



¿CREAN O DESTRUYEN VALOR

LAS EMPRESAS DEL SECTOR SOLIDARIO EN COLOMBIA? CASO DE LOS FONDOS DE EMPLEADOS¹

Do Joint Solidarity Companies Create or Destroy Value?
The Case of Employee Funds in Colombia

Recepción: 3 de marzo de 2010 / Aprobación: 10 de agosto de 2010

JUDITH CECILIA VERGARA GARAVITO²

Resumen

El Valor Económico Agregado (EVA) es considerado en la administración moderna como un indicador de gestión y de desempeño financiero. De gestión, porque permite a los directivos evaluar la calidad de las decisiones que toman, y de desempeño, porque permite identificar en el tiempo las acciones tendientes a aumentar el valor para los dueños del negocio. Los Fondos de Empleados, independiente si tienen o no ánimo de lucro, también buscan generar Valor para los asociados, que en este caso actúan como los dueños del negocio. Al calcular algunos indicadores financieros, e identificados los elementos básicos para la obtención del indicador EVA, este estudio sugiere que bajo esta metodología y en la mayoría de los casos, los fondos de empleados de los cuales se tiene información en Colombia, destruyen valor, dado que la rentabilidad de sus recursos es inferior al costo de mantenerlos invertidos. Sin embargo, se observa una relación entre el nivel de activos y la generación de valor, sobre la cual se discute durante el texto.

Palabras clave: Fondos de empleados, Valor Económico Agregado (EVA), rentabilidad, excedentes.

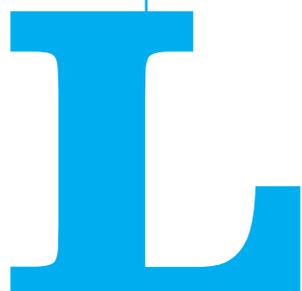
1 Artículo derivado de investigación del grupo de investigación La Gerencia en Colombia, de la línea de investigación en Organización y Gerencia, de la Universidad Eafit.

2 Ingeniera Financiera, de la Universidad de Medellín y magíster en Administración de la Universidad Eafit. Docente de tiempo Completo del ITM, catedrática de la Universidad Eafit y de la Universidad de Medellín. judithvergara@itm.edu.co

Abstract

Economic Value Added (EVA) is in modern administration a measure of managerial and financial performance. A measure of management, for it enables an evaluation of the manager's decisions; and a measure of financial performance, for it eases the identification in time of the actions that raise value for stockholders. Employee Funds, as non-profit organizations, also pretend to generate value for their associates, which in this case are the owners of the company. By calculating some financial indicators, and once the basic elements for identifying the EVA are found, this study suggests that, in most cases, Employee Funds, wherever information was available, destroy value, as the profitability of their resources is lower than the cost of investment. However, there exists a relation between the assets level and the generation of value, which is discussed through the text.

Key Words: Employee Funds, Economic Value Added (EVA), Profitability, Turnover.



Introducción

a gerencia financiera en las empresas está cambiando. Hoy por hoy no sólo se preocupa porque las empresas tengan utilidades, aumenten sus ventas o disminuyan costos, sino que la administración moderna está orientada a la generación de valor. Es por eso que se escucha cada vez con mayor frecuencia el concepto

de gerencia basada en el valor. El Valor Económico Agregado es un indicador que permite determinar si una empresa está destruyendo o generando valor a sus propietarios con las decisiones que toman sus gerentes. Es considerado un indicador muy completo porque permite alinear los intereses de los propietarios con el de sus administradores o gerentes (Íñiguez y Poveda, 2001).

Para efectos de este estudio, se ha seleccionado la metodología del EVA® con la pretensión de analizar si los Fondos de Empleados en Colombia generan o destruyen valor.

Definición y características de los fondos de empleados

1. Definición. Los fondos de empleados son empresas asociativas, de derecho privado, sin ánimo de lucro, constituidas por trabajadores dependientes y subordinados. Son de carácter cerrado, creadas para contribuir a la solución de las necesidades de los asociados a través de la captación de ahorros y la co-

locación de créditos entre sus miembros, tratando que de esa intermediación se desprenda un beneficio real para todos. Los fondos de empleados están sometidos a una supervisión estatal, encarnada en la Superintendencia de la Economía Solidaria.³

2. Características. A diferencia de las instituciones financieras, los fondos de empleados obtienen sus recursos, regularmente, a través de los descuentos de nómina, lo que les permite gozar de una liquidez casi que permanente, incurriendo en riesgos mínimos. Además los fondos de empleados, pueden aplicar sanciones a sus asociados, incluso de orden social, cosa que no pueden hacer los bancos comerciales, obteniendo ventajas de esto.

Otro beneficio del que gozan los fondos de empleados es que al haber mayor información sobre la situación de cada uno de los asociados, por la cercanía que hay con su actividad, la situación financiera y el núcleo familiar; hace que exista una menor asimetría en la información financiera que se proporciona en los procesos de vinculación de los clientes.

Pero quizás la ventaja más relevante de los fondos de empleados es que pueden reinvertir sus excedentes de operación en fondos patrimoniales, al construir capital social, el cual redundará en nuevos servicios para sus afiliados, de manera que su función social crece con el éxito de su operación.

Por todo esto no se puede desconocer la importancia, utilidad y beneficio que los fondos de empleados representan para el sector solidario, y si bien se observa que en los últimos

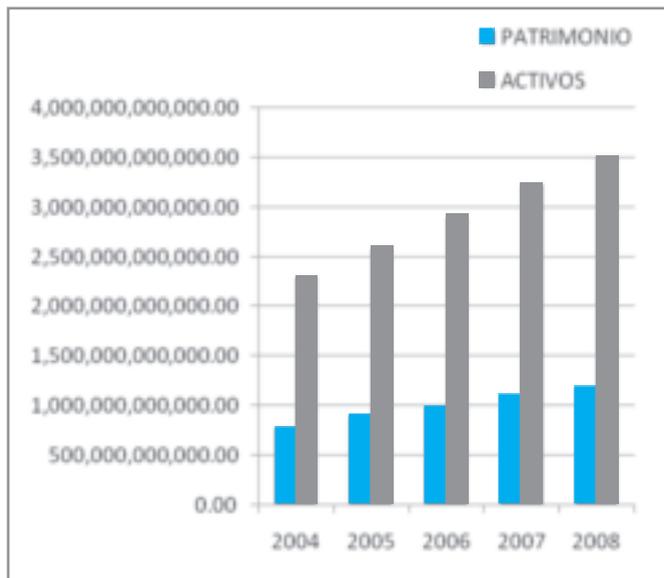
3

Decreto Ley 1481 de 1989, Artículo 1.º.



5 años éstos han venido en crecimiento (ver Gráfico 1), también se observa que falta una mayor gestión empresarial y una mayor planificación financiera que les permita identificar cuáles estrategias son las que generan mayor valor económico a los asociados.

Gráfico 1. Crecimiento de los activos y el patrimonio de los Fondos de Empleados 2004 - 2008



Fuente: Superintendencia de Economía Solidaria. Cálculos propios

Valor Económico Agregado (EVA)

1. EVA: definición y estructura teórica

El concepto de valor económico agregado EVA,⁴ que corresponde a las iniciales en inglés de *Economic Value Added*, no es otra cosa que el remanente que se obtiene al restarle a la rentabilidad de los activos el costo de capital. Por tanto, el EVA se puede calcular de dos formas:⁵

En términos porcentuales:

$$EVA = \%Rentabilidad \text{ del Activo} - \%Costo \text{ de Capital}.$$

En términos absolutos:

$$EVA = Valor \text{ de los Activos } (\%Rentabilidad \text{ del Activo} - \%Costo \text{ de Capital}).$$

4 EVA es una marca registrada de Stern Stewart & Co. Firma consultora de Estados Unidos.

5 Fórmula registrada por Stern Stewart & Co.

2. El EVA como inductor de valor

Toda organización, independiente de su ánimo de lucro o no, pretende llevar a cabo su objeto social a través de una adecuada gestión financiera y empresarial, buscando con esto obtener utilidades pero también procurando su permanencia en el tiempo. Para esto existen indicadores financieros tradicionales:

- Utilidad
- Rentabilidad del patrimonio
- Rentabilidad del activo
- Margen operacional
- Precio de mercado de las acciones

Sin embargo, estos indicadores tienen un uso limitado sólo para algunos tipos de empresa, como lo es el precio de mercado de las acciones cuya aplicación se restringe a las empresas que cotizan en el mercado público de valores, perdiendo muchas veces objetividad y eficacia a la hora de tomar decisiones.

Estas deficiencias son las que el indicador EVA pretende suplir, pues su cálculo tiene implícito muchos aspectos de la empresa, por lo que brinda una ventaja frente a los indicadores financieros que tradicionalmente han sido una herramienta de apoyo para los directivos de las empresas (García, 1997). Vale la pena mencionar cuáles son algunas de estas ventajas:

- Considera todos los costos en que incide la empresa.
- Puede calcularse para cualquier tipo de empresa o sociedad.
- Puede aplicarse a la empresa como un total o a cada uno de sus unidades estratégicas de negocio.
- Se utiliza en muchos casos, como indicador para remunerar a los directivos de las empresas.
- Es un indicador dinámico, pues va mostrando el impacto de las decisiones que se van tomando a lo largo del tiempo.

Adicionalmente el EVA procura medir si el objetivo financiero básico de toda compañía (generar riqueza en el tiempo) se cumple; por lo que también se considera un indicador de desempeño (García, 1999).

3. Variables a tener en cuenta para el cálculo del EVA

Estos elementos fueron tomados de los estados financieros y con base en esta información se hicieron algunos cálculos necesarios para obtener el indicador EVA.

3.1. Utilidad operativa después de impuestos (UODI): es aquella que se obtiene al descontarle a la utilidad operativa el impuesto de renta. En otras palabras, es la utilidad que se obtiene por llevar a cabo el objeto social del negocio.

Para el caso de los fondos de empleados la UODI es igual a la utilidad operativa, pues el valor del impuesto es cero, ya que los fondos de empleados están regidos por el Régimen Tributario Especial (Art. 19-2), tal como se contempla en el Decreto 624 de 1989, Título VI del Régimen Tributario Especial en los siguientes artículos:

Artículo 357. Determinación del Beneficio Neto o Excedente. Para determinar el beneficio neto o excedente se tomará la totalidad de los ingresos, cualquiera sea su naturaleza, y se restará el valor de los egresos de cualquier naturaleza, que tengan relación de causalidad con los ingresos o con el cumplimiento de su objeto social de conformidad con lo dispuesto en este Título, incluyendo en los egresos las inversiones que hagan en cumplimiento del mismo.

Artículo 358. Exención Sobre El Beneficio Neto o Excedente. El beneficio neto o excedente determinado de conformidad con el artículo anterior, tendrá el carácter de exento cuando se destine directa o indirectamente, en el año siguiente a aquél en el cual se obtuvo, a programas que desarrollen dicho objeto social.

El beneficio neto o excedente generado en la no procedencia de los egresos, no será objeto del beneficio de que trata este artículo.

La parte del beneficio neto o excedente que no se invierta en los programas que desarrollen su objeto social, tendrá el carácter de gravable en el año en que esto ocurra.

Cabe anotar que el término utilidad no es apropiado para los fondos de empleados, ya que por su naturaleza jurídica, éste se denomina excedente, el cual, y para efectos de este trabajo, se asemejará a la utilidad operativa. De la misma manera no se utilizará el término utilidad neta del ejercicio sino excedentes netos del ejercicio.

3.2. Activos netos de operación: son aquellos activos que tienen una relación directa con la operación del negocio y generan flujo de caja (García, 1999). Para el caso de los fondos de empleados y para efectos del cálculo del EVA, se trabajará con la totalidad de los activos, partiendo de la premisa de que los fondos de empleados son exentos del impuesto siempre y cuando reinviertan la totalidad de sus excedentes en la misma operatividad del negocio; por lo anterior y para efectos de este estudio, se considera que los activos totales son iguales a los activos de operación.

3.3. Rentabilidad del activo: es un indicador que resulta de la relación entre la utilidad operativa después de impuestos y los activos netos de operación (García, 1999).

3.4. El costo promedio ponderado de capital: es la medición ponderada del costo de las diferentes fuentes de recursos que utiliza una empresa para cumplir su objeto social (García, 1999); conocido también como WACC por las iniciales en inglés de *Weighted Average Cost of Capital*. A saber, toda empresa obtiene sus recursos a través de dos importantes fuentes de financiación: Pasivo y Patrimonio. Para el caso de los fondos de empleados esta financiación está dada de la siguiente manera:

3.4.1. Pasivo. Esta se constituye en la principal fuente de financiación para los fondos de empleados, la cual se representa primordialmente por los depósitos que realizan los asociados (Cardozo, 2008).

En consideración a esto, se decidió establecer la tasa de interés de captación dtf (Depósito a Término Fijo) como el costo de esta fuente de financiación. Una de las razones que se adujo para determinar que ésta debía ser la tasa de interés de oportunidad para el pasivo, es porque la dtf es una tasa de referencia nacional, que mide en promedio las captaciones que hacen las entidades financieras a 90 días (Biblioteca virtual Banco de la República); adicionalmente este indicador es calculado semanalmente, por lo que se considera actualizado y muy pertinente, lo que la convierte en una tasa común y de amplia referencia entre muchos agentes del mercado financiero.

Para evitar distorsiones en la observación de la tasa de captación dtf, se utilizó un promedio de la dtf de cada año, evitando tomar el último dato, pues estaría dándonos información respecto a la última semana de diciembre. De manera que para cada uno de los años, la siguiente tabla muestra el costo del pasivo:

Tabla 1. Costo del pasivo para los Fondos de Empleados (Dado por el promedio simple anual de la DTF)

AÑO	DTF
2004	7.80% E.A
2005	7.73% E.A
2006	6.25% E.A
2007	7.94% E.A
2008	9.68% E.A

Fuente: Banco de la República de Colombia, 2009. Cálculos propios del promedio simple de cada año.



3.4.2. Patrimonio. Está representado, en gran proporción por los aportes sociales que hacen los asociados desde el momento en que ingresan al fondo, como los aportes periódicos que realizan mientras pertenezcan al fondo de empleados (Cardozo, 2000).

Revalorización de aportes sociales es una forma de reconocer la pérdida del poder adquisitivo constante de los aportes, toda vez que éstos se consideran un capital de riesgo y no generan rendimiento alguno. Así las cosas, los fondos de empleados, podrán mantener el poder adquisitivo constante de los aportes sociales individuales de sus asociados, incrementando éstos anualmente, máximo hasta el índice de precios a consumidor que certifique el dane, con relación al año calendario inmediatamente anterior, sólo para ejercicios económicos posteriores a la iniciación de su vigencia (Art. 1° Decreto No. 3081 de 1990)⁶.

Por lo anterior, y dado que los aportes representan en su mayoría el Patrimonio de los fondos de empleados, se considera el IPC (Índice de Precios al Consumidor) como el costo del patrimonio. De manera que la tasa del patrimonio para cada uno de ellos viene dada por el IPC de cada año.

Tabla 2. Costo del Patrimonio para los Fondos de Empleados (Dado por el IPC anual)

AÑO	IPC
2004	5.50%
2005	4.85%
2006	4.48%
2007	5.69%
2008	7.67%

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas DANE.

Metodología

La información fue obtenida de la página web de la Superintendencia de Economía Solidaria,⁷ entidad colombiana encargada del control del sector económico solidario, tomando como base los datos reportados a este organismo entre 2005 y 2008. Para efectos de un mejor análisis, se desagregó la información de activos en tres rangos, así: Nivel I, activos superiores a \$10.000 millones; Nivel II, entre \$2.000 y \$9.999 millones; y Nivel III, activos menores a \$1.999 millones.

6 Cardozo H. Fondos de Empleados (2008), p. 310.

7 <http://www.supersolidaria.gov.co>.

La metodología utilizada para llegar a cabo este estudio es de tipo descriptiva, al analizar de manera empírica la creación o destrucción de valor de los Fondos de Empleados, la aplicación de la metodología del EVA y los estados financieros reportados a la Superintendencia de Economía Solidaria en el período 2004 -2008.

Población y muestra empleada

La población total corresponde al número de Fondos de empleados que reportaron sus estados financieros a la Superintendencia de Economía Solidaria en los años observados.

Tabla 3. Universo de Fondos de Empleados Estudiados

AÑO	POBLACIÓN TOTAL
2004	1.601
2005	1.631
2006	1.621
2007	1.644
2008	1.510

Fuente: <http://www.supersolidaria.gov.co>

Como el estudio se hizo en tres niveles, entonces se recurrió a un muestreo aleatorio por proporciones, con el propósito de calcular el tamaño de la muestra por medio de la fórmula:

$$n = \frac{(z^2 * p * q)}{e^2}$$

Donde:

p = Probabilidad de éxito.

q = probabilidad de fracaso.

z = Nivel de confianza.

e = Error que se está dispuesto a asumir.

Como no se conocen p y q se asumió que eran de 0.50 cada uno. El nivel de confianza, para poder encontrar el valor de Z en la tabla de la distribución normal, se determinó que fuera del 95% y e, el error de muestreo, que fuera del 10%, debido a que la información es obtenida de fuentes secundarias y es de tipo contable, por lo que el error es significativamente alto. La siguiente tabla ilustra los resultados:



Tabla 4. Obtención de la muestra para cada año por niveles de activo

	NIVEL I		NIVEL II		NIVEL III	
	POBLACIÓN	MUESTRA	POBLACIÓN	MUESTRA	POBLACIÓN	MUESTRA
2004	45	6	174	10	1.382	20
2005	54	7	186	13	1.391	20
2006	58	8	199	13	1.364	20
2007	65	9	225	16	1.354	20
2008	71	11	238	18	1.201	11
TOTAL	293	41	1.022	70	6.692	91

Para determinar cuáles fondos de empleados harían parte de la muestra se hizo una selección con números aleatorios para evitar distorsionar la muestra. Esta muestra fue calculada para cada tamaño de población. Posteriormente se calcularon las variables necesarias para encontrar el indicador EVA para cada uno de los niveles año tras año.

Resultados

Determinación del costo promedio ponderado de capital

Para el cálculo del costo promedio ponderado de capital se tomó la información de los estados financieros de la muestra respectiva para cada año y por cada nivel de activos.

Tabla 5. Determinación del Costo Promedio de Capital
Costo Promedio Ponderado de Capital Nivel I

	PASIVO	COSTO E.A.	PATRIMONIO	COSTO E.A.	COSTO PONDERADO
2004	\$ 153,457,024,558.39	7.80%	\$ 33,806,082,709.15	5.50%	7.38%
2005	\$ 185,693,503,839.90	7.73%	\$ 42,911,121,346.86	4.85%	7.19%
2006	\$ 154,983,368,079.14	6.25%	\$ 34,248,386,965.62	4.48%	5.93%
2007	\$ 112,529,639,243.00	7.94%	\$ 39,824,843,307.23	5.69%	7.35%
2008	\$ 274,599,465,008.37	9.68%	\$ 111,277,059,706.08	7.67%	9.10%

Costo Promedio Ponderado de Capital Nivel II

	PASIVO	COSTO E.A.	PATRIMONIO	COSTO E.A.	COSTO PONDERADO
2004	\$ 23,966,148,576.11	7.80%	\$ 16,047,481,491.98	5.50%	6.88%
2005	\$ 27,825,990,703.55	7.73%	\$ 18,050,291,087.29	4.85%	6.60%
2006	\$ 26,721,533,310.07	6.25%	\$ 22,074,160,243.02	4.48%	5.45%
2007	\$ 42,395,216,728.95	7.94%	\$ 21,464,037,118.90	5.69%	7.18%
2008	\$ 42,179,568,126.79	9.68%	\$ 29,140,717,883.59	7.67%	8.86%

Costo Promedio Ponderado de Capital Nivel III

	PASIVO	COSTO E.A.	PATRIMONIO	COSTO E.A.	COSTO PONDERADO
2004	\$ 4,040,928,418.75	7.80%	\$ 2,415,593,222.47	5.50%	6.94%
2005	\$ 3,160,907,233.09	7.73%	\$ 2,545,420,033.82	4.85%	6.45%
2006	\$ 6,891,660,689.23	6.25%	\$ 4,104,155,236.30	4.48%	5.59%
2007	\$ 4,663,464,158.39	7.94%	\$ 4,650,829,203.62	5.69%	6.82%
2008	\$ 3,084,694,787.19	9.68%	\$ 2,263,911,847.16	7.67%	8.83%



Una vez obtenido el valor del WACC para cada año y por cada nivel de activos, se procedió a determinar la Rentabilidad de los activos, que como se dijo anteriormente, es la relación entre la utilidad operativa después de impuestos (uodi) y los activos netos de operación.

Tabla 6. Excedentes y Rentabilidad del Activo⁸
Excedentes (Utilidad)

	NIVEL I	NIVEL II	NIVEL III
2004	\$ 5,102,038,667.30	\$ 1,261,522,940.25	\$ 74,313,291.64
2005	\$ 5,589,063,280.22	\$ 1,206,021,339.17	\$ 95,719,979.51
2006	-\$ 1,127,242,015.56	\$ 1,415,965,541.15	\$ 136,582,481.69
2007	\$ 2,866,710,599.48	\$ 1,924,360,191.44	\$ 301,938,955.14
2008	\$ 10,126,315,311.70	\$ 3,026,285,581.77	\$ 67,431,062.38

Rentabilidad del Activo

	NIVEL I	NIVEL II	NIVEL III
2004	2,72%	3,15%	1,15%
2005	2,44%	2,63%	1,68%
2006	-0,68%	2,90%	1,24%
2007	1,88%	3,01%	3,24%
2008	2,62%	4,24%	1,26%

Con estos elementos definidos podemos entrar a calcular el indicador EVA que en términos absolutos se expresa de la siguiente forma:

$EVA = \text{Valor de los Activos} (\% \text{Rentabilidad del Activo} - \% \text{Costo de Capital})$.

Para cada uno de los niveles se calculó este indicador, observando el comportamiento en el período 2004 - 2008.

La siguiente tabla incluye el EVA para la muestra seleccionada, por nivel de activos y para cada uno de los años.

Tabla 7. EVA para Fondos de Empleados en Colombia 2004-2008 - Cálculo del EVA

	NIVEL I	NIVEL II	NIVEL III
2004	-\$ 8,726,943,797.26	-\$1,490,448,130.75	-\$373,736,752.26
2005	-\$10,846,233,951.93	-\$1,820,366,859.95	-\$272,071,021.25
2006	-\$10,929,247,875.68	-\$1,243,052,669.62	-\$478,012,465.97
2007	-\$ 8,334,176,340.60	-\$2,663,123,728.90	-\$332,972,280.72
2008	-\$24,989,863,380.57	-\$3,291,789,674.57	-\$404,809,431.70

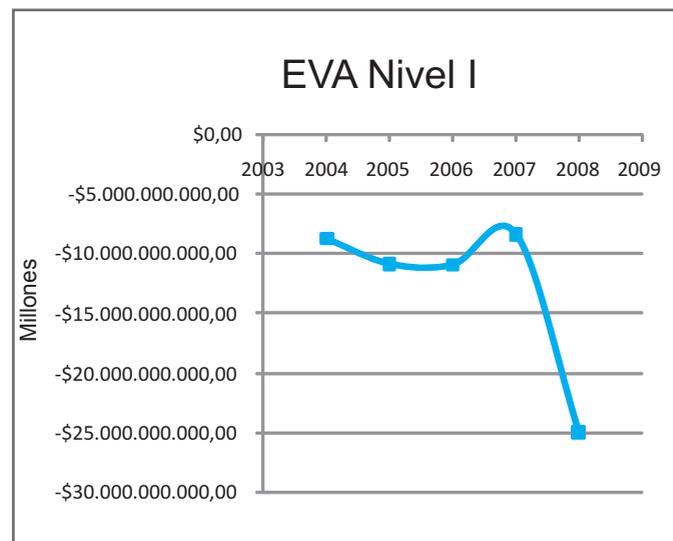
⁸ Indicadores calculados de los estados financieros presentados a la Superintendencia de Economía Solidaria en el período 2004-2008.

Es de aclarar que el EVA está calculado en pesos, y señala la cantidad de valor que se ha generado o destruido en cada año.

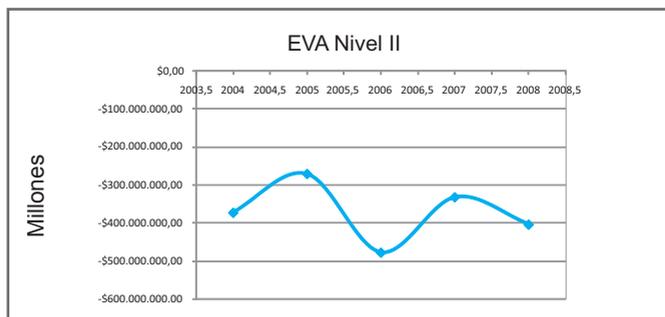
Conclusiones

El sector solidario en Colombia, dominado por una estricta y copiosa regulación, ve en los Fondos de Empleados un escape para el crédito formal, que en los bancos es de difícil consecución por los requisitos exigidos que, en su mayoría, son altos para el común de la gente. A través de esta figura empresarial se amplía el crédito a las personas naturales con base en los principios económicos solidarios, lo cual repercute en beneficios, tanto económicos como sociales, en cada uno de los asociados y su núcleo familiar.

Se observa que los fondos de empleados que más destruyen valor son aquellos que tienen un mayor nivel de activos comprometidos en la operación, es decir, los categorizados como Nivel I.

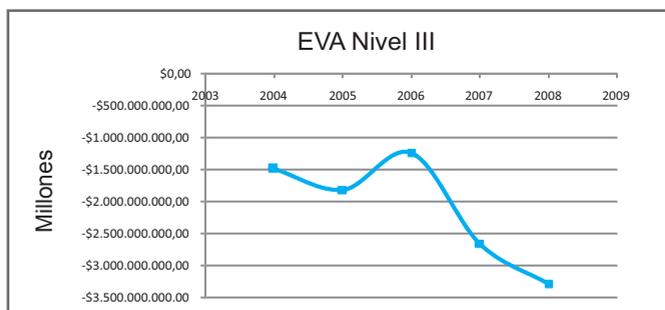


En menor proporción, destruyen valor los Fondos de Empleados que se cuentan en el rango con el menor nivel de activos, fluctuando de manera similar a los anteriores pero con un acentuado movimiento, relativamente más volátil. Se intuye una relación entre ambos niveles de Fondos, lo cual podría significar que son igualmente susceptibles a los ciclos económicos, pero que dado el pequeño tamaño de estos últimos, es mayor la incertidumbre en cuanto a su permanencia en el tiempo y por ende, disminuye su EVA.



Los fondos de empleados que están en un rango intermedio de activos son los que más generan valor comparativamente con las demás categorías. Sin embargo, continúan a la baja durante el período de estudio. Curiosamente su comportamiento en términos generales es inverso al de las demás categorías definidas. Esto significa que en tiempos de crisis son el grupo de entidades más propensas a sostenerse en el tiempo, aunque no presenten un músculo financiero grande como el que tienen los fondos de Nivel I, es decir, las de mayor volumen de activos.

Se puede concluir de manera general, que el nivel de activos, lejos de lo que muchos empresarios piensan, debe ser lo más bajo posible, pues esto generaría menos presión a la rentabilidad y favorecería en el tiempo, la generación de valor.



Dada su naturaleza y objeto social, los fondos de empleados propenden de manera implícita por generar valor social a sus propietarios (asociados) y no para la empresa como tal, hecho que se puede constituir en una razón de los resultados obtenidos.

Si bien las razones anteriores explican muy bien los resultados, no justifican estas cifras, pues también se observa una mayor gestión, una mayor capacidad directiva y dado el importante crecimiento que en los últimos años estas entidades han tenido, es hora de que sus directivos empiecen a dirigirlos con estrategias más eficientes, que procuren no sólo el bienestar sino su permanencia en el tiempo, y considerar dichos fondos como una forma de generar valor.

Fuentes de consulta

- Banco de la República de Colombia. Biblioteca Virtual Luis Angel Arango. Consultado en Mayo 12 de 2009 en <http://www.lablaa.org/blaavirtual/ayudadetareas/economia/econo96.htm>
- Besley, S. y Brigham, E. (2001). *Fundamentos de administración financiera*. México: McGraw Hill.
- Cardozo, H. (2008). *Fondos de empleados. Asambleas, junta directiva, órganos de control, aspectos jurídicos, contables y tributarios*. 1ª ed. Bogotá: Ecoe Ediciones.
- García, A. (1997). Qué es y cómo se utiliza el EVA. *European Management Journal*, 15, 335-343.
- García, O. (1999). *Administración Financiera: Fundamentos y Aplicaciones*. 3 ed. Cali: Prensa Moderna.
- Íñiguez, R. y Poveda, S. (2001). Medidas de creación de valor para los accionistas: EVA® vs Beneficios. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 107, 207-237.
- República de Colombia. Decreto 624 de 1989, Título VI del Régimen Tributario Especial consultado en Marzo 27 de 2009 en http://www.icbf.gov.co/transparencia/derechobienestar/codigo/estatuto_tributario.html
- República de Colombia (1989). Decreto 1481 de 1989. Consultado en abril 30 de 2009 en http://www.supersolidaria.gov.co/data/Decreto_1989_Nº1481.doc.