciclos prolongados con menores flujos operativos y mayor presión financiera en economías emergentes (Figlioli & Lima, 2024; Kiymaz et al., 2024).

5.5 ENDEUDAMIENTO Y CAPACIDAD DE COBERTURA

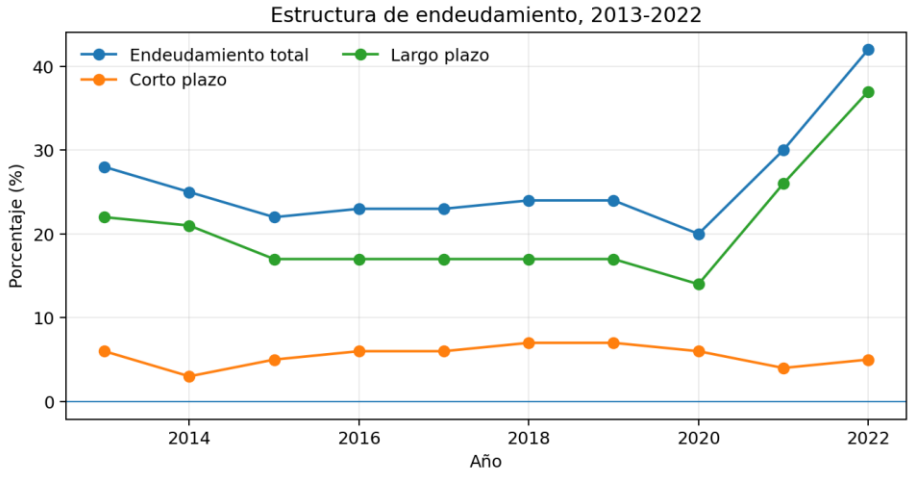
El endeudamiento total se mantuvo entre 20% y 28% durante 2013-2020. En 2021 subió a 30% y en 2022 a 42%. El cambio se concentró principalmente en obligaciones de largo plazo, que pasaron de 14% de los activos en 2020 a 26% en 2021 y 37% en 2022. La investigación asocia esta variación con financiamiento de FONAFE y con necesidades de liquidez en un escenario de caída de ingresos y acumulación de inventarios (Cutipa Añamuro, 2025).

Tabla 10. Estructura de endeudamiento de ENACO S.A.

Año	Endeudamiento total %	Corto plazo %	Largo plazo %
2013	28	6	22
2014	25	3	21
2015	22	5	17
2016	23	6	17
2017	23	6	17
2018	24	7	17
2019	24	7	17
2020	20	6	14
2021	30	4	26
2022	42	5	37

Nota. Fuente: Cutipa Añamuro (2025).

Figura 4. Estructura de endeudamiento



Nota. Elaboración propia a partir de los datos de Cutipa Añamuro (2025).

La cobertura de intereses presentó niveles positivos extraordinariamente altos en 2015-2017, debido a una carga financiera muy baja en relación con EBITDA. La señal cambia cuando el EBITDA se vuelve negativo. En 2021 la cobertura reportada fue -28,57 veces y en 2022 -7,14 veces. Por tanto, el problema financiero de los últimos años de la serie no puede evaluarse solo por el porcentaje de endeudamiento: la capacidad operativa de servir la deuda se debilitó de forma simultánea.

Tabla 11. Cobertura de intereses

Año	Cobertura (veces)
2013	-
2014	-
2015	947,11
2016	12 939,55
2017	4 742,01
2018	-
2019	-
2020	-
2021	-28,57
2022	-7,14

Nota. Fuente: Cutipa Añamuro (2025). Los guiones reproducen los periodos sin ratio calculado en la fuente.

5.6 EVA Y EVIDENCIA DE DESTRUCCIÓN DE VALOR

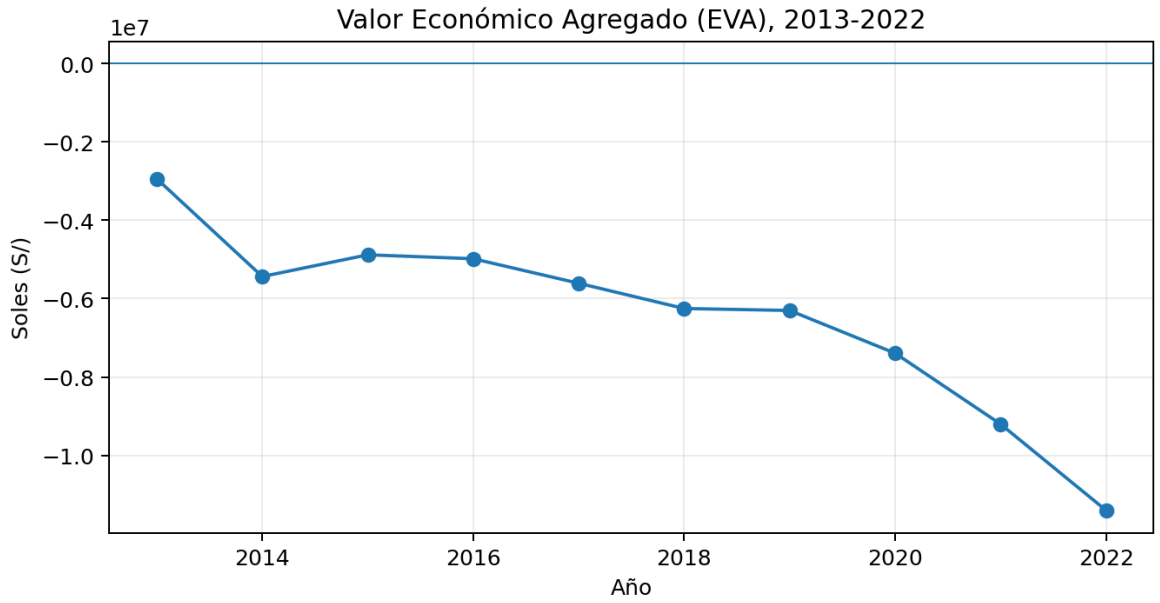
La trayectoria del EVA sintetiza la tensión entre desempeño operativo y costo del capital. La serie fue negativa en cada uno de los diez años. Incluso entre 2013 y 2016, cuando el NOPAT fue positivo, este no cubrió el cargo de capital. Desde 2017, el NOPAT también se volvió negativo, amplificando la destrucción de valor. El EVA pasó de S/ -2,94 millones en 2013 a S/ -11,40 millones en 2022 (Cutipa Añamuro, 2025).

Tabla 12. NOPAT, capital empleado, WACC y EVA

Año	NOPAT (S/)	Capital empleado (S/)	WACC	EVA (S/)
2013	2,393,373.50	53,367,903.00	10.00%	-2,943,416.80
2014	841,122.80	62,779,378.00	10.00%	-5,436,815.00
2015	178,142.40	50,604,407.00	10.00%	-4,882,298.30
2016	29,989.44	50,123,214.00	10.00%	-4,982,331.96
2017	-708,952.94	48,998,939.00	10.00%	-5,608,846.84
2018	-987,365.19	52,653,708.00	10.00%	-6,252,735.99
2019	-1,209,135.63	50,936,408.00	10.00%	-6,302,776.43
2020	-1,074,445.38	63,191,231.50	10.00%	-7,393,568.53
2021	-2,795,445.56	69,043,086.00	9.28%	-9,202,643.94
2022	-5,893,503.90	61,148,519.00	9.01%	-11,402,985.46

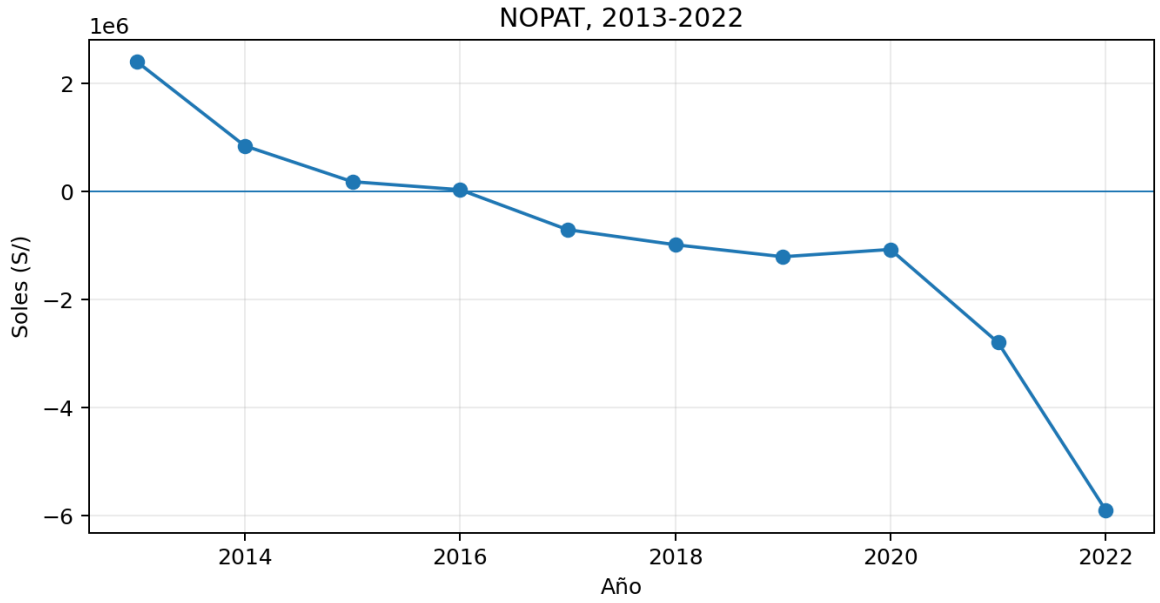
Nota. Fuente: Cutipa Añamuro (2025).

Figura 5. Evolución del EVA



Nota. Elaboración propia a partir de los datos de Cutipa Añamuro (2025).

Figura 6. Evolución del NOPAT



Nota. Elaboración propia a partir de los datos de Cutipa Añamuro (2025).

La lectura longitudinal permite observar tres fases. Entre 2013 y 2016 se mantiene una operación todavía capaz de producir NOPAT positivo, pero insuficiente frente al costo del capital. Entre 2017 y 2020 el NOPAT se vuelve negativo y el EVA se deteriora de manera gradual. Entre 2021 y 2022 confluyen mayor deuda de largo plazo,

deterioro del EBITDA, elevada permanencia de inventarios y los valores más negativos del EVA. Esta periodización no sustituye las cifras originales; es una elaboración analítica del libro a partir de ellas.

5.7 REGRESIÓN MÚLTIPLE Y TENSIONES INTERPRETATIVAS DE LA FUENTE

El modelo de regresión múltiple reportado por la investigación explicó 84% de la variabilidad del EVA ($R^2 = 0,840$). Los coeficientes estandarizados fueron $\beta = 0,728$ para margen operativo (MOP), $\beta = 0,254$ para endeudamiento total (ETOTAL), $\beta = 0,131$ para endeudamiento de corto plazo (ECPLAZO) y $\beta = 0,099$ para cobertura de intereses (CINTERESES). Las significancias reportadas fueron 0,000; 0,042; 0,048 y 0,017, respectivamente (Cutipa Añamuro, 2025).

Tabla 13. Modelo de regresión múltiple reportado

Variable	Beta estandarizado	Sig.	Lectura en la fuente
Margen operativo (MOP)	0,728	0,000	Mayor coeficiente asociado al EVA
Endeudamiento total (ETOTAL)	0,254	0,042	Relación positiva reportada
Endeudamiento corto plazo (ECPLAZO)	0,131	0,048	Influencia secundaria reportada
Cobertura de intereses (CINTERESES)	0,099	0,017	Influencia secundaria reportada

Nota. Fuente: Cutipa Añamuro (2025). R^2 reportado = 0,840.

La fuente presenta una tensión que debe hacerse visible en vez de corregirse silenciosamente. En la comprobación de hipótesis, algunos apartados rechazan hipótesis al observar que el EVA permanece negativo, mientras los apartados basados en regresión aceptan relaciones positivas y significativas entre determinados indicadores y el EVA. La aparente contradicción surge porque una asociación estadística positiva no significa que el nivel observado del resultado sea positivo: una variable puede relacionarse positivamente con el EVA y, aun así, toda la serie mantenerse por debajo de cero. El libro conserva ambas capas y las interpreta como planos distintos: dirección de asociación y nivel económico alcanzado.

También se identifican diferencias internas puntuales entre narrativa y tablas. Por ejemplo, un párrafo de la fuente menciona una razón corriente de 1,4 en 2022, mientras la tabla correspondiente reporta 4,82. Para preservar fidelidad cuantitativa, este libro utiliza el valor tabular 4,82 y deja constancia de la discrepancia textual. Del mismo

modo, las conclusiones originales contienen formulaciones que no siempre reproducen literalmente la lectura de los coeficientes de regresión. Estas observaciones no alteran datos; fortalecen la trazabilidad y permiten separar evidencia numérica de interpretación.

5.8 LECTURA AMPLIADA DE LOS HALLAZGOS ORIGINALES

El caso revela, en síntesis, que la destrucción de valor no se explica por una sola dimensión. El deterioro de márgenes reduce NOPAT; la acumulación de inventarios inmoviliza capital; el ciclo de efectivo prolongado presiona la liquidez; el aumento del financiamiento incorpora nuevas obligaciones; y el costo de capital mantiene un umbral que la operación no alcanza. El siguiente capítulo convierte estas observaciones en una discusión prospectiva: qué principios de gestión deberían guiar una transición desde el diagnóstico hacia la recuperación del valor.

CAPÍTULO VI

DE LA DESTRUCCIÓN DE VALOR A LA GESTIÓN ORIENTADA A RESULTADOS

Una estrategia de recuperación no puede consistir en perseguir simultáneamente todos los indicadores. Debe comenzar por identificar las palancas que explican el deterioro y ordenar las decisiones según su impacto sobre caja, operación y capital. En el caso analizado, la evidencia sugiere una secuencia lógica: recuperar disciplina operativa, reducir inmovilización de inventarios, estabilizar el ciclo de caja, alinear financiamiento con capacidad de repago y convertir el EVA en una métrica de seguimiento de la asignación de recursos.

6.1 RECUPERAR MARGEN OPERATIVO ANTES DE AMPLIAR CAPITAL

Desde una perspectiva de gestión, la recuperación del margen operativo no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de costos, productividad, mix de productos, precios y gastos estructurales. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la recuperación del margen operativo, esa tercera dimensión es decisiva porque inyectar capital en una operación con pérdidas persistentes puede ampliar la base sobre la que se destruye valor. Un indicador aparentemente favorable puede, por

ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la recuperación del margen operativo, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, la primera agenda debe identificar costos evitables, productos deficitarios, capacidades críticas y metas mensuales de margen. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la recuperación del margen operativo comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la recuperación del margen operativo debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de

efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen costos, productividad, mix de productos, precios y gastos estructurales. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la recuperación del margen operativo en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la recuperación del margen operativo es que inyectar capital en una operación con pérdidas persistentes puede ampliar la base sobre la que se destruye valor. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de

regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la recuperación del margen operativo se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la recuperación del margen operativo, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, la primera agenda debe identificar costos evitables, productos deficitarios, capacidades críticas y metas mensuales de margen. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la recuperación del margen operativo, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la recuperación del margen operativo, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la recuperación del margen operativo con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La recuperación del margen operativo debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y

cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la recuperación del margen operativo, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la recuperación del margen operativo, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

Cutipa Añamuro (2025) recomendó priorizar control de costos, optimización de procesos, revisión del portafolio de productos, ajustes de precios y evaluación de rentabilidad por línea. La lógica de valor refuerza esa propuesta: cualquier mejora de margen que no requiera un aumento proporcional del capital empleado tiene un efecto directo sobre el NOPAT y, por tanto, sobre el EVA.

El seguimiento debe distinguir margen bruto de margen operativo. El caso mostró que el margen bruto no explica por sí mismo la caída final: 2022 reportó 70% de margen bruto y, simultáneamente, -36% de margen operativo. Esa brecha obliga a revisar gastos administrativos, comerciales y otras cargas operativas con una perspectiva de causalidad y responsabilidad, evitando que el análisis se limite al costo directo de compra o producción.

6.2 GESTIÓN DE INVENTARIOS COMO DECISIÓN DE CAPITAL

Desde una perspectiva de gestión, la eficiencia de inventarios no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de pronóstico de demanda, compras, niveles de seguridad, obsolescencia y rotación. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la eficiencia de inventarios, esa tercera dimensión es decisiva porque la acumulación de existencias puede aparentar respaldo patrimonial mientras consume caja y eleva pérdidas por deterioro. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la eficiencia de inventarios, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la

gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, deben definirse límites por días de inventario, alertas por antigüedad, política de deterioro y responsabilidad sobre compras y rotación. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la eficiencia de inventarios comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la eficiencia de inventarios debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen pronóstico de demanda, compras, niveles de seguridad, obsolescencia y rotación. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la eficiencia de inventarios en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la eficiencia de inventarios es que la acumulación de existencias puede aparentar respaldo patrimonial mientras consume caja y eleva pérdidas por deterioro. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la eficiencia de inventarios se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas

métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la eficiencia de inventarios, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, deben definirse límites por días de inventario, alertas por antigüedad, política de deterioro y responsabilidad sobre compras y rotación. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la eficiencia de inventarios, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la eficiencia de inventarios, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la eficiencia de inventarios con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La eficiencia de inventarios debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la eficiencia de inventarios, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino

de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la eficiencia de inventarios, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

La prioridad del inventario está respaldada tanto por el caso como por la evidencia internacional. Kiymaz et al. (2024) encuentran que, en economías emergentes, mayores días de inventario se asocian con menor desempeño; Figlioli y Lima (2024) documentan efectos del ciclo de efectivo sobre flujos e inversión en América Latina; y Yeboah et al. (2024) muestran que la eficiencia de inventarios interactúa con condiciones cíclicas. La implicación gerencial es clara: inventario es capital y debe administrarse con la misma disciplina que una inversión.

6.3 FINANCIAMIENTO DISCIPLINADO POR RETORNO Y CAJA

Desde una perspectiva de gestión, la disciplina de financiamiento no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de EBITDA, cobertura, flujo libre, vencimientos y costo de capital. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente

importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la disciplina de financiamiento, esa tercera dimensión es decisiva porque usar deuda para financiar déficit operativo recurrente posterga el ajuste y reduce flexibilidad. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la disciplina de financiamiento, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, cada financiamiento debe incluir fuente de repago, escenario adverso y efecto esperado sobre EVA. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la disciplina de financiamiento comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición

que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la disciplina de financiamiento debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen EBITDA, cobertura, flujo libre, vencimientos y costo de capital. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la disciplina de financiamiento en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la disciplina de financiamiento es que usar deuda para financiar déficit operativo recurrente posterga el ajuste y reduce flexibilidad. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la disciplina de financiamiento se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la disciplina de financiamiento, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, cada financiamiento debe incluir fuente de repago, escenario adverso y efecto esperado sobre EVA. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en

definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la disciplina de financiamiento, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la disciplina de financiamiento, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la disciplina de financiamiento con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La disciplina de financiamiento debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la disciplina de financiamiento, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la disciplina de financiamiento, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

El aumento del endeudamiento de ENACO en 2021-2022 coincidió con EBITDA negativo y con los peores valores de EVA del periodo. Esto no demuestra que la deuda cause por sí sola la destrucción de valor; el modelo estadístico original incluso

reportó una asociación positiva del endeudamiento total con el EVA. La lección es más precisa: la utilidad del apalancamiento depende de que los recursos financiados produzcan un retorno superior a su costo y de que exista capacidad de servicio de deuda. Brusov y Filatova (2023) muestran que las teorías de estructura de capital ofrecen respuestas contingentes; no existe una proporción óptima universal al margen del riesgo y del desempeño operativo.

6.4 TABLERO INTEGRADO DE VALOR, RIESGO Y MISIÓN

Desde una perspectiva de gestión, el control estratégico no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de indicadores financieros, operativos, de riesgo y de mandato público. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En el control estratégico, esa tercera dimensión es decisiva porque un tablero muy amplio diluye atención y puede convertir el seguimiento en una actividad administrativa. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar el control estratégico, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y

gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, conviene utilizar un conjunto pequeño de indicadores con metas, tolerancias y acciones predefinidas. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de el control estratégico comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de el control estratégico debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen indicadores financieros, operativos, de riesgo y de mandato público. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor

económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar el control estratégico en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en el control estratégico es que un tablero muy amplio diluye atención y puede convertir el seguimiento en una actividad administrativa. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si el control estratégico se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La

rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En el control estratégico, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, conviene utilizar un conjunto pequeño de indicadores con metas, tolerancias y acciones predefinidas. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora el control estratégico, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En el control estratégico, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica

subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar el control estratégico con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. El control estratégico debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para el control estratégico, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una

memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar el control estratégico, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

Un tablero útil para una empresa estatal debe combinar valor económico con mandato público. La OECD (2024a, 2025) plantea que las SOE deben integrar sostenibilidad, transparencia y creación de valor de largo plazo; OECD (2026) añade la necesidad de marcos de riesgo que conecten empresa y propietario. El enfoque evita dos extremos: evaluar a una empresa pública como si careciera de obligaciones de política pública o, en sentido contrario, utilizar dichas obligaciones para renunciar a estándares de eficiencia y control económico.

6.5 AGENDA DE GOBIERNO, TRANSPARENCIA E INVESTIGACIÓN FUTURA

Desde una perspectiva de gestión, la sostenibilidad de la transformación no debe interpretarse como una variable aislada. Su comportamiento depende de directorio, rendición de cuentas, evaluación de resultados y aprendizaje institucional. Cuando estos elementos se coordinan, la información financiera deja de ser retrospectiva y se convierte en una herramienta para decidir; cuando se desconectan, los ratios pueden ofrecer señales parciales que ocultan ineficiencias de fondo. Esta distinción es particularmente importante en organizaciones públicas, donde la continuidad de la misión institucional puede sostener operaciones aun cuando la rentabilidad económica se deteriore.

El análisis práctico exige distinguir nivel, tendencia y calidad. El nivel indica la posición observada en un momento determinado; la tendencia muestra si esa posición mejora o se deteriora; y la calidad obliga a identificar qué componentes explican el resultado. En la sostenibilidad de la transformación, esa tercera dimensión es decisiva porque las mejoras operativas pueden perderse si no quedan incorporadas en reglas, responsabilidades y sistemas de información. Un indicador aparentemente favorable puede, por ejemplo, provenir de inventarios que no rotan o de financiamiento que cubre déficits en lugar de inversiones productivas.

La decisión financiera debe vincularse con una hipótesis operativa verificable. Si la organización pretende mejorar la sostenibilidad de la transformación, tiene que explicitar qué proceso cambiará, qué indicador adelantado permitirá verificar el cambio y qué efecto se espera sobre caja, rentabilidad y valor. Ese encadenamiento transforma la contabilidad en un sistema de control estratégico. La literatura reciente insiste en que la gestión de capital, riesgo y desempeño produce mejores resultados cuando se integra con estrategia y gobernanza, en vez de operar como una función separada (Resende et al., 2024; Horvey & Odei-Mensah, 2024).

En términos de política interna, las reformas deben institucionalizar rutinas de seguimiento, evaluación independiente y documentación de decisiones. La clave es evitar metas contradictorias: maximizar liquidez acumulando activos corrientes, reducir costos deteriorando capacidades esenciales o aumentar deuda sin identificar retornos esperados. La disciplina consiste en definir umbrales, responsables, periodicidad de seguimiento y acciones correctivas antes de que la desviación se convierta en un problema estructural. Esta lógica prepara el terreno para una lectura basada en valor, que es desarrollada más adelante mediante el EVA.

Una lectura más profunda de la sostenibilidad de la transformación comienza por reconocer que su significado cambia según el modelo de negocio, el horizonte temporal y la función que cumple la organización. No existe un valor aislado que pueda calificarse automáticamente como suficiente o insuficiente sin examinar la composición que lo origina. En una empresa pública esta cautela es todavía más relevante, porque los resultados financieros pueden incorporar restricciones regulatorias, decisiones de política pública y obligaciones de continuidad del servicio. El análisis técnico debe, por

tanto, identificar el componente estrictamente operativo y diferenciarlo de los efectos institucionales que condicionan la actividad.

La medición de la sostenibilidad de la transformación debe sostenerse en una jerarquía de información. Primero se observan los saldos y ratios; luego se descomponen sus determinantes; finalmente se examina la relación con flujos de efectivo y creación de valor. En esa secuencia intervienen directorio, rendición de cuentas, evaluación de resultados y aprendizaje institucional. La ventaja de este procedimiento es que impide confundir una fotografía contable con una explicación causal. Un indicador puede mejorar porque cambia el denominador, por una reclasificación, por una reducción transitoria del gasto o por una verdadera mejora productiva. Solo la reconciliación entre estados financieros, operaciones y caja permite distinguir esas posibilidades.

Desde el punto de vista causal, la pregunta relevante no es únicamente qué ocurrió, sino a través de qué mecanismo una decisión termina afectando el valor económico. Si la organización altera compras, precios, condiciones de crédito, estructura de costos o financiamiento, el efecto suele propagarse por varias cuentas antes de aparecer en el EVA. Esa cadena exige trabajar con hipótesis explícitas: decisión, cambio operativo esperado, variación de indicador, efecto sobre NOPAT o capital empleado y consecuencia final sobre valor. Cuando esa secuencia no se documenta, la gestión corre el riesgo de atribuir mejoras o deterioros a factores equivocados.

La dimensión temporal también modifica la interpretación. Una acción puede mejorar la sostenibilidad de la transformación en el corto plazo y deteriorar la organización después. Reducir inventarios con descuentos extraordinarios puede liberar caja pero erosionar margen; postergar mantenimiento puede mejorar gastos del periodo y elevar fallas futuras; refinanciar vencimientos puede aliviar liquidez sin resolver pérdidas operativas. Por esta razón, el control financiero necesita indicadores simultáneos de resultado y de capacidad futura. La buena gestión no maximiza una cifra de cierre, sino que preserva la posibilidad de producir resultados sostenibles en periodos posteriores.

El principal riesgo analítico en la sostenibilidad de la transformación es que las mejoras operativas pueden perderse si no quedan incorporadas en reglas, responsabilidades y sistemas de información. Para reducirlo, conviene utilizar comparaciones internas antes que referencias genéricas: tendencia de varios años, presupuesto versus real, producto versus producto, unidad versus unidad y escenario base versus escenario de estrés. Las comparaciones externas siguen siendo útiles, pero deben adaptarse a diferencias de regulación, escala, estructura de costos y mandato. En el caso de una empresa con características singulares, la construcción de una línea base interna rigurosa puede ser más informativa que aplicar mecánicamente un promedio sectorial poco comparable.

La gobernanza financiera convierte el análisis en responsabilidad. Si la sostenibilidad de la transformación se deteriora, la organización debe saber quién es propietario del indicador, qué umbral dispara una acción, quién aprueba la respuesta y cuándo se verifica si funcionó. Sin esa arquitectura, los informes pueden describir problemas durante varios periodos sin producir correcciones. Un tablero efectivo incorpora pocas métricas críticas, cada una con meta, tolerancia, responsable, fecha y plan de contingencia. La rendición de cuentas se vuelve así operativa: no consiste solo en explicar el pasado, sino en demostrar que las desviaciones activaron decisiones específicas.

La perspectiva de riesgo obliga a considerar escenarios que no aparecen en el presupuesto base. En la sostenibilidad de la transformación, la organización debería preguntar qué sucede si ventas caen, costos suben, la rotación se desacelera, la cobranza se retrasa o el costo de financiamiento aumenta. El objetivo no es predecir exactamente el futuro, sino conocer la sensibilidad de caja y valor frente a variables críticas. Cuando se cuantifican esos escenarios, la administración puede definir reservas, límites y prioridades antes de la crisis. Esta lógica es coherente con los marcos contemporáneos de gestión integral de riesgos, que conectan exposición, estrategia y desempeño.

En la práctica, las reformas deben institucionalizar rutinas de seguimiento, evaluación independiente y documentación de decisiones. Para que esa directriz no quede en un enunciado general, debe transformarse en procedimientos: fuente de datos única, periodicidad, reglas de cálculo, responsables de validación, análisis de

desviaciones y registro de decisiones. La consistencia metodológica es importante porque pequeños cambios en definiciones pueden alterar tendencias y dificultar la comparación. La trazabilidad, por tanto, no es un requisito meramente académico; también es una condición para que directivos y órganos de supervisión puedan confiar en que observan el mismo fenómeno a lo largo del tiempo.

La integración con el EVA ofrece un criterio adicional para priorizar. Si una iniciativa mejora la sostenibilidad de la transformación, debe estimarse si también aumenta NOPAT, reduce capital inmovilizado o disminuye el costo de los recursos. Algunas acciones producen beneficios en más de una vía: una mejor rotación de inventarios libera capital y reduce costos de almacenamiento; una recuperación del margen incrementa NOPAT; una estructura de deuda más estable puede reducir riesgo financiero. Otras generan intercambios que deben hacerse visibles. El EVA no elimina el juicio directivo, pero obliga a expresar ese juicio en términos de creación o destrucción de valor.

Antes de cerrar el diagnóstico conviene examinar la dimensión de calidad de los datos. En la sostenibilidad de la transformación, diferencias de criterio entre periodos, reclasificaciones o registros tardíos pueden modificar la señal sin que haya cambiado la realidad económica subyacente. Por ello, una serie longitudinal debe acompañarse de un diccionario de indicadores y de conciliaciones que expliquen cambios relevantes. Esta práctica resulta especialmente útil cuando la información proviene de múltiples áreas o cuando la organización atraviesa reestructuraciones. Una medición consistente no garantiza una buena decisión, pero una medición inconsistente sí puede conducir a decisiones erróneas aun cuando la intención directiva sea correcta.

También es necesario conectar la sostenibilidad de la transformación con incentivos. Las áreas suelen responder a las métricas con las que son evaluadas: compras puede privilegiar abastecimiento y acumular stock; ventas puede maximizar volumen sin considerar cobranza; finanzas puede reducir inversión para proteger caja; operaciones puede mantener capacidad ociosa por razones de continuidad. El diseño de desempeño debe evitar que cada unidad optimice su propio indicador a costa del resultado global. La solución es combinar metas locales con una métrica compartida de

resultado económico y con límites de riesgo que hagan visibles los costos de las decisiones trasladadas entre áreas.

Un tercer plano es el de la comunicación con el propietario y los grupos de interés. La sostenibilidad de la transformación debe explicarse mediante narrativas que conecten cifra, causa, decisión y expectativa. Informar únicamente el valor del ratio deja abierta la interpretación; explicar qué cambió, por qué cambió, qué acción se adoptó y cuándo se espera observar el efecto transforma el reporte en una herramienta de rendición de cuentas. En empresas estatales esta calidad explicativa es particularmente valiosa porque permite diferenciar restricciones de política pública, shocks externos y decisiones gerenciales, reduciendo la posibilidad de que todos los resultados se atribuyan de manera indistinta al contexto.

La documentación de decisiones completa el sistema. Para la sostenibilidad de la transformación, cada cambio relevante debería dejar constancia de la información disponible, los supuestos utilizados, las alternativas consideradas y el criterio de aprobación. Este registro permite evaluar posteriormente si el resultado adverso provino de un supuesto razonable que no se materializó, de una ejecución deficiente o de una decisión tomada sin suficiente evidencia. La diferencia es crucial para aprender: no todas las desviaciones son errores, pero toda desviación importante debe ser explicable. Con una memoria de decisiones, la organización puede mejorar modelos, responsabilidades y umbrales sin depender únicamente del recuerdo de quienes participaron en el proceso.

Finalmente, el aprendizaje institucional depende de cerrar el ciclo de decisión. Analizar la sostenibilidad de la transformación, aprobar una medida y no volver a medir su efecto equivale a administrar sin retroalimentación. Cada intervención debería terminar con una comparación entre resultado esperado y observado, una explicación de la brecha y una decisión sobre mantener, corregir o abandonar la estrategia. Esta rutina convierte los estados financieros en una memoria organizacional y reduce la repetición de errores. En empresas públicas, además, fortalece la transparencia porque permite explicar no solo qué resultado se obtuvo, sino por qué se eligió una determinada respuesta y qué evidencia sustentó esa elección.

Las reformas de gobierno producen valor cuando cambian decisiones observables. Coelho et al. (2024) muestran la importancia de monitorear los efectos de reformas en empresas estatales; Ciolomic y Beleiu (2024) identifican la relación entre gobierno y desempeño como uno de los núcleos de la literatura; y Pilla et al. (2025) continúan esta discusión desde la relación entre códigos de gobierno y resultados financieros. Para ENACO, futuras investigaciones podrían separar líneas de producto, estimar costos de mandato público, evaluar sensibilidad del WACC y construir comparadores con entidades reguladas o empresas agroindustriales con restricciones similares.

Tabla 14. Tablero propuesto de recuperación de valor

Objetivo	Indicador	Frecuencia	Señal de alerta	Respuesta
Recuperar operación	Margen operativo	Mensual	Deterioro frente a meta por 2 periodos	Análisis precio-volumen-costo y plan de reducción de brecha
Liberar capital	Días de inventario	Semanal/Mensual	Superar límite por categoría	Frenar compras, liquidar stock, revisar pronóstico
Acelerar caja	Ciclo de efectivo	Mensual	Aumento sostenido	Plan de inventarios y cobranza por responsable
Controlar deuda	Cobertura de intereses	Mensual	Cobertura insuficiente o negativa	Restricción de nuevo endeudamiento y plan de caja
Crear valor	EVA / puente de EVA	Trimestral	Deterioro vs. plan	Identificar aporte de margen, capital y WACC
Controlar riesgo	Exposición a riesgos críticos	Trimestral	Riesgo residual sobre apetito	Plan de mitigación y escalamiento al directorio
Cumplir misión	Indicadores de objetivo público	Trimestral	Brecha de resultado	Distinguir costo de mandato e ineficiencia

Nota. Elaboración propia a partir del diagnóstico del caso, OECD (2024a, 2026) y literatura de capital de trabajo.

Tabla 15. Hoja de ruta de transformación financiera

Horizonte	Prioridad	Producto de gestión	Resultado esperado
0-90 días	Visibilidad de caja e inventario	Tablero diario/semanal de efectivo y antigüedad de stock	Detener nuevas inmovilizaciones y anticipar tensiones
3-6 meses	Rentabilidad por línea y estructura de costos	Estado de resultados gerencial por producto/canal	Identificar actividades creadoras y destructoras de margen
6-12 meses	Política de capital y financiamiento	Reglas de inversión, deuda y cobertura	Alinear uso de recursos con retornos y capacidad de pago
12-18 meses	Gobierno de valor y riesgo	Comité/directorio con tablero EVA-riesgo-misión	Institucionalizar decisiones y rendición de cuentas
18-24 meses	Evaluación y recalibración	Revisión independiente del modelo	Ajustar metas, riesgos y estructura de capital

Nota. Elaboración propia. Los horizontes son una propuesta analítica del libro, no resultados de la tesis.

La discusión prospectiva muestra que la recuperación de valor no depende de un único ajuste financiero. Requiere una secuencia coherente de decisiones, información de mejor calidad, disciplina sobre inventarios y costos, financiamiento condicionado por retorno, y un sistema de gobierno que convierta las metas en responsabilidades verificables. Esta lógica permite cerrar el libro con reflexiones que trascienden el caso y pueden orientar el análisis de otras empresas públicas.

REFLEXIONES FINALES

El caso ENACO enseña que la sostenibilidad financiera no puede deducirse de una sola dimensión. Una razón corriente elevada no garantizó creación de valor; un nivel de deuda inicialmente moderado no compensó la pérdida de margen; y el crecimiento del capital empleado no produjo retornos suficientes. Los indicadores deben leerse como un sistema dinámico en el que operación, capital de trabajo, financiamiento y costo de capital se afectan mutuamente.

La señal más persistente de la investigación original es el EVA negativo durante todo el periodo 2013-2022. Esa continuidad obliga a mirar más allá de shocks coyunturales. Los años de pandemia agravaron inventarios, ventas y liquidez operativa, pero la destrucción de valor ya estaba presente antes. La trayectoria sugiere que una recuperación sostenible necesitaría cambios estructurales en la capacidad de generar NOPAT y en la eficiencia con la que se utiliza el capital.

El capital de trabajo aparece como un punto de unión entre operación y finanzas. Cuando el inventario permanece más tiempo, el dinero invertido tarda en volver a caja; cuando el ciclo de efectivo se extiende, aumenta la necesidad de financiamiento; cuando el financiamiento crece sin una recuperación operativa, la organización enfrenta una estructura de obligaciones más exigente. Esta cadena permite comprender por qué la gestión de inventarios no es una función logística aislada, sino una decisión de valor.

El EVA aporta un lenguaje útil para evaluar si los recursos producen retornos suficientes, pero en empresas estatales debe complementarse con una identificación transparente de los objetivos públicos. La medición rigurosa exige distinguir el costo de cumplir un mandato estatal de las ineficiencias que pueden corregirse mediante mejores decisiones. Esa separación mejora la rendición de cuentas porque evita tanto penalizar

financieramente una obligación pública explícita como ocultar problemas de gestión detrás de una finalidad social genérica.

La gobernanza es el mecanismo que convierte esta distinción en práctica. Objetivos claros de propiedad, un directorio capaz de supervisar estrategia y riesgo, información financiera oportuna y seguimiento de planes correctivos son condiciones para que la organización aprenda de sus resultados. Las recomendaciones internacionales recientes refuerzan esta visión al vincular creación de valor de largo plazo con transparencia, sostenibilidad, resiliencia y gestión integral de riesgos (OECD, 2024a, 2025, 2026).

Finalmente, la investigación abre una agenda que va más allá de ENACO. Futuras evaluaciones de empresas estatales peruanas pueden integrar EVA, flujo de caja, métricas de capital de trabajo, costos explícitos de política pública, indicadores de riesgo y resultados de misión. También sería útil desarrollar modelos comparativos entre entidades reguladas, estudiar el efecto de reformas de gobierno y construir estimaciones de costo de capital adaptadas a organizaciones sin cotización bursátil. La calidad del debate depende de mantener una regla básica: separar con claridad los datos observados, las inferencias analíticas y las propuestas de gestión.

Una cautela metodológica merece quedar explícita. El análisis original se apoya en una serie anual de diez observaciones y en información financiera agregada de una empresa con características regulatorias singulares. Por ello, los coeficientes del modelo de regresión deben interpretarse dentro de ese contexto y no como parámetros universales transferibles a cualquier empresa estatal. El valor del caso es analítico: permite observar relaciones y tensiones que pueden formular nuevas preguntas, pero futuras investigaciones deberían ampliar frecuencia de datos, construir series por línea de negocio e incorporar variables externas que permitan separar con mayor precisión efectos operativos, regulatorios y macroeconómicos.

También resulta pertinente profundizar la medición del costo de capital. La fuente utilizó un WACC de 10% para 2013-2020 y tasas específicas para 2021-2022, decisión razonada por la ausencia de cotización bursátil y comparables directos. Un desarrollo posterior podría trabajar con intervalos de sensibilidad, empresas

comparables ajustadas por riesgo, primas soberanas y escenarios de estructura de capital. La finalidad no sería reemplazar retrospectivamente los cálculos de la tesis, sino evaluar cuánto cambia la magnitud de la destrucción de valor bajo supuestos alternativos y qué decisiones mantienen su prioridad incluso cuando la tasa de descuento varía.

Finalmente, la creación de valor en una empresa estatal debería analizarse junto con el costo explícito de sus obligaciones de política pública. Si una actividad debe mantenerse por mandato y produce un retorno inferior al requerido, la transparencia exige cuantificar la diferencia y decidir si corresponde financiarla, rediseñarla o mejorar su eficiencia. Esa contabilidad de mandato permitiría separar con mayor claridad la contribución pública de la gestión empresarial, reforzando tanto la evaluación económica como la legitimidad de las decisiones del propietario estatal. Esta línea de trabajo puede convertir el caso ENACO en un punto de partida para una metodología más amplia de evaluación de empresas públicas peruanas.

La experiencia analizada también invita a revisar la relación entre planificación y ejecución. Un plan financiero pierde capacidad de conducción cuando sus supuestos de ventas, compras, rotación o gasto no se contrastan periódicamente con la realidad. La desviación relevante no debería esperar al cierre anual para ser comprendida. Un sistema de gestión maduro trabaja con pronósticos móviles, actualiza escenarios y vincula cada desviación material con una decisión. En ese esquema, la planificación deja de ser un documento estático y se convierte en una conversación continua entre operación, finanzas y gobierno corporativo sobre qué recursos deben asignarse, qué riesgos son aceptables y qué resultados justifican mantener una estrategia. Esta lógica sería especialmente valiosa en organizaciones sujetas a mercados regulados y a obligaciones institucionales difíciles de modificar en el corto plazo.

Otro aprendizaje es la necesidad de separar crecimiento de valor. Aumentar activos, inventarios o financiamiento puede ampliar la escala contable de una empresa sin mejorar su capacidad económica. El crecimiento crea valor solo cuando el rendimiento incremental supera el costo incremental del capital y cuando la organización conserva capacidad de caja para sostener la operación. Esta distinción es central en el caso estudiado, porque el aumento del capital empleado y del

endeudamiento en los últimos años no estuvo acompañado por una recuperación del NOPAT. En consecuencia, una política futura de inversión debería exigir, para cada proyecto relevante, una tesis de creación de valor, un responsable, un horizonte de retorno y criterios explícitos para detener o rediseñar iniciativas que no alcancen los resultados esperados.

La calidad del gobierno financiero depende igualmente de la capacidad para reconocer información incómoda. Una organización aprende cuando los indicadores adversos llegan al directorio y a la gerencia con suficiente anticipación, sin suavizar su significado y acompañados por opciones de respuesta. La transparencia interna precede a la transparencia externa: si la estructura de incentivos castiga la comunicación temprana de problemas, las desviaciones tenderán a acumularse hasta que su corrección sea más costosa. Por ello, la cultura de gestión debe valorar la identificación oportuna de riesgos, la revisión de supuestos y la corrección de decisiones como parte normal del proceso directivo, no como evidencia automática de fracaso. Esta perspectiva es coherente con los marcos contemporáneos de gobierno y riesgo aplicables a empresas estatales.

En términos académicos, el caso demuestra el valor de combinar métodos financieros clásicos con una narrativa institucional. Los ratios permiten medir; el EVA permite incorporar el costo del capital; la regresión explora asociaciones; y el análisis de gobierno ayuda a explicar por qué determinadas decisiones pueden persistir a pesar de señales financieras adversas. Ninguna de estas herramientas, utilizada por sí sola, agota el fenómeno. Su integración produce una lectura más robusta y abre posibilidades para investigaciones comparativas entre empresas públicas, estudios de series de mayor frecuencia, análisis por unidades de negocio y modelos que incorporen explícitamente el costo de objetivos de política pública. El aporte principal de esta obra reside precisamente en ese puente entre medición financiera, contexto institucional y gestión orientada a valor.

BIBLIOGRAFÍA

Annisa, M., & Yanti, H. B. (2025). The influence of state capital participation, strategic orientation, and accountability on the financial performance of state-owned enterprises: A panel data FEM analysis (2021-2024). Jurnal Akuntansi dan Keuangan, 30(2). https://doi.org/10.23960/jak.v30i2.4091

Argota-Pérez, Y., & Argota-Pérez, G. (2022). Arquitectura de la gestión financiera no asociada al coeficiente de competencia empresarial 3ca. Paideia XXI, 12(2), 331-343. https://doi.org/10.31381/paideiaxxi.v12i2.5108

Brigham, E., & Ehrhardt, M. (2013). Financial management: Theory & practice (15th ed.). Cengage Learning.

Brusov, P., & Filatova, T. (2023). Capital structure theory: Past, present, future. Mathematics, 11(3), 616. https://doi.org/10.3390/math11030616

Calderón, S. Y., & García, D. M. (2024). Gestión financiera y su efecto en el valor económico agregado de Bayomed Health Perú S.A.C. Trujillo, año 2022 [Tesis, Universidad Nacional de Trujillo].

Ciolomic, I. A., & Beleiu, I. N. (2024). A bibliometric analysis of state-owned enterprises' governance and performance: Trends and perspectives in the field. Annals of Public and Cooperative Economics. https://doi.org/10.1111/apce.12473

Coelho, D., Teodorovicz, T., Martínez Fritscher, A., Motta Café, R., Lazzarini, S., & Ikawa, J. N. R. (2024). Monitoring the governance of state-owned enterprises: Assessing the impact of Brazilian corporate governance reforms. Inter-American Development Bank. https://doi.org/10.18235/0012994

Correa-García, J. A., Gómez, S., & Londoño, F. (2018). Indicadores financieros y su eficiencia en la explicación de la generación de valor en el sector cooperativo.

Revista Facultad de Ciencias Económicas, 26(2), 129-144. https://doi.org/10.18359/rfce.3859

Cruz, M. A. (2020). Inversión en innovación: conductor de la generación de valor sustentable en empresas agroalimentarias. Mercados y Negocios, 42, 51-74. https://doi.org/10.32870/myn.v1i42.7395

Cutipa Añamuro, S. (2025). Impacto de gestion financiera en la generacion de valor en la Empresa Nacional de la Coca S.A. Perú 2013-2022 [Tesis doctoral, Universidad Nacional del Altiplano, Escuela de Posgrado, Doctorado en Contabilidad y Finanzas]. Repositorio Institucional de la Universidad Nacional del Altiplano. El ejemplar consultado no consigna URL específica del registro, DOI ni Handle.

Datta, R., Barua, S., & Mawa, J. (2023). Affects of working capital management on firm's performance: Evidence from Bangladesh. Archives of Business Research, 10(12), 216-227. https://doi.org/10.14738/abr.1012.13611

Duque, G. M., Espinoza, O., González, K., & Sigüencia, A. (2019). Influencia de la administración del capital de trabajo en la rentabilidad empresarial. INNOVA Research Journal, 4(3.1), 1-17. https://doi.org/10.33890/innova.v4.n3.1.2019.1060

Espinoza-Loor, L., Zambrano-Vega, C., Mora-Muñoz, L., & Oviedo-Bayas, B. (2024). TIC y su impacto en la gestión financiera del Departamento de Finanzas GAD El Empalme. 593 Digital Publisher CEIT, 9(1), 527-542. https://doi.org/10.33386/593dp.2024.1.2196

Evelyne, T., Imelda, E., & Hidajat, N. C. (2024). The effect of capital structure on firm value with profitability as variable mediator in industrial companies listed on the IDX. International Journal of Application on Economics and Business, 2(3), 227-235. https://doi.org/10.24912/ijaeb.v2i3.227-235

Ferdiana, N., & Sugiyarto, T. (2022). State-owned enterprises (SOEs): The role in economic development and the determinant of its performance. Jurnal Ekonomi

dan Kebijakan Pembangunan, 11(2), 91-107. https://doi.org/10.29244/jekp.11.2.2022.91-107

Figlioli, B., & Lima, F. G. (2024). Influence of the cash conversion cycle on firm's financial performance: Evidence from publicly traded firms in the Latin American context. Accounting & Finance. https://doi.org/10.1111/acfi.13220

FONAFE. (2026). Código de Buen Gobierno Corporativo para las Empresas del Estado. Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado.

Garcés, J. A., López, C. A., & Gómez, J. M. (2023). Análisis integral del flujo de efectivo en la gestión estratégica empresarial. Código Científico Revista de Investigación, 4(2), 115-137. https://doi.org/10.55813/gaea/ccri/v4/n2/234

García, E. (2022). La gestión financiera y estrategia competitiva: análisis de sus diferencias en función del tamaño empresarial. Revista de Investigaciones Universidad del Quindío, 34(2), 420-429. https://doi.org/10.33975/riuq.vol34n2.1067

García-Moreno, E., Mapén-Franco, F., & Berttolini-Díaz, G. (2019). Marco analítico de la gestión financiera en las pequeñas y medianas empresas: Problemas y perspectivas de diagnóstico. Ciencia UNEMI, 12(31), 128-139. https://doi.org/10.29076/issn.2528-7737vol12iss31.2019pp128-139p

Granados, Á. J., Fernández, R. M. S., & Paredes, S. (2020). Factores de la estructura de capital que determinan el nivel óptimo de endeudamiento en empresas de la industria cementera que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, durante el periodo 2007-2016. Revista de Investigación Valor Contable, 4(1), 9-27. https://doi.org/10.17162/rivc.v4i1.1237

Horvey, S. S., & Odei-Mensah, J. (2024). Enterprise risk management and performance of the South African insurers: The moderating role of corporate governance. Risk Management, 26, 18. https://doi.org/10.1057/s41283-024-00149-1

Kaunda, E., & Pelser, T. (2023). Corporate governance and performance of state-owned enterprises in a least developed economy. South African Journal of Business Management, 54(1), a3827. https://doi.org/10.4102/sajbm.v54i1.3827

Kiymaz, H., Haque, S., & Choudhury, A. A. (2024). Working capital management and firm performance: A comparative analysis of developed and emerging economies. Borsa Istanbul Review, 24(3), 634-642. https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.03.004

Lezama, J. C., Laverde, M. Á., & García, J. F. (2023). La relación del valor económico agregado (EVA) y el retorno del mercado accionario colombiano 2009 al 2020. Revista Facultad de Ciencias Económicas, 31(1), 53-67. https://doi.org/10.18359/rfce.6305

Lima Amado, D. A. (2024). Control de existencias y su relación con la gestión rentable en una distribuidora de alimentos. Economía & Negocios. https://doi.org/10.33326/27086062.2024.1.1828

Mengstie, B., Mosisa, T., & Mosisa, T. (2024). Impact of working capital management on profitability of private commercial banks in Ethiopia. Journal of Innovation and Entrepreneurship, 13, 23. https://doi.org/10.1186/s13731-024-00379-3

OECD. (2024a). OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2024. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/18a24f43-en

OECD. (2024b). Ownership and Governance of State-Owned Enterprises 2024. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/395c9956-en

OECD. (2025). State-Owned Enterprises and Sustainability: Leading by Example. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/c99c7ef0-en

OECD. (2026). Managing Risk Across State-Owned Enterprises. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/32334cf7-en

Ordoñez-Ordoñez, J., Noles-Aguilar, D., & Soto-González, C. (2021). La planificación financiera como herramienta sustancial para medir la rentabilidad empresarial.

593 Digital Publisher CEIT, 6(6), 169-180. https://doi.org/10.33386/593dp.2021.6.754

Párraga, S. M., Pinargote, N. F., García, C. M., & Zamora, J. C. (2021). Indicadores de gestión financiera en pequeñas y medianas empresas en Iberoamérica: una revisión sistemática. Dilemas Contemporáneos: Educación, Política y Valores. https://doi.org/10.46377/dilemas.v8i.2610

Pilla, L. H. L. de, Peci, A., & Leite, R. de O. (2025). State-owned enterprises, public corporate governance codes, and financial performance. Academy of Management Proceedings. https://doi.org/10.5465/AMPROC.2025.14449abstract

Ramadhani, F. H., & Lestari, Y. O. (2024). The effect of working capital management on profitability with liquidity as moderation. Jurnal Akuntansi dan Perpajakan, 10(1), 17-34. https://doi.org/10.26905/ap.v10i1.12811

Resende, S., Monje-Amor, A., & Calvo, N. (2024). Enterprise risk management and firm performance: The mediating role of corporate social responsibility in the European Union region. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 31(4), 2852-2864. https://doi.org/10.1002/csr.2719

Stewart, G. B. (1991). The quest for value: A guide for senior managers. HarperBusiness.

Talreja, S. (2023). The systematic literature review: An overview on working capital management and profitability. Journal of Business Administration and Management Sciences, 5(1), 21-30. https://doi.org/10.58921/jobams.5.1.87

Wezel, T., & Carvalho, N. (2022). The financial performance and macrofinancial implications of large state-owned enterprises in Sub-Saharan Africa. IMF Working Papers, 2022(056). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9798400202452.001

Yaguache, D. M., & Hennings, J. A. (2021). La gestión financiera como factor de la rentabilidad en las cooperativas de ahorro y crédito del Ecuador 2016-2020.

RECIMUNDO, 5(4), 356-371. https://doi.org/10.26820/recimundo/5.(4).dic.2021.356-371

Yeboah, S., Kjærland, F., & Kustec, I. (2024). Resilience in cyclicality: Impact of inventory management efficiency on operational profitability. Managerial and Decision Economics. https://doi.org/10.1002/mde.4406