

Revista de Ciencias Sociales

50 *Años*
ANIVERSARIO

Efecto de la contabilidad creativa en la valoración de empresas

Martínez Ramírez, Karol Lizheydi*
Vargas Vega, Teresa de Jesús**
Polo Jiménez, Sergio Demetrio***

Resumen

La estrecha relación existente entre los resultados de indicadores financieros (tales como margen neto, margen bruto, ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, entre otros) y los modelos de valuación de la información contable, constituye para los inversionistas un riesgo para la toma de decisiones cuando ésta última no representa la realidad financiera de la empresa. En este sentido, el propósito del presente trabajo de investigación se orienta en explicar el nivel de influencia que mantiene la contabilidad creativa en la valoración financiera de las empresas. Para alcanzar el objetivo propuesto, se analiza una muestra formada por 60 informes anuales pertenecientes a seis empresas del sector de productos de consumo frecuente listadas en la Bolsa Mexicana de Valores en el periodo 2012 a 2021. A través de la aplicación del modelo de Valor Económico Agregado, los resultados obtenidos muestran el aumento o disminución en el valor de las empresas y la existencia de riesgos al utilizar este modelo de forma aislada; lo cual permite concluir que la información presentada y revelada en los estados financieros, aun cuando se realice en el marco normativo, cambia el resultado del valor de la empresa significativamente.

Palabras clave: Valoración de empresas; contabilidad creativa; valor económico agregado; costo de capital promedio ponderado, indicadores financieros.

* Magister en Ingeniería Económica y Financiera. Especialidad en Ingeniería Económica y Financiera. Licenciada en Contaduría. Subdirectora de Auditoría en la Unidad Técnica de Fiscalización del Instituto Nacional Electoral, Ciudad de México, México. E-mail: karol.martinez@ine.mx; lizheydi@gmail.com ORCID: <https://orcid.org/0009-0001-3108-6420>

** Doctora en Economía y Empresa. Magister en Finanzas. Profesora Investigadora y Jefa de Investigación del Instituto de Ciencias Económico Administrativas (ICEA) en la Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo (UAEH), Estado de Hidalgo, México. Investigadora del Sistema Nacional de Investigadores Nivel 1. E-mail: tvvega@uaeh.edu.mx ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6051-7197>

*** Doctor en Contabilidad y Auditoría. Profesor Investigador del Instituto de Ciencias Económico Administrativas (ICEA) en la Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo (UAEH), Estado de Hidalgo, México. Investigador del Sistema de Nacional de Investigadores Nivel 1. E-mail: sjimenez@uaeh.edu.mx ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-6137-5549>

Effect of creative accounting on company valuations

Abstract

The close relationship between the results of indicators and valuation models (such as gross margin, net margin, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, and others) and the valuation models of accounting information constitutes a risk for investors when the latter does not represent the financial reality of the company. In this sense, this research aims to verify how accounting policies impact companies' valuation. A sample of 60 annual reports belonging to six companies in the frequently consumed products sector listed on the Mexican Stock Exchange from 2012 to 2021 is analyzed. Through the application of the Economic Value model Aggregate, the results obtained show the increase or decrease in the value of the companies and the existence of risks when using this model in isolation, which allows us to conclude that the information presented and revealed in the financial statements, even when carried out within the regulatory framework, significantly changes the result of the company's value.

Keywords: Company valuations; creative accounting; economic value added; weighted average cost of capital; financial indicators.

Introducción

En el marco de la Teoría Positiva de la Contabilidad propuesta por Watts y Zimmerman (1986), que sostiene que la administración de una empresa desempeña un papel fundamental en la determinación de sus propias normas, buscando entender los incentivos que esta tiene en la elección de los métodos contables, así como, la Teoría de la Agencia de Jensen y Meckling (1976), que presume la existencia del conflicto de intereses entre propietarios y administradores, considerando los motivos que mantienen estos últimos para encontrar soluciones a las exigencias de la empresa.

En este sentido, y dado que los administradores utilizan su creatividad en la interpretación y aplicación de la normatividad, surge la siguiente pregunta: ¿Pueden los usuarios de la información financiera confiar en la veracidad de las cifras contables? Cuestionamiento que genera el interés de la investigación, dada la importancia de los efectos financieros ocasionados por la contabilidad creativa atendiendo a sus causas, implicaciones y principales prácticas.

Dado lo anterior, el objetivo del estudio se orienta en explicar la existencia de una

relación significativa entre la aplicación de la contabilidad creativa y la valoración de las empresas condicionada por la variable utilidad, a fin de ejemplificar la incidencia de gestión de los reportes contables en el aumento y disminución del valor obtenido.

Para alcanzar el objetivo, se analiza una muestra formada por 6 empresas pertenecientes al sector de productos de consumo frecuente, cotizadas en el mercado financiero mexicano en el periodo 2012-2021. A través de la aplicación del modelo EVA se presume la existencia de un impacto significativo en la medición del valor de las empresas producto de la elección de las políticas contables, es decir, el ejercicio de la creatividad en la preparación de la información contable y financiera.

1. Fundamentación teórica

1.1. Valoración de empresas

Hoy en día el paradigma financiero ha cambiado completamente, migrando de la maximización de la utilidad de la empresa al paradigma de la creación de valor (Armendáriz, 2012). Labatut (2005), afirma que el valor es un concepto económico, subjetivo y abstracto,

no es único y depende de la situación particular de los individuos. El tema de valuación en el ámbito contable-financiero surge a partir de la consideración de que los estados financieros tradicionales muestran en forma limitada el valor de la empresa porque el capital contable solo refleja información pasada; sin embargo, las empresas deben ser observadas como negocios en marcha.

La valuación de empresas debe iniciar por obtener información suficiente, veraz y oportuna, a fin de realizar un análisis financiero basado en la contabilidad que permita evaluar el comportamiento histórico de la compañía. Además, en vista de que la contabilidad no recoge todos los factores que influyen en el valor de la empresa y que la información financiera tradicional no plantea su valor agregado (Adam, 2005); como sugiere Labatut (2005), se debe considerar el grado de información disponible y la calidad de la misma, el tamaño de la empresa, las características del negocio, ahondar en el comportamiento del sector, del mercado y de la competencia.

Para la elección de un método de valuación, se debe considerar tanto la finalidad de la valuación, como el análisis preliminar de

la empresa. Uno de los métodos para calcular el valor de las empresas es el Valor Económico Agregado (EVA-Métrica que cuantifica el valor de negocio). Según Stewart (1991), en su estudio sobre 613 empresas de Estados Unidos, sostiene que es la medida que mejor explica el valor de mercado de las acciones, obteniendo un desempeño 50% superior a las medidas tradicionales. Por otra parte, Lenh y Makhija (1997) argumentan que el mercado laboral evalúa el desempeño de los directores en función al EVA y que es el medidor con mayor correlación con el valor de mercado de las empresas.

El EVA se define como la diferencia entre las utilidades en operación y el costo de capital para generar esas utilidades, y de acuerdo con Stewart (1991); Saavedra (2004); y Téllez-Pérez et al. (2018), los componentes del EVA son la utilidad operativa, el capital invertido y el costo de capital promedio ponderado (WACC por sus siglas en inglés). Como todo método de valuación, el EVA tiene fortalezas y debilidades en su uso, autores como Wilson (1997); Brewer, Chandra y Hock (1999); Saavedra (2004); y Boronat et al. (2019), coinciden en que las más destacadas se muestran en el Cuadro 1.

Cuadro 1
Ventajas y desventajas del modelo EVA

Ventajas	Desventajas
<ul style="list-style-type: none">• Es aplicable para evaluar el desempeño y la gestión por unidades de negocio o de manera global.• Los administradores que son compensados en función del EVA toman acciones consistentes con la generación de valor.• El EVA permite alinear los objetivos de los administradores con las metas de la compañía.• Combina el desempeño operativo con el financiero en un reporte integrado que permite tomar decisiones adecuadas.• Permite identificar a los generadores de valor en la empresa.	<ul style="list-style-type: none">• Al ser una medida basada en parámetros contables para la realización de los ingresos y el reconocimiento de los gastos. Esto puede motivar a los administradores a manipular los números.• Orientación cortoplacista, sobre enfatiza la necesidad de generar resultados inmediatos; por lo tanto, esto desincentiva a los administradores para invertir en productos innovadores o procesos tecnológicos que generan resultados en el largo plazo.• No tiene en cuenta los efectos de la inflación o del tipo de cambio de la moneda sobre el valor del capital y la utilidad contable.

Fuente: Elaboración propia, 2024.

Una empresa crea valor cuando las acciones tomadas por la administración generan rentabilidad económica superior al costo de los recursos económicos o capital

utilizados, en el giro empresarial (Bonilla, 2010). Según Saavedra (2004); y, Telles-Pérez et al. (2018), el EVA incrementa cuando se invierte nuevo capital en proyectos con

ganancias superiores al costo total del capital o cuando se reorienta el capital existente aumentando las utilidades de operación, lo cual le genera una situación de creación de valor. Por lo tanto, cuando el resultado del cálculo del EVA es positivo: Se aumenta el valor de la compañía; por el contrario, si el resultado es negativo: Disminuye su valor. Como bien afirman Brewer et al. (1999):

EVA es una cantidad en dólares, si la cantidad en dólares es positiva, la compañía ha ganado más ingresos operativos después de impuestos que el costo de los activos empleados para generar esos ingresos. El objetivo de una empresa es tener un EVA positivo y creciente. (p.46)

Álvarez (2022), explica la relación entre el EVA y el valor de capitalización por sector económico analizando 65 empresas de 13 sectores industriales durante los años 2006 a 2017, sus resultados muestran cómo los valores determinados de EVA fueron cercanos a cero para el sector de comercio al por menor y al por mayor; sin embargo, fueron capaces de generar flujos de efectivo positivos.

1.2. Contabilidad creativa

Tocarema (2016) sostiene que de acuerdo con:

El Instituto Americano de Contadores Públicos (AICPA, por sus siglas en inglés) la contabilidad es el arte de registrar, clasificar y resumir en forma significativa y en términos de dinero, las operaciones y los hechos que son cuando menos de carácter financiero, así como el de interpretar sus resultados. (p. 10)

De este concepto destacan dos elementos: “Arte” e “Interpretar”, puesto que, por definición, según la Real Academia Española (RAE, 2023), arte, es la manifestación de la actividad humana mediante la cual se interpreta lo real o se plasma lo imaginado; entonces, si la contabilidad permite la expresión creativa inherente al arte y la interpretación, se podría afirmar, de acuerdo con este concepto, que toda la contabilidad es creativa.

En comparación, el concepto de contabilidad creativa suele utilizarse para describir el proceso a través del cual los profesionales usan sus conocimientos de las reglas contables para manipular las cifras reportadas en los estados financieros con la finalidad de embellecer la imagen de la situación financiera y del desempeño económico-financiero, sin traspasar el límite de la legitimidad, aprovechando las ambigüedades o vacíos en las leyes y normas profesionales, derivados de la interpretación subjetiva o la permisividad de distintos criterios para registrar una misma operación o transacción; esta flexibilidad y subjetividad es la característica que debe diferenciar el fraude contable de la estrategia creativa (Jameson, 1988; Giner, 1992; Lainez y Callao, 1999; Balaciu, Bogdan y Vladu, 2009).

Es claro que todas las empresas desean obtener valores positivos al momento de ser valoradas, especialmente aquellas que cotizan en los mercados financieros, por ello es importante identificar las causas que motivan la práctica de la contabilidad creativa (ver Cuadro 2) y las implicaciones que tiene para la empresa y para los inversionistas.

Cuadro 2
Prácticas contables creativas

Rubro	Práctica creativa	Descripción
Ingresos	Ingresos ficticios	Contabilizar depósitos como si fueran ventas o viceversa para mejorar la imagen de liquidez y estabilidad de la empresa frente al mercado de capitales.
	Reconocimiento de ingresos.	Reconocimiento anticipado de ingresos o diferimiento del reconocimiento de gastos.
	Suavizar Ingresos	Reportar una tendencia constante de crecimiento en ganancias en lugar de mostrar ganancias volátiles.
	Manipular las ganancias para vincularlas a las ganancias previstas.	Impulsada por esquemas de compensación ejecutiva que están vinculados al desempeño financiero y cumplimiento de objetivos de la gestión.

Cont... Cuadro 2

Gastos	Aumentar o reducir gastos	Alterar el momento de reconocimiento de gastos. Contabilizar gastos con cargo a reservas en lugar de llevarlos a la cuenta de resultados.
	Ajustar las depreciaciones de activos.	Ajustar los años de vida útil de los activos, el valor de recuperación y el porcentaje de depreciación que se aplica.
	Sobreestimación de activos	Ajustar los años de vida útil de los activos, el valor de recuperación y el porcentaje de depreciación que se aplica.
Activos	Revalorización de activos	Aumentar o reducir el valor de los activos de la empresa debido a revalorizaciones, sin una clara justificación.
	Valoración de Inventarios	Elevar o reducir el número de unidades físicas a través de procedimientos contables, métodos de valoración de inventario y los procedimientos de costeo.
	Manipulación de intangibles	Aumentar o reducir a conveniencia, el valor contable de los bienes favorece cargos por amortización de los activos intangibles,
Pasivos	Capitalización no selectiva de gastos de investigación y desarrollo, I&D	Incluye el reconocimiento de las actividades de investigación y desarrollo como activos intangibles, capitalizando las asignaciones de I&D sin que estas cumplan los requisitos para serlo.
	Aumento o deducción de deudas.	Retrasar la regularización de la deuda existente por concepto de planes de pensiones para reducir niveles de endeudamiento.
Presentación de la información	Afectar la información incluida en las notas a los estados financieros y en el informe de gestión.	Retrasar u ocultar información al mercado para beneficiarse de la información privilegiada.

Fuente: Elaboración propia, 2024 con base en Amat (2002); Casabianca (2005); Arens et al. (2007); Solá (2019); y, Vega et al. (2021).

A través de estas prácticas, la contabilidad creativa pretende, o bien; incrementar las utilidades, lo cual permitirá mejorar la imagen ante los inversionistas y fuentes de financiamiento; incrementar los beneficios de los directivos ligados a las utilidades; o en todo caso, presentar pérdidas ficticias a fin de disminuir o anular la carga impositiva sobre la rentabilidad o el reparto de utilidades a los trabajadores.

Un concepto asociado a la contabilidad creativa es el definido por Schipper (1989), sobre la práctica de gestión de resultados como la intervención en el proceso de elaboración de la información financiera y contable, con el propósito de obtener algún beneficio propio; autores como Magrath y Weld (2002); Dutta y Gigler (2002); Ning (2006); Alanís (2018); y, Polo, Aguilar y Anaya (2023), han argumentado que la práctica de gestión de resultados puede ser beneficiosa para reducir la volatilidad y comunicar futuras proyecciones de utilidades para los inversionistas.

Por último, Alanís (2018) señala que se debe seguir trabajando en el estudio

de la gestión del resultado puesto que los inversionistas utilizan la información contable para la toma de decisiones y hacer un análisis más profundo de la situación de la empresa respecto a la parte contable puede aumentar la confianza para la inversión en empresas mexicanas.

2. Metodología

2.1. Descripción de la muestra

El tamaño de la población está integrado por 197 informes anuales de un máximo de 21 empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), pertenecientes al Sector de Productos de consumo frecuente, seleccionado por tener actividades consideradas indispensables durante la pandemia por COVID-19 y que no detuvieron operaciones en el periodo de 2012 a 2021. Se eliminaron 127 informes pertenecientes a 12 empresas listadas por año, que no presentaron información en alguno de los años del estudio. La muestra

(ver Tabla 1), está formada por 60 informes correspondientes a 6 empresas que estuvieron listadas durante todo el periodo de estudio y

de las que se dispone de la información para realizar el cálculo, lo que representa el 30% de la población.

Tabla 1
Descripción de la muestra

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Informes
Empresas listadas	19	19	19	19	21	20	20	20	20	20	197
Muestra	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	60
% Muestra	32%	32%	32%	32%	29%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

Fuente: Elaboración propia, 2024 con datos de la BMV.

Para el cálculo del EVA, y siguiendo a Saavedra (2008), se requieren tres elementos: 1. La tasa de rendimiento sobre el capital invertido (cociente del flujo de caja disponible sobre el capital invertido); 2. El costo de capital promedio ponderado (WACC); y, 3. El capital invertido, tal como se muestra en la Ecuación 1:

$$EVA = (r - WACC) * Capital\ invertido \quad (1)$$

Donde:

$$r = \frac{UAIDI}{Capital\ Invertido} \quad \text{O} \quad r = \frac{NOPAT}{Capital\ Invertido}$$

$$Retorno\ spread = r - WACC; \text{ y}$$

$$Capital\ Invertido = Pasivo + Capital\ social.$$

a. Utilidad operativa

Como se observa en la ecuación para el cálculo de r , se puede utilizar la Utilidad Operativa Después de Impuestos (por sus siglas en inglés *NOPAT*, *Nate operating profit after tax*) o bien, la utilidad de las actividades ordinarias antes de intereses y después de impuestos (UAIDI). El NOPAT, está determinado por el producto de la Utilidad Neta antes de intereses e impuestos (EBIT por sus siglas en inglés *Earnings before interest and taxes*) y los impuestos a

pagar por las operaciones; también puede ser calculado descontando las Amortizaciones y Depreciaciones (EBITDA por sus siglas en inglés). Se puede resumir al NOPAT como el valor económico que generó la operación de la compañía indistintamente de estrategias de financiamiento y tributarias.

$$NOPAT = EBIT\ \text{o}\ EBITDA * (1 - T) \quad (2)$$

En cambio, la UAIDI es calculada a la inversa, sumando a la Utilidad Neta los gastos financieros y las pérdidas extraordinarias, y descontando las utilidades extraordinarias. Es así, dado que en el cálculo del EVA se trabaja solamente con utilidades ordinarias porque las extraordinarias podrían desvirtuar la evaluación de la gestión puesto que no están relacionadas con la actividad diaria del negocio (Bonilla, 2010). La principal diferencia es que la primera, descuenta la tasa de impuestos aplicable (T , en México 30%); y la segunda, aplica la tasa de impuestos efectiva, es decir, con el impacto del resultado integral del financiamiento en la base gravable.

b. Capital invertido

El capital invertido está conformado por los recursos que una empresa necesita para operar, los cuales pueden tener su origen en dos componentes: El capital propio y el capital

de deuda. El primero de ellos, hace referencia a las aportaciones realizadas por los accionistas, los cuales estarán representados en acciones preferentes, acciones comunes y las ganancias retenidas. En cuanto al segundo componente, este se encuentra conformado por deudas o

pasivos a corto y largo plazo contratadas con terceros que tienen un costo financiero. La combinación de estos dos componentes es lo que representa y conforma la estructura de capital o capital invertido de una empresa (Gómez, 2019; Martínez et al., 2020).

$$\text{Capital invertido} = \text{Deudas financieras} + \text{Patrimonio neto} \quad (3)$$

c. Costo de capital promedio ponderado

El WACC (del inglés *Weighted Average Cost of Capital*) en español, Costo de Capital Promedio Ponderado (CCPP), se define como el rendimiento mínimo que una empresa necesita ganar para satisfacer a todos sus inversionistas, incluidos accionistas, tenedores de bonos y accionistas preferentes (Ross et al., 2016). Amat (1999), lo define como el costo promedio de toda la financiación que ha obtenido la empresa, interna o externa, y se obtiene con base en la medida ponderada del costo de todos los elementos del capital de la empresa.

Es utilizado como tasa de descuento para evaluar proyectos de inversión o bien, como se aplicará más adelante, para valorar una empresa en su totalidad. Es calculado como un promedio de los costos de capital (k_s), el costo de la deuda (k_d) y el costo de acciones preferentes y de la emisión de nuevos valores (k_{ps}), para incluir en una sola cifra el costo de las diferentes fuentes de financiamiento, provenientes de terceros, así como de recursos propios. La fórmula citada por Besley y Brigham (2001) de la ecuación del costo promedio ponderado de capital, es la siguiente:

$$WACC = w_d k_{dt} + w_{ps} k_{ps} + w_s k_s \quad (4)$$

Donde: k_{dt} = Costo de la deuda; k_{ps} = Costo de las acciones preferentes; k_s = Costo de las acciones comunes; w_d, w_{ps} y w_s son los pesos que se utilizan para las deudas, las acciones preferentes y el capital contable común. El costo de la deuda k_{dt} se determina

como el promedio ponderado de las tasas de interés de la deuda a corto y largo plazo que se tienen contratadas al término de cada ejercicio. Al resultado se le aplica un ajuste fiscal, donde T es la tasa de Impuesto a la utilidad. En palabras de Besley y Brigham (2001):

Utilizamos el costo de las deudas después de impuestos porque el valor de las acciones de la empresa, el cual nos interesa maximizar, depende de los flujos de efectivo después de impuestos. Debido a que los intereses son un gasto deducible, producen ahorros fiscales que reducen el costo neto de la deuda. (p. 482)

En ese sentido, el costo de la deuda después de impuestos se calcula con la siguiente fórmula:

$$k_{dt} = k_d(1 - T) \quad (5)$$

Ahora bien, según McTaggart, Kontes y Mankins (2004), el costo de capital de una compañía es la tasa de rendimiento mínima aceptable que demandan los accionistas por el uso de capital, en la fórmula del CCPP descrita anteriormente, el costo de capital está representado por el costo de las acciones preferentes y de las acciones comunes. El costo de las acciones preferentes y la emisión de nuevos valores, está dado por el cociente de los dividendos pagados por acción (D_{ps}) entre el último precio de emisión del valor emitido en la bolsa (P_0) una vez disminuidos los costos de flotación (f) (gastos en los que se incurre cuando se venden nuevas emisiones de valores, como las comisiones). Así, se tiene la siguiente fórmula:

$$k_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_0 - F} \quad \text{donde } F = 1 - f \quad (6)$$

Por su parte, el costo de las acciones

comunes (k_s), es el importe de los recursos financieros expresados en porcentaje que las empresas necesitan para llevar a cabo un proyecto de inversión con recursos propios. Existen al menos dos modelos para calcularlos, el modelo de descuento de dividendos y el Modelo de Valuación de los Activos de Capital, del inglés *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), recomendado para empresas que cotizan en bolsa.

Además, de acuerdo con Ross et al. (2016), poco menos de tres cuartas partes de las empresas prefieren usar el CAPM, debido a tres ventajas principales: Primero, se ajusta explícitamente para riesgo; segundo, es aplicable a empresas que no distribuyen utilidades o cuyo crecimiento es difícil de estimar; y, por último, es técnicamente superior al modelo de dividendos. La fórmula del CAPM, creada en los años sesenta por Traynor (1961); Sharpe (1964); y, Linter (1965), es la siguiente:

$$k_s = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (7)$$

Donde: k_s es el rendimiento esperado total de la inversión; R_f es la Tasa libre de riesgo; β es el grado de riesgo que tiene una acción $\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_M)}{\text{Var}(R_M)}$; R_m es el rendimiento esperado del mercado; y, $(R_m - R_f)$ es la Prima de riesgo del mercado. El coeficiente beta (β) es

un indicador muy importante en este modelo, mide el riesgo sistemático de un título, muestra la volatilidad de los rendimientos del título en función con los rendimientos de la cartera del mercado (Parra, 2018). Una vez obtenidos los valores de k_{dt} , k_{ps} y k_s cada uno se pondera de acuerdo con la proporción de deuda o capital que representan de la suma de estos valores (Deuda financiera + Capital) para obtener el costo promedio ponderado de capital, el WACC.

3. Resultados del cálculo de EVA en empresas de la BMV

Los resultados obtenidos se presentan en dos apartados, primeramente, la determinación del WACC; y posteriormente, la determinación del EVA con sus componentes en tres variantes: Utilizando EBIT, EBITDA y UAIDI.

3.1. Determinación del WACC

Para efectos prácticos, es necesario hacer algunas precisiones respecto a la descripción de las variables, tal como se pueden observar en el Cuadro 3.

Cuadro 3
Descripción de variables del WACC

Variable	Descripción
k_d	Tasa de interés promedio ponderada de la deuda a corto y largo plazo con costo financiero, con información revelada en las notas a los estados financieros presentados por las emisoras a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y difundidos a través de sus páginas web oficiales.
T	La tasa impositiva aplicable en México es del 30% para las personas morales conforme a lo establecido en el artículo 9 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.
D_{ps}	Se incluyen los efectivamente pagados en el ejercicio tanto en efectivo como en acciones. En el caso de BAFAR, se calcularon dividiendo entre el número total de acciones en circulación, el resultado de la suma del importe de los dividendos autorizados en efectivo más el importe autorizado en acciones.
k_{ps}	Obtenidos de los prospectos de colocación de las emisoras o de la información revelada en sus reportes anuales.
f	Se calcularon al 7%, costo promedio de la emisión de nuevas acciones en México de acuerdo con Villareal (2013).
R_m	Es el resultado del promedio anual de los rendimientos del IPC de los 10 años anteriores al ejercicio correspondiente, calculado con los valores de cierre publicados en la plataforma electrónica <i>Investing</i> .

Cont... Cuadro 3

β

Dato calculado con los rendimientos diarios del valor de la acción y los rendimientos del IPC.

R_f

De acuerdo con Besley y Brigham (2001) 35% de las empresas prefieren utilizar los certificados de 10 años para el cálculo del WACC. Para este estudio, se utilizó el promedio anual de las subastas realizadas de los últimos 10 años de BONOS emitidos por el gobierno.

Fuente: Elaboración propia, 2024

Se procede a ponderar las tasas de interés con el valor de la deuda financiera (suma de la deuda con costo financiero de corto y largo plazo, como préstamos bancarios), el capital de las acciones preferentes (capital social) y el capital de las acciones ordinarias (Capital

contable menos capital social), para determinar el costo del capital invertido total. Los valores de capital y deuda financiera se tomaron de los estados financieros presentados por las emisoras a la BMV en sus reportes anuales (ver Tabla 2).

Tabla 2
 Resultados de las variables k_{AT} , k_{ps} , k_s y del WACC

Tabla 1. Determinación del WACC por emisora y año.								
Emisora	Año	KdT	Kps	Ks	W d A/E	W ps C/E	W s D/E	WACC
BACHOCO	2012	3.6565%	9.08%	8.43%	12.5%	5.4%	82.1%	7.87%
BACHOCO	2013	3.1975%	28.77%	10.03%	9.3%	5.3%	85.4%	10.39%
BACHOCO	2014	2.5924%	0.00%	10.67%	9.1%	4.4%	86.5%	9.47%
BACHOCO	2015	2.3809%	27.24%	12.85%	12.9%	3.7%	83.4%	12.03%
BACHOCO	2016	2.0810%	23.61%	9.99%	11.3%	3.3%	85.4%	9.54%
BACHOCO	2017	2.8820%	23.61%	8.54%	12.8%	2.9%	84.3%	8.25%
BACHOCO	2018	6.2369%	25.79%	7.28%	11.7%	2.7%	85.6%	7.66%
BACHOCO	2019	6.3179%	25.43%	7.37%	10.9%	2.6%	86.5%	7.72%
BACHOCO	2020	4.6077%	23.98%	6.28%	5.4%	2.5%	92.0%	6.64%
BACHOCO	2021	3.4967%	25.79%	6.75%	4.0%	2.3%	93.7%	7.06%
BAFAR	2012	4.0882%	0.00%	4.56%	23.6%	1.6%	74.8%	4.37%
BAFAR	2013	1.8349%	21.29%	5.50%	24.8%	1.6%	73.6%	4.84%
BAFAR	2014	3.5889%	0.00%	4.90%	36.4%	1.2%	62.3%	4.35%
BAFAR	2015	3.5442%	13.22%	6.53%	39.0%	1.1%	59.8%	5.44%
BAFAR	2016	4.0812%	4.13%	6.13%	46.8%	1.0%	52.3%	5.15%
BAFAR	2017	4.2226%	15.64%	7.13%	37.7%	0.8%	61.5%	6.10%
BAFAR	2018	25.664%	15.63%	7.95%	44.2%	0.7%	55.1%	7.25%
BAFAR	2019	6.0690%	15.63%	7.73%	46.4%	0.6%	55.0%	7.00%
BAFAR	2020	4.990%	0.00%	6.19%	49.2%	0.5%	50.3%	4.29%
BAFAR	2021	3.5350%	20.12%	6.67%	52.5%	0.4%	47.1%	5.08%
BIMBO	2012	3.4392%	3.84%	19.33%	47.1%	4.7%	48.1%	11.10%
BIMBO	2013	3.8232%	7.90%	27.42%	45.8%	4.8%	49.4%	15.68%
BIMBO	2014	3.0800%	0.00%	23.74%	53.7%	3.7%	42.6%	11.78%
BIMBO	2015	3.1500%	5.42%	17.52%	52.3%	3.3%	44.5%	9.61%
BIMBO	2016	3.1500%	6.54%	14.17%	52.4%	2.7%	45.0%	8.19%
BIMBO	2017	3.6400%	7.90%	10.05%	55.0%	2.5%	42.5%	6.47%
BIMBO	2018	4.1790%	10.15%	6.64%	51.5%	2.4%	46.1%	5.46%
BIMBO	2019	4.2700%	11.28%	7.23%	52.5%	2.6%	44.9%	5.78%
BIMBO	2020	4.2700%	22.57%	6.45%	49.2%	2.4%	48.5%	5.75%
BIMBO	2021	4.2000%	14.67%	6.54%	47.7%	2.1%	50.2%	5.59%
GRUMA	2012	2.8840%	0.00%	19.80%	58.1%	16.6%	25.3%	6.69%
GRUMA	2013	2.8910%	0.00%	11.25%	53.2%	17.4%	29.4%	4.85%
GRUMA	2014	2.3940%	4.22%	17.33%	37.3%	18.6%	44.1%	9.32%
GRUMA	2015	2.2890%	4.50%	15.74%	41.4%	16.9%	41.7%	8.49%
GRUMA	2016	3.6540%	5.62%	10.06%	38.3%	12.9%	42.8%	7.03%
GRUMA	2017	4.9000%	12.00%	8.75%	43.8%	11.6%	44.6%	7.44%
GRUMA	2018	5.7120%	12.03%	7.11%	45.2%	11.0%	43.8%	7.02%
GRUMA	2019	1.7920%	13.07%	7.31%	45.4%	10.8%	43.8%	5.42%
GRUMA	2020	3.0310%	15.85%	6.31%	45.3%	9.7%	45.0%	5.76%
GRUMA	2021	4.2560%	5.62%	6.71%	45.3%	8.7%	46.0%	6.40%
HERDEZ	2012	4.6818%	39.51%	7.04%	15.4%	4.0%	80.6%	7.99%
HERDEZ	2013	4.8582%	39.51%	17.54%	29.2%	3.4%	67.5%	14.58%
HERDEZ	2014	4.4152%	39.51%	12.47%	30.6%	3.0%	66.4%	10.83%
HERDEZ	2015	3.8106%	41.84%	11.77%	30.0%	2.9%	67.1%	10.26%
HERDEZ	2016	4.1802%	41.84%	10.41%	29.2%	2.8%	68.0%	9.46%
HERDEZ	2017	5.8700%	41.84%	8.73%	26.7%	2.4%	70.8%	8.76%
HERDEZ	2018	6.2174%	46.55%	6.88%	26.6%	2.3%	71.0%	7.62%
HERDEZ	2019	6.3990%	51.20%	7.34%	30.5%	2.2%	67.3%	8.02%
HERDEZ	2020	5.3092%	51.20%	6.43%	35.4%	2.1%	62.5%	6.99%
HERDEZ	2021	5.2355%	55.86%	6.20%	36.5%	2.1%	61.4%	6.89%
KOF	2012	3.921%	14.70%	10.65%	22.6%	1.5%	76.3%	9.14%
KOF	2013	2.2082%	14.94%	19.31%	34.0%	1.2%	64.8%	13.44%
KOF	2014	3.0267%	15.09%	23.39%	37.5%	1.2%	61.4%	15.66%
KOF	2015	3.9155%	16.08%	14.67%	38.0%	1.2%	60.8%	10.59%
KOF	2016	4.1467%	17.44%	12.41%	40.8%	0.9%	58.3%	9.09%
KOF	2017	4.9135%	17.44%	9.64%	37.2%	0.9%	61.9%	7.96%
KOF	2018	6.2905%	17.44%	6.94%	38.3%	1.0%	60.7%	6.41%
KOF	2019	5.0066%	18.42%	7.29%	35.0%	1.0%	63.9%	6.60%
KOF	2020	3.9064%	25.29%	6.40%	41.7%	1.0%	57.3%	5.54%
KOF	2021	4.0893%	26.23%	6.71%	40.2%	1.0%	58.8%	5.85%

Fuente: Elaboración propia, 2024.

Una vez determinado el WACC y el capital invertido, se descuenta de la utilidad los impuestos, el resultado se divide entre el Capital Invertido calculado en la Tabla 2 para obtener la tasa de rendimiento (r); a este resultado se descuenta el valor de WACC

para obtener el *spread*, que se multiplica por el Capital invertido; el producto es el Valor Económico Agregado (ver Tabla 3). Para determinar la tasa de rendimiento (r) se utiliza el NOPAT calculado con base en EBIT y EBITDA, así como el valor de UAIDI.

Tabla 3
Comparacion de los resultados de EVA por los tres metodos

Tabla 2. Comparación de resultados del EVA por los tres métodos.

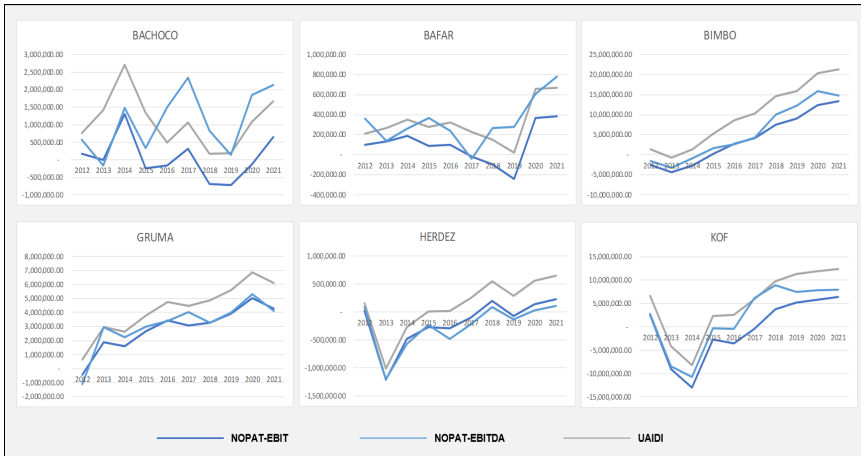
Año	BACHOCO			BAFAR			BIMBO		
	NOPAT-EBIT	NOPAT-EBITDA	UAIDI	NOPAT-EBIT	NOPAT-EBITDA	UAIDI	NOPAT-EBIT	NOPAT-EBITDA	UAIDI
2012	170,193.32	756,658.22	575,876.92	99,415.40	211,889.30	363,322.60	2,497,900.75	1,328,999.25	1,527,600.75
2013	5,861.14	1,421,037.76	162,799.24	130,482.01	267,912.31	140,126.41	4,389,744.35	716,844.35	3,227,644.35
2014	1,307,889.01	2,708,189.31	1,488,369.41	186,118.13	350,085.43	264,199.43	2,661,813.59	1,419,886.41	913,413.59
2015	236,494.82	1,334,823.18	338,577.98	87,603.95	278,341.35	367,535.25	297,158.55	5,232,158.55	1,700,758.55
2016	164,894.98	483,128.62	1,492,309.32	97,233.19	323,744.79	241,762.39	2,788,087.71	8,693,287.71	2,671,487.71
2017	319,124.53	1,072,176.13	2,340,966.43	17,285.61	227,137.59	42,821.41	4,125,258.17	10,257,958.17	4,359,558.17
2018	694,825.61	164,016.29	829,929.19	94,849.97	149,748.23	268,969.53	7,578,278.34	14,578,278.34	10,007,878.34
2019	715,708.98	184,801.12	135,633.82	239,411.61	23,828.99	278,470.79	9,038,434.49	15,924,334.49	12,264,734.49
2020	127,451.44	1,087,150.76	1,848,214.56	368,887.56	656,980.96	609,360.26	12,440,078.90	20,351,478.90	15,852,278.90
2021	643,388.33	1,668,047.63	2,131,708.83	381,729.97	666,673.37	781,200.57	13,362,973.38	21,392,673.38	14,780,673.38

Año	GRUMA			HERDEZ			KOF		
	NOPAT-EBIT	NOPAT-EBITDA	UAIDI	NOPAT-EBIT	NOPAT-EBITDA	UAIDI	NOPAT-EBIT	NOPAT-EBITDA	UAIDI
2012	421,082.75	644,861.85	1,114,060.55	14,463.89	159,967.99	84,910.79	2,599,510.71	6,583,910.71	2,761,183.71
2013	1,870,588.99	2,965,711.69	2,969,868.09	1,212,577.44	1,007,541.84	1,198,528.84	9,086,090.23	4,093,690.23	8,480,732.23
2014	1,611,939.72	2,632,375.92	2,225,704.62	484,816.73	273,672.93	576,228.43	13,057,967.19	8,193,667.19	10,690,775.19
2015	2,666,493.37	3,781,345.57	2,995,403.07	268,588.44	10,083.66	236,974.34	2,646,223.27	2,354,576.73	364,559.27
2016	3,424,146.65	4,748,823.15	3,385,887.05	292,770.88	21,252.62	484,136.08	3,533,731.25	2,532,468.75	475,845.25
2017	3,079,470.83	4,480,436.13	4,034,885.03	103,519.83	245,680.77	220,944.43	416,112.71	5,902,787.29	6,116,887.29
2018	3,270,279.53	4,884,397.63	3,294,534.33	193,879.36	547,517.96	91,109.96	3,749,427.58	9,772,927.58	8,937,727.58
2019	3,923,765.33	5,592,714.43	3,999,200.83	74,934.18	289,342.32	135,011.38	5,236,002.62	11,277,002.62	7,481,302.62
2020	5,017,611.71	6,861,666.51	5,317,246.31	138,398.80	559,291.30	28,363.70	5,810,158.29	11,922,558.29	7,859,258.29
2021	4,272,330.08	6,122,475.58	4,097,277.88	228,468.05	642,567.75	108,243.75	6,409,873.40	12,414,473.40	7,892,773.40

Fuente: Elaboración propia, 2024.

Del analisis a los datos presentados, se puede corroborar que dependiendo la variable de utilidad que se use para la determinacion del EVA, la diferencia entre el resultado del EVA minimo y maximo respecto del valor medio por año y emisora tuvo variaciones significativas en todas las emisoras. La Figura I, permite resaltar que, independientemente del método, los resultados siguen una misma

tendencia a la alza o a la baja en la mayoría de los años; sin embargo, dependiendo del tipo de utilidad que se emplea en el cálculo (EBIT, EBITDA o UAIDI), el valor de EVA puede ser mayor o menor; es así, por el efecto de la estrategia fiscal o los métodos de contabilidad que aplica la empresa en la determinación de sus resultados operativos.



Fuente: Elaboración propia, 2024.

Figura I: Tendencia anual del EVA de cada emisora por los tres métodos

Al aplicar EBITDA, se observa cómo puede afectar el método contable de depreciación y amortización en la determinación del valor de la empresa; al utilizar EBIT, cómo podría afectar el método contable para el registro del costo en relación con los ingresos; y, por último, al utilizar NOPAT se da cuenta de cómo las empresas pueden utilizar los resultados del financiamiento como estrategia para reducir la tasa impositiva. Lo que incentiva que las empresas utilicen la creatividad en sus métodos de contabilización a fin de reflejar mejores resultados, mejores valuaciones y así acceder a mejores fuentes de financiamiento y en el caso de la administración, a mejores recompensas por su gestión.

Es oportuno recordar que un valor positivo de EVA significa que la empresa ha generado una rentabilidad por arriba de su Costo de Capital Promedio Ponderado, lo que representa una situación de generación de valor. Mientras que, si es negativo, se considera que la empresa no es capaz de cubrir su costo de capital y por lo tanto está destruyendo valor para los accionistas.

Lo anterior es relevante porque el valor de EVA para un ejercicio aislado,

teóricamente se puede utilizar para tomar decisiones de inversión, de endeudamiento, de compensación para los administradores, entre otros; sin embargo, las gráficas de la Figura I revelan que, dependiendo de su forma de cálculo, el valor de EVA varía, incluso de valores negativos a positivos, como en el caso de BACHOCO para los ejercicios 2018 y 2019, por tanto, es mucho más confiable tomar decisiones con base en el comportamiento de EVA a lo largo del tiempo; por ejemplo, en el caso de BIMBO, la línea de tendencia es positiva y va a la alza año con año, lo que refleja un crecimiento sostenido.

Se debe reconocer que existen factores externos que pueden afectar las Utilidades Netas, y no necesariamente son reflejo de la eficiencia de la gestión, por ejemplo, GRUMA en el ejercicio 2015 y KOF en el ejercicio 2017, reflejan pérdidas extraordinarias en razón de que dejaron de consolidar información de sus subsidiarias en Venezuela por la situación económica y política de ese país. Esta es la razón por la cual al calcular UAIDI, se suman al resultado de las utilidades netas las pérdidas extraordinarias además de las pérdidas por financiamiento. Otro ejemplo de ello es el resultado de HERDEZ en el año 2015, cuyas

utilidades se vieron afectadas por el *goodwill* (reconocimiento por deterioro). También es el motivo por el cual el valor de la empresa no siempre esta correlacionado con el resultado neto.

Otro factor importante, como ya se ha mencionado, es la estrategia fiscal de la empresa, manipulable a través de los resultados operativos o la aplicación de pérdidas extraordinarias; se puede observar el impacto de un incremento en los impuestos para el resultado de la UAIDI del ejercicio 2013 de BACHOCO, que se ve disminuida con respecto del año anterior; también notable en 2017 para BAFAR, que incrementa considerablemente sus utilidades netas al diferir el pago de impuestos.

Por ello Labatut (2005), afirma que el método más apropiado de valoración ante un problema concreto dependerá esencialmente de la finalidad que se persiga con la valoración, la cual debe contemplar el hecho de a quién se dirige y para qué se realiza.

Conclusiones

Tras el estudio realizado, se desprenden las siguientes conclusiones: La existencia de un impacto en la medición del valor de las empresas por medio del EVA ejercida por las políticas contables, es decir, el ejercicio de la creatividad en la preparación de la información contable y financiera. Es evidente que en la actualidad la dura competencia y la complejidad económica incitan a las empresas y a los profesionales contables a desarrollar su creatividad en la valuación, presentación y revelación de la información financiera, aunado a que no se vulnera el marco normativo y ético que rige su ejercicio empresarial o profesional.

Es indispensable perfeccionar y detallar la normatividad vigente de modo que se reduzca la ambigüedad e interpretación de la norma, formar profesionales con alto grado de ética y conciencia social, así como desarrollar técnicas o modelos que evidencien la práctica de la contabilidad creativa en las empresas, a fin

de que los usuarios de información financiera, internos y externos, independientemente del fin que persigan, cuenten con datos que reflejen la realidad de las empresas. Sin embargo, se sugiere a los inversores y analistas sean precavidos con el impacto potencial de las prácticas de contabilidad creativa o gestión de resultados en los cálculos del EVA y al evaluar el desempeño financiero de una empresa a través de este modelo.

Estudios futuros pueden discutir sobre la aplicación del modelo en otros sectores económicos, periodos de estudio más largos, la comparación de los resultados entre diversos sectores y mercados, así como en el análisis más profundo del efecto de la contabilidad creativa en otros modelos de valoración de empresas.

Referencias bibliográficas

- Adam, J. A. (2005). Los métodos de valuación de empresas y su relación con la capacidad de las organizaciones para generar valor. *Contaduría y Administración*, (217). <http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2005.571>
- Alanís, I. (2018). *Efectos que tiene el gobierno corporativo y la práctica de gestión de resultados sobre el valor de la empresa: Aplicación práctica a empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores* [Tesis doctoral, Universidad Autónoma de Nuevo León]. <http://eprints.uanl.mx/17818/>
- Álvarez, R. (2022). Valuación de empresas en México de 2006 a 2017 mediante el valor de capitalización y el valor económico agregado. *Entreciencias: Diálogos en la Sociedad del Conocimiento*, 10(24), e24.80937. <https://doi.org/10.22201/enesl.20078064e.2022.24.80937>
- Amat, O. (2002). *EVA valor económico agregado: Un nuevo enfoque para*

- optimizar la gestión empresarial, motivar a los empleados y crear valor. Norma.
- Arens, A. A., Elder, R. J., y Beasley, M. S. (2007). *Auditoría: Un enfoque integral*. Pearson Education.
- Armendáriz, E. (2012). Modelos de Valoración de Empresas: Un análisis crítico. *Revista Ciencia UNEMI*, 5(7), 74-87. <https://ojs.unemi.edu.ec/index.php/cienciaunemi/article/view/41>
- Balaciu, D., Bogdan, V., y Vladu, A. B. (2009). A brief review of creative accounting literatura and its consequences in practice. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 11(1), 170-183. <http://www.oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/1120091/16.pdf>
- Besley, S., y Brigham, E. F. (2001). *Fundamentos de administración financiera*. McGraw-Hill/ Interamericana Editores S.A. de C.V.
- Bonilla, F. L. (2010). El Valor Económico Agregado (EVA) en el valor del negocio. *Revista Nacional de Administración*, 1(1), 55-70. <https://doi.org/10.22458/rna.v1i1.284>
- Boronat, G. J., Leotesco, R., Mínguez, M., Gadea, R., y Gonzalbo, P. (2019). Valoración de empresas y creación de valor. *Técnica Contable y Financiera*, (25), 45-59.
- Brewer, P. C., Chandra, G., y Hock, C. A. (1999). Economic Value Added (EVA): Its uses and limitations. *SAM Advanced Management Journal*, 64(2), 4-11.
- Casabianca, M. L. (2005). Contabilidad creativa. *Ciencias Económicas*, 1(3), 57-63. <https://doi.org/10.14409/ce.v1i3.1083>
- Dutta, S., y Giger, F. (2002). The effect of earnings forecasts on earnings management. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 631-655. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00065>
- Giner, B. (1992). La contabilidad creativa. *Partida Doble*, (21), 4-12.
- Gómez, F. E. (2019). Desempeño Financiero y Estructura de capital óptima en las empresas mexicanas cotizadas. *Revista Colombiana de Contabilidad*, 7(13), 33-61. <https://ojs.asfacop.org.co/index.php/asfacop/article/view/asfv7n13.118>
- Jameson, M. (1988). *A practical guide to creative accounting*. Kogan Page.
- Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Labatut, G. (2005). El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). *CISS Técnica Contable*, (676), 18-32. https://www.u-cursos.cl/ingenieria/2008/1/IN584/1/material_docente/bajar?id=161011&lsar=1&file=2
- Láinez, J. A., y Callao, S. (1999). *Contabilidad Creativa*. Civitas Ediciones.
- Lehn, K., y Makhija, A. K. (1997). EVA, Accounting profits, and CEO turnover: An empirical. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 90-97. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1997.tb00139.x>
- Linter, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37. <https://www.aea.ru/data/pdf/lintner1965.pdf>
- Magrath L., y Weld, L. G. (2002). Abusive earnings management and early warning signs. *The CPA Journal*, 72(8), 50-53. <http://archives.cpapjournal.com>

- [com/2002/0802/features/f085002.htm](https://doi.org/10.31876/rcs.v26i1.31316)
- Martínez, H. R., Cazallo, A. M., Meñaca, I., y Uribe, C. M. (2020). Desempeño financiero de las empresas minoristas de alimentos y bebidas en Barranquilla - Colombia. *Revista de Ciencias Sociales (Ve)*, XXVI(1), 144-160. <https://doi.org/10.31876/rcs.v26i1.31316>
- McTaggart, J. M., Kontes, P. W., y Mankins, M. C. (2004). *The value imperative: Meaning for superior shareholders returns*. DIANE Publishing Company.
- Ning, Y. (2006). A different perspective of earnings management. *Canadian Social Science*, 2(2), 53-59. <http://dx.doi.org/10.3968/j.css.1923669720060202.002>
- Parra, A. (2018). Un acercamiento al costo de capital de la empresa: naturaleza y aplicación en las decisiones financieras. *Contexto*, 7, 5-22. <https://doi.org/10.18634/ctxj.7v.0i.883>
- Polo, S. D., Aguilar, J. P., y Anaya, G. E. (2023). Prácticas de Gestión y/o Earnings Management en los resultados contables en México. Evidencia empírica 2010-2019. *Revista de Ciencias Sociales (Ve)*, XXIX(1), 155-168. <https://doi.org/10.31876/rcs.v29i1.39743>
- Real Academia Española - RAE (2023). *Diccionario de la Lengua Española. Arte*. RAE. <https://dle.rae.es/arte>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., y Jordan, B. D. (2020). *Finanzas corporativas*. McGraw-Hill Interamericana.
- Saavedra, M. L. (2004). La valuación de empresas en México. Aplicación del modelo de Valor Económico Agregado: 1991-2000. *Contaduría y Administración*, (214). <http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2004.466>
- Saavedra, M. L. (2008). *Valuación de Empresas: Metodología para su aplicación*. Gasca SICCO.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102. <https://www.proquest.com/openview/177246e104b43553542ab048997f1a4e/1>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Solá, J. L. (2019). Evaluación literaria sobre contabilidad creativa aplicada a las NIIF. *Podium*, (35), 23-42. <https://doi.org/10.31095/podium.2019.35.2>
- Steward, G. B. (1991). *The quest for Value: A Guide for Senior Managers*. Harper Business.
- Téllez-Pérez, J., Agudelo-Torres, G. A., Franco-Arbelaéz, L. C., y Franco-Ceballos, L. A. (2018). La relevancia de valor del EVA y la utilidad por acción (UPA) bajo volatilidad económica: Caso México 1998-2012. *Revista Espacios*, 39(3), 1-15. <https://www.revistaespacios.com/a18v39n03/a18v39n03p01.pdf>
- Tocarema, P. E. (2016). *Perspectiva de la contabilidad, como ciencia, arte, técnica, disciplina, sistema de información bajo la óptica de las NIC y las NIIF* [Tesis de pregrado, Universidad Militar Nueva Granada]. <https://repository.unimilitar.edu.co/server/api/core/bitstreams/4a11ee3d-b78c-4d81-a959-d4725d5efa2f/content>
- Treynor, J. L. (1961). *Toward a theory of market value risk assets*. Unpublished Manuscript.
- Vega, V., Navarro, M., Cejas, M., y Colcha, R. (2021). Contabilidad creativa:

- Perspectivas jurídicas y empresariales a partir de los procesos de información. *Revista Venezolana de Gerencia*, 26(E-5), 737-754. <https://doi.org/10.52080/rvgluz.26.e5.47>
- Villareal, C. (2013). Oferta pública inicial y *underpricing* en el mercado de capitales mexicano. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 18(35), 97-107. [https://doi.org/10.1016/S2077-1886\(13\)70034-9](https://doi.org/10.1016/S2077-1886(13)70034-9)
- Watts, R. L., y Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall.
- Wilson, J. (1997). *Economic Value Added (EVA)*. UBS Global Reserch. <http://pricing.online.fr/docs/economicvalueadded.pdf>