

Valoración de Empresas: valor y precio

Alberto Parra Barrios*

Docente Universidad EAN, Magister en Finanzas y Mercados Financieros – MBA © énfasis en finanzas

Recibido 07 de febrero de 2012; Aceptado 30 de mayo de 2012

Resumen

Antes de entrar al análisis de este tema, que hace parte de la Teoría Financiera Moderna, es importante precisar algunos conceptos entre ellos el de Valor ya que nos ayuda a definir el propósito de la valoración de empresas y la aplicación de un método adecuado que permita dar a conocer al inversionista el retorno de su inversión.

El presente documento analiza diferentes posiciones de economistas clásicos y neoclásicos para definir el valor económico, el valor financiero y finalmente clarificar el concepto de valor, aplicable a la valoración de empresas. Diferenciar los conceptos de valor y precio, son aspectos a tener claros en el momento de valorar y vender.

Palabras Claves: Valor, Valor de Cambio, Valor de Uso; Riqueza, Valor Económico, Valor Financiero.

Abstract

Before entering the discussion of this issue, which is part of the Modern Financial Theory, it is important to clarify some concepts including that of value as it helps us to define the purpose of the valuation of companies and the application of a suitable method that allows disclose to investors the return on your investment.

This paper analyzes different positions of classical and neoclassical economists to define the economic value, financial value and finally clarify the concept of value applicable to the valuation of companies. Differentiate the concepts of value and price, are aspects to be clear at the time of are aspects to be clear at the time to value and sell.

Keywords: Valu, Change Value, Use Value, Assets, Economic Value, Financial Value.

Qué se entiende por valor?

La palabra valor tiene varios significados dependiendo de los usos que se le de. Asume desde el valor fundamental que una persona quiere darle a un bien, la cualidad que proporciona el aprecio, la cualidad constitutiva de la propia identidad como ser auto evaluador y auto formador, el criterio económico para elegir la mejor entre posibles alternativas o cursos de acción, las cualidades que identifican la valentía de una persona para enfrentar situaciones difíciles y hasta patrones para identificar los valores personales y sociales frente a las instituciones y quienes nos rodean.

Así entonces encontramos una gama de valores que van desde los valores religiosos, morales, estéticos, intelectuales, afectivos, sociales, físicos y económicos; en éste último se encuentran los conceptos relacionados a los bienes y la riqueza, que buscan la satisfacción de necesidades y la seguridad de las personas.

En Economía, la Teoría del Valor data del siglo IV a.c. cuando uno de los grandes sabios, Aristóteles, distingue entre el valor de uso y el valor de cambio, lo subjetivo y lo objetivo. Más adelante, en el siglo XIII, varios escolásticos, entre

ellos Tomás de Aquino, contraponen el valor que es frente al valor que debe ser, lo positivo y lo normativo. Los mercantilistas introducen el concepto de utilidad, W. Petty trata como concepto objetivo el valor natural que resulta de los factores de producción frente al valor actual del mercado, J. Law lo manifiesta desde la oferta y la demanda, Locke fundamenta el valor en la demanda y F. Galiano expresa que el valor tiene una relación con la utilidad marginal.

Para los clásicos del siglo XVIII y del siglo XIX el valor se fundamenta en el costo de la producción. Adam Smith, lo asocia a la tierra, al capital y al trabajo, David Ricardo refiere el valor al concepto de escasez, y Carl Marx reduce el concepto de valor al de la explotación del trabajador por el capitalismo. En el pensamiento neoclásico se utiliza el concepto de análisis marginal sobre el concepto de utilidad y Walras incluye el equilibrio de la oferta y la demanda, Alfred Marshall considera los conceptos de costo de la producción y la utilidad.

En la nueva economía, fundamentada en el conocimiento y la globalización, la escasez tradicional, causa de valor, es sustituida por la abundancia, la riqueza en la información y el mismo conocimiento. Los bienes pueden ser limitados pero no la información y el conocimiento

*Autor para Correspondencia: albertoparra9@yahoo.com

que crecen con su aplicación. Y se destaca que en ninguna de estas nuevas concepciones de la teoría del valor se trata, al menos, como factor independiente y determinante del valor económico, el factor tiempo. Al considerar el factor tiempo se llega a un nuevo concepto del valor en economía: el valor financiero.

Así las cosas, para precisar el concepto de valor, elemento importante en la Valoración de la Empresa, es necesario definir el Valor Económico y el Valor Financiero.

Qué es el valor económico?

Desde el punto de vista económico pueden reconocerse dos teorías, una la del valor objetivo, expresada básicamente por los economistas clásicos, y otra teoría del valor subjetivo expresada por los economistas neoclásicos.

La teoría sobre el valor objetivo de Adam Smith, modificada y profundizada por David Ricardo, explica que el valor depende tanto de la cantidad como de la calidad del trabajo incorporado.

Por el contrario, los marginalistas tienen una apreciación subjetiva, distinguen la utilidad absoluta de un bien de su utilidad relativa en términos de la necesidad del mismo, y colocan a esta como determinante del grado de satisfacción que pueda esperarse del objeto y por lo tanto de su valor.

Desde este punto de vista solo tiene valor lo que es útil y es necesario para satisfacer necesidades. De aquí que sea la necesidad la que determina la existencia del valor de un bien, cuya magnitud está en relación con la dificultad para obtener la satisfacción de esa necesidad. El conocido ejemplo del agua es apropiado para entender el concepto: el agua es útil y también es necesaria, pero el valor de un vaso de ella depende de quien la requiera; es diferente para la persona que atraviesa un desierto o para aquella que vive a la orilla de un río.

Ahora, la utilidad marginal mide el grado de satisfacción de una necesidad provista por el consumo de una nueva unidad de bien. En éste caso, para una persona que tiene sed un tercer vaso del líquido no tiene el mismo valor que el primero. Y el mismo vaso de líquido no tiene el mismo valor para quien ya tomó dos que para quien no ha bebido ninguno y su necesidad es insatisfecha.

En esta concepción subjetiva es muy importante también considerar el papel jugado por los bienes complementarios y sustitutos. Si tenemos sed pero

contamos con una variedad disponible de bebidas, el valor del agua disminuye.

En conclusión, el valor es subjetivo para los marginalistas en cuanto depende del grado de satisfacción que produce en cada consumidor en particular, en una circunstancia particular.

Los conceptos riqueza, valor de uso y valor de cambio

Riqueza y Valor son dos conceptos diferentes que pueden en un momento ser mal interpretados. La diferencia fundamental radica en la consideración de la escasez como fuente de valor: cuanto más escaso es un bien más valioso es. De este modo al comparar los conceptos de valor y riqueza se presenta un problema ya que si la escasez aumenta el valor, hay que concluir que también la riqueza aumenta y eso es falso.

Para unos economistas, como David Ricardo, la riqueza se relaciona con la producción, al respecto dice: “la riqueza difiere del valor, ya que este depende no de la abundancia sino de la dificultad o disponibilidad de la producción” (Ricardo, 1959). En cambio para Adam Smith la riqueza se encuentra relacionada con la disponibilidad de los bienes cuando expresa que “todo hombre es rico o pobre según el grado en que pueda gozar de las cosas necesarias, convenientes y gratas de la vida”, tal como trae a referencia Ricardo (Ricardo, 1953). Y también ambos difieren del reconocimiento de las categorías valor de uso y valor de cambio, introducidas inicialmente por Adam Smith y perfeccionadas por David Ricardo y Carl Marx; pero en ninguno de ellos se trata del valor de la naturaleza en su integridad.

Para Smith la palabra valor tiene dos significados diferentes, pues a veces expresa la utilidad de un objeto particular, en otras la capacidad que deriva de la posesión del dinero. Al primero se le denomina “valor en uso”, y al segundo “valor en cambio”. Al respecto precisa diciendo que “El valor de cualquier bien, para la persona que lo posee y que no piensa usarlo o consumirlo, sino cambiarlo por otros, es igual a la cantidad de trabajo que pueda adquirir o de que pueda disponer por mediación suya. El trabajo, por consiguiente, es la medida real del valor en cambio de toda clase de bienes” (Smith, 1958)

Ricardo expresa que “las cosas que tienen un gran valor de uso tienen comúnmente escaso o ningún valor en cambio y, por el contrario, las que tienen un gran valor en cambio tienen un pequeño valor en uso o ninguno” (Ricardo 1959). La utilidad no es medida de valor en cambio, aunque es

esencial para éste. Si un bien no contribuye de ninguna manera a satisfacer nuestras necesidades, no tiene ningún valor en cambio por escaso que sea o cual fuera la cantidad de trabajo para obtenerlo. Al poseer utilidad los bienes obtienen su valor en cambio por la escasez y la cantidad de trabajo requerida para obtenerlos. Nuevamente con ejemplo del agua, no hay nada más útil que este elemento, pero con ella apenas se puede comprar algo o no recibir nada a cambio. Por el contrario, un diamante tiene poco valor de uso pero si puede llegar a tener un gran valor de cambio.

Al observar entonces la asociación existente entre la utilidad y valor, se ve muy clara la vinculación de la capacidad para satisfacer las necesidades elementales del ser humano o de la comunidad, toda vez que la utilidad de un objeto lo convierte en su valor de uso y los valores de uso forman el contenido material de la riqueza, cualquiera que sea la forma social de esta, tal como lo expresó el filósofo John Locke quien influyó notablemente en los economistas de la época.

Cambiando el punto de vista, para Carl Marx, los valores de uso en el sistema capitalista son el soporte material del valor de cambio. (Marx 1958). Lo que caracteriza la relación de cambio es la abstracción de los valores de uso respectivos. El valor de uso encierra valor al ser la materialización del trabajo del hombre. El valor de cambio es una relación cuantitativa, referida a la proporción en que se cambian los valores de uso de una clase por valores de uso de otra clase, relación que varía con el lugar y el tiempo. El valor de cambio no es ni puede ser más que la expresión de un contenido diferencial al de su forma de manifestarse, pues nace de la abstracción del valor de uso. (Marx 1958)

La magnitud de valor de uso es igual al tiempo de trabajo socialmente necesario para su producción. Pero la magnitud de valor cambia al cambiar el tiempo socialmente necesario para producirla y esta depende del grado medio de destreza del obrero, el nivel de progreso de la ciencia, la organización social del proceso de producción, el volumen y eficacia de los medios de producción y las condiciones naturales. (Marx 1958). Podemos decir que la magnitud del valor está en relación directa con la cantidad de trabajo y en relación inversa con la capacidad productiva del trabajo.

Un objeto puede tener valor de uso sin tener valor, así acontece cuando la utilidad que ese objeto encierra para el hombre no se debe al trabajo. Es el caso del aire, de la tierra virgen, de las praderas naturales, de los bosques silvestres, etc. Y

puede así mismo un objeto ser útil y producto del trabajo humano, sin ser mercancía. Para producir mercancías no basta producir valores de uso, sino que es necesario producir valores de uso para otros valores de uso social. (Marx 1958).

Ese “para otros” se refiere a un acto de intercambio. Ningún objeto puede tener un valor sin ser útil, un trabajo sería también inútil y por lo tanto su valor cero. Y esto no es cierto por cuanto el trabajo es una condición de vida del hombre.

¿Pero frente a ésta posición cual es la diferencia entre el concepto de riqueza y el de valor? Cuanto mayor sea la cantidad de valor de uso mayor será de por sí la riqueza material. Este es el ejemplo de los levitas que tanto hemos escuchado en las aulas de economía: dos levitas encierran más riqueza que una. Sin embargo puede ocurrir que a medida que crece la riqueza material, disminuye la magnitud del valor que representa. (Marx 1958). Esto ocurre cuando la capacidad productiva del trabajo aumente de forma tal, que el tiempo de trabajo socialmente necesario para producir más riqueza disminuya más que proporcionalmente. El trabajo no es la única fuente de riqueza, pero es el único que crea el valor como tal.

En oposición a las ideas de autores que sostienen teorías objetivas del valor que dominaron el pensamiento económico hasta mediados del siglo XIX, la escuela neoclásica impulsó una teoría subjetiva del valor basada en la utilidad, que dio lugar a la llamada revolución marginalista, con posiciones como la de Carl Menger y de Wilfredo Pareto.

Alfred Marshall combinó el pensamiento clásico con el marginalista. Determina que los precios del mercado son el problema fundamental, el funcionamiento del sistema de mercado comienza con el estudio del comportamiento del consumidor y del productor, que es la clave de la fijación del precio. Elabora una tabla con la relación precio – cantidad, según la cual el consumidor está dispuesto a pagar menos por la última unidad, siendo necesario la reducción del precio para que compre más. Esto es la utilidad marginal. Según esta concepción Marshall determina el precio donde se interceptan la oferta y la demanda. (2010, finanbolsa.com).

Los conceptos antes destacados conducen a la idea de que el valor depende por entero de la utilidad. Con frecuencia se encuentra que es el trabajo el que determina el valor, pero solo de una manera indirecta, al hacer variar los grados de utilidad de una mercancía mediante un

incremento de la oferta. La noción de utilidad aparece en esta concepción ligada a la idea de escasez, donde para cualquier mercancía el valor se desvanece en el mismo instante de la satisfacción de la necesidad.

El Valor Financiero

En la descripción de la teoría del valor, mencionada en los párrafos anteriores, se observa que en ninguna de estas se habla del tiempo como factor determinante del valor. Y la consideración de este elemento conduce al concepto de valor financiero, muy importante en la toma de decisiones financieras y la valoración de las empresas.

Al introducir el tiempo en el análisis económico es necesario precisar los conceptos de tiempo histórico y tiempo de espera. El tiempo histórico asigna a cada suceso un momento en la línea de temporalidad en donde el origen no es más que otro punto predeterminado para todos los sucesos descritos. Este tiempo histórico otorga al suceso las circunstancias propias del momento en que se produce, es más descriptivo que conceptual o abstracto. Numéricamente, permite comparar varios sucesos y responder a los cuestionamientos, antes y después facilitando la descripción de los sucesos mediante métodos estadísticos.

El tiempo de espera relaciona los sucesos mediante un intervalo de tiempo; dejando a un lado la riqueza histórica, su naturaleza es extensiva y tiene carácter cardinal. Entra aquí en juego un nuevo concepto y es el de medida monetaria, se puede afirmar que la valoración del patrimonio, en su acepción económica, es cuantificada por la unidad monetaria del país donde se trate, sin olvidar que determinados elementos patrimoniales tienen definido su valor monetario facialmente o cotizado por el mercado. Otros elementos precisan de una valoración monetaria interna que puede ser histórica, funcional, de mercado, etc. El tratamiento monetario del valor económico del patrimonio, mediante el uso de técnicas adecuadas como la contable, permite la agregación y la comparación entre los elementos que lo componen, así como el análisis de los equilibrios y desequilibrios monetarios en sus transacciones.

Pero al considerar el tiempo en la definición de valor, hay que analizar otro elemento que es la liquidez, dado que la medida monetaria de un componente patrimonial no es suficiente para reflejar su valor económico. La posesión de un bien

en el tiempo tiene diferente valor económico para el interesado, según sea su disponibilidad monetaria. En general, el valor económico es mayor en la medida que es más inmediata su disponibilidad o es mayor su posibilidad de convertirse en efectivo, es decir que la liquidez se manifiesta de acuerdo con el tiempo de espera para contar con la disponibilidad monetaria.

Pero la consideración de la liquidez, como factor valorativo de un componente patrimonial, afecta solo a aquellos elementos de naturaleza financiera y no tanto a los materiales o funcionales, tratándose concretamente del inmovilizado o del circulante. Se supone entonces que hay que pasar por alto el proceso de liquidación que la amortización del activo inmovilizado y la reducción del circulante imprimen en el circuito financiero de la empresa. Si nos vamos por el sujeto de consumo, el valor de la liquidez se justifica por la preferencia por la liquidez o la exigibilidad que entre otras cosas es un principio económico aceptado.

El Patrimonio de una empresa está compuesto por elementos agregados y su valor financiero debe contemplar la agregación de elementos, siendo la suma de este la composición de conceptos cuyo resultado es un capital financiero con dos componentes el monetario y el temporal. Por cuantía monetaria se entiende la suma de aquellos que integran el conjunto patrimonial, con un sentido contable para el agregado. Lo temporal se enfrenta a la dispersión que se origina como consecuencia de los grados de liquidez de los elementos patrimoniales agregados.

En la operación de la empresa se configuran los flujos monetarios y no monetarios. Si los flujos de entrada y salida coinciden, la operación conserva el equilibrio financiero, si no es así, se presenta un desequilibrio cuya diferencia entre los valores supone un rendimiento solo para una de las partes, resultando un desequilibrio financiero, desprendiéndose las operaciones de financiación y las operaciones de inversión sobre las cuales se hacen los análisis de rentabilidad, para tomar decisiones concordantes con la generación de riqueza para el accionista.

Si las cuantías monetarias no coinciden, la diferencia entre éstas se denominan costo financiero, cuando se trata de una financiación, y rendimiento financiero, si es una decisión de inversión. En las operaciones financieras complejas, en las que ocurren múltiples flujos de entradas y salidas en diferentes momentos, es la

reducción financiera del ingreso y el egreso la que permite aclarar esta situación dando origen a la Tasa Interna de Rentabilidad. Sustituidos los flujos de entrada y salida por los valores equivalentes en pesos de la fecha, se produce la reducción financiera de la operación, aplicando la tasa de retorno de la inversión para el inversor.

Entonces, la ocurrencia de la cuantía monetaria y el grado de liquidez determinan el valor financiero del patrimonio. Y el valor financiero viene a ser una magnitud algo compleja, cuya representación formal viene a ser el capital financiero.

Estimación matemática

Para determinar desde el punto de vista financiero y económico el valor de la empresa se aplican diferentes técnicas basadas en metodologías que van desde el valor de los activos, múltiples comparables, flujos de caja descontados y opciones reales.

En un primer término es útil aplicar la fórmula de valoración de las acciones de Gordon y Shapiro que hemos conocido en los textos de finanzas corporativas, además por su asociación entre el flujo de dividendos para el accionista y el flujo de caja libre que hoy tiene tanta aceptación.

El flujo de caja libre es éste caso, es el dividendo potencialmente distribuible entre los accionistas de una empresa, "sin alterar la estructura financiera de la compañía" tal como expresa Xavier Adserá (2002). La expresión matemática al comparar los dos conceptos anotados quedaría:

$$P_0 = \frac{\text{Dividendo}}{K_e - g} = E = \frac{\text{FCL}}{K_e - g}$$

Donde:

E = Es el valor de mercado del capital invertido o fondos propios

FCL = Es el Flujo de Caja Libre de los dividendos a retribuir a los accionistas.

K_e = Es la Tasa Mínima de retorno exigida por el accionista

g = Es la tasa de crecimiento a perpetuidad.

Obsérvese que tanto P_0 como E no es otra cosa diferente al Valor Actual (VA) de una renta a perpetuidad, descontada a la tasa de rendimiento esperada, considerando una constante de crecimiento.

Otro método de valoración es el descuento de los flujos de caja libre (FCL) generados por el negocio. Se parte de la proyección de los flujos provenientes

de la explotación del negocio como tal, considerando un valor terminal al final de un período de proyección, traídos estos al presente con una tasa mínima esperada para la compañía que viene a ser su Costo de Capital, con lo cual se determina el VA de los flujos de la operación.

$$EV = \frac{FC_1}{(1+K_o)^1} + \frac{FC_2}{(1+K_o)^2} + \frac{FC_3}{(1+K_o)^3} + \frac{FC_4}{(1+K_o)^4} + \frac{FC_5}{(1+K_o)^5} + \frac{VT}{(1+K_o)^5}$$

Donde:

EV = Es el Enterprise Value o valor de los fondos generados por la empresa

FC_n = Es el flujo de fondos de cada período generado por la operación

VT = Valor Terminal o Valor a Perpetuidad

K_o = Tasa de Retorno de la empresa o Costo de Capital de la empresa.

Nuevamente llama la atención que el EV es el VA de los fondos futuros de la compañía, generados por la operación de la misma. El Valor Terminal es el valor estimado en el último año de proyección, de los fondos generados por la empresa.

Debido a que el FCL parte del estado de resultados de la empresa, presentando ciertas inquietudes por la distorsión con el flujo de caja o flujo de tesorería, que viene a ser el más cercano a la generación real de fondos, al indicar el nivel de liquidez de la empresa. Vélez (2002) destaca que el flujo de caja libre procede del flujo de tesorería (FT), por cuanto este FCL incluye los ingresos y egresos que produce el negocio o proyecto en el momento en que ocurren, mostrando la generación de dinero efectivo de la firma que es lo que le permite a esta cumplir con sus obligaciones financieras y el pago oportuno de los dividendos a los accionistas.

Propone entonces un modelo de FCL sencillo para determinar el valor de la empresa, evaluando su capacidad para generar riqueza a partir del FT considerando que hay que incluir unos elementos como los aportes de socios, los préstamos recibidos de entidades financieras, el servicio de la deuda, los dividendos pagados y el ahorro en impuestos por los intereses pagados.

En el documento presentado por Vélez Pareja (2000) sobre el Análisis Crítico de EVA, se retoma el concepto de valor presente Neto como medida de creación de valor para la empresa, aplicado a la selección de proyectos de inversión. Este resultado lo que mide es el valor adicional que aporta al valor de la empresa o un proyecto lo cual le genera

riqueza al accionista, satisfaciendo en última instancia sus necesidades desde el punto de vista de valor económico. Vale aclarar que el Valor Económico Agregado (EVA) utilizado como indicador, lo que muestra es la generación de valor para la firma en la medida en que se compara el rendimiento de la inversión operativa con el costo de capital de los recursos invertidos para ello.

Cuando se habla entonces del valor de la empresa en una negociación, al final se llega a determinar el valor de mercado justo para las partes como dice García (1999) y ocurre “cuando no existe ningún tipo de presión para vender ni presión para comprar por parte de los hipotético compradores y vendedores”. Se configura el modelo de los precios de equilibrio en el mercado, donde este se fija por las fuerzas de la oferta y de la demanda en el mercado.

El concepto de Valor

De los párrafos anteriores se desprende que el valor tiene varias interpretaciones, pero desde la perspectiva del economista, a la cual en este caso debe sujetarse la técnica contable y financiera de valoración, el problema del valor viene a ser eminentemente subjetivo y en realidad lo que trata de medir es la utilidad o placer que derive un individuo de la posesión o uso de un bien, considerándose como un concepto psicológico difícil de cuantificar. Y la dificultad aumenta en la medida en que se considera que la empresa no experimenta placer. Un bien cualquiera debe generar beneficios monetarios para su dueño ya sea a través del proceso productivo o por la venta del mismo.

El valor no es otra cosa distinta que el grado de utilidad o aptitud de un bien para proporcionar bienestar, deleite o para satisfacer necesidades. En este sentido el valor de una empresa es el grado de utilidad que ésta proporciona a sus propietarios o accionistas. Este valor no es otra cosa que el valor de intercambio o de cambio. Y en este caso el valor de intercambio se puede determinar a través del precio de mercado.

Desde esta óptica encontramos que el valor trata de expresarse en términos de dinero, pero éste lo único que hace es facilitar la transacción de bienes y servicios, dando lugar al dilema entre valor, precio y costo, sin dejar de lado que el valor es diferente al precio y al costo de un bien.

El precio es el equivalente monetario del valor de equilibrio, esto es el valor al que en el momento de hacer una transacción se ponen de acuerdo el

oferente y demandante, que no es otra cosa que lo que se paga por un bien en el mercado.

El costo de un bien es la medida de la cuantía de recursos empleados para su producción. Cuanto más complejo sea ese bien, es más difícil determinar su costo, sobre todo si su proceso de elaboración se prolonga por un período de tiempo largo, ya que esto daría lugar a adicionar otros costos, que por el paso del tiempo, no son homogéneos.

Conclusión

El valor de los bienes y servicios se encuentra relacionado a dos elementos: La utilidad del bien para el usuario y el costo de obtener ese bien. Estos dos elementos se conjugan en el mercado a través de la oferta y la demanda, donde entra otro elemento muy importante que es la escasez. Entonces el valor de un bien está en función directa de tres variables que son la utilidad, el costo y la escasez. Y no debe tener otro propósito diferente a proporcionar bienestar y satisfacer la necesidad de quien lo percibe.

Para determinar el valor de la empresa se debe considerar el valor económico y el valor financiero, es decir combinar estos dos aspectos, teniendo presente que al momento de entrar en una negociación intervienen los intereses personales de los oferentes y demandantes para llegar a un precio justo que satisfaga sus necesidades.

Literatura Citada

- Adserá, B. Xavier. (2002) La Valoración de las Empresas de Nuevas Tecnologías. Trabajo de Investigación de Doctorado dirigido por Juan Mascareñas Pérez-Iñigo. Departamento de Economía Financiera III. Universidad Complutense de Madrid. España.
- Economistas neoclásicos: Alfred Marshall – Finanzas y Bolsa. (2010). Finanbolsa.com/2010/09/02.
- García, S. Oscar. (1999). Valoración de Empresas, Gerencia de Valor y EVA.
- Marx, Carl. (1958). El Capital. Crítica de la Economía Política. Vol. I Fondo de Cultura Económica, México. 3a Edición. Traducción de Weneslao Roces, 1999.
- Ricardo, David. (1955). Principios de Economía Política y Tributación. Fondo de Cultura Económica. Clásicos de Economía. Segunda Reimpresión 1997. (FCE Colombia)
- Smith, Adam. (1958). Investigación sobre la Naturaleza y Causas de la Riqueza de las Naciones. Fondo de Cultura Económica. México. Reimpresión 1979
- Triana, R. Laureano. (2010). Valoración de Empresas mediante el análisis de flujos de caja. Editorial

Uniautónoma. Universidad Autónoma del Caribe.
Barranquilla, Colombia.

Velez, P. Ignacio. (2002). Decisiones de Inversión:
Enfocado a la Valoración de Empresas. Centro
Editorial Javeriano. 3ª Edición. Bogotá, Colombia.

Velez, P. Ignacio. (2000). La creación de valor y su
medida: Un análisis crítico del EVA. Ponencia
presentada ante el Primer Congreso Nacional de
Profesores de de Costos y Contabilidad Directiva.
Bogotá, mayo 18 al 20 de 2000.