

LA VALORACIÓN DE UNA EMPRESA: UNA VISIÓN INTRODUCTORIA

Working Paper 11/2020

Nuria Domínguez Enfedaque

Licenciada en ADE (Universidad de Málaga) y Máster en Finanzas (Universidad de Groningen)

José M. Domínguez Martínez

Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Málaga

Resumen

El presente documento tiene como objeto ofrecer una visión introductoria a los distintos métodos aplicables para la valoración de una empresa en funcionamiento, en el marco de un programa de educación financiera para empresarios y emprendedores.

Palabras clave: Valoración de empresas; Educación financiera para empresarios.

Códigos JEL: G32; G53; M21.

1. INTRODUCCIÓN

Con un notable desfase respecto a los programas de corte generalista, las actuaciones de educación financiera orientadas a empresarios y emprendedores se vienen extendiendo en los últimos años, y se están consolidando como una de las vertientes imprescindibles en dicho ámbito. De hecho, la OCDE y el INFE han elaborado un marco de competencias básicas en materia financieras específico para los mencionados colectivos (OCDE, 2018).

Dentro de dicho cuadro de competencias, aunque comprendido en el bloque de la planificación más allá del corto plazo, la valoración de las empresas es una de las cuestiones que tiene un sitio reservado (Domínguez Martínez, 2020, pág. 5). Ofrecer una visión introductoria de los principales métodos que pueden utilizarse con tal propósito es el objeto del presente trabajo. Tras hacer alusión inicialmente a algunos de los aspectos metodológicos que se suscitan ante los intentos de llevar a cabo dicha valoración, en el apartado posterior se exponen, de manera simplificada, los distintos enfoques que pueden utilizarse.

2. EL PROBLEMA DE LA VALORACIÓN DE UNA EMPRESA EN FUNCIONAMIENTO: ASPECTOS METODOLÓGICOS

La tarea de llevar a cabo la valoración de una empresa conlleva per se un aspecto de algún modo estimable. Sólo tiene sentido emprenderla cuando la empresa tiene ya consolidado un cierto recorrido. Ahora bien, el propósito de obtener una valoración puede responder a una motivación positiva -la existencia de un interés manifiesto en su adquisición o integración en el marco de algún proyecto corporativo- o, por el contrario, negativa, si lo que está en juego es su liquidación y extinción.

Obtener una valoración exacta de una empresa en funcionamiento no es una labor sencilla. Las masas patrimoniales de una empresa están integradas por un conjunto heterogéneo de activos y pasivos, algunos de ellos intangibles, con distintos grados de liquidez y de exigibilidad. Por otro lado, no puede ignorarse que una valoración no es un proceso estático, en la medida en que la propia

dinámica empresarial y los factores del entorno pueden llevar a unas correcciones significativas una vez que se ha realizado una valoración a una fecha dada.

Asimismo, no puede desatenderse un aspecto sumamente relevante. A partir de la valoración de todas las partidas del activo y del pasivo podemos cuantificar el remanente disponible. Sin embargo, ese sería el resultado si el proceso pudiera materializarse sin que ninguna de tales rúbricas viese alterada su valoración en el momento de cerrar cada transacción. Pero eso es una cosa y otra, naturalmente, los precios efectivos que habría que afrontar si todas las transacciones tuviesen lugar de manera inmediata.

En otro orden de cosas, la valoración de una empresa puede verse condicionada por consideraciones estratégicas relacionadas con el posicionamiento en el mercado, el ejercicio del control en una operación de adquisición, las perspectivas del mercado, los cambios regulatorios, o la existencia de contingencias, entre otros aspectos.

Las expectativas de los beneficios generados a lo largo del tiempo juegan un papel clave en el proceso de valoración de un proyecto empresarial. En la medida en que las proyecciones de resultados se basan en meras estimaciones, condicionadas por un amplio elenco de factores, es necesario prestar mucha atención a los supuestos subyacentes y a la verosimilitud de las cifras obtenidas.

Por último, dado que toda valoración busca cuantificar un importe en el momento presente que depende de los flujos que se espera percibir a lo largo del tiempo, resulta crucial la elección de la tasa de descuento apropiada.

3. LA VALORACIÓN DE UNA EMPRESA: PRINCIPALES MÉTODOS

Existen numerosas alternativas para valorar una empresa. A continuación, se exponen los métodos más extendidos:

a) Valor contable:

Es el valor que se desprende del balance de la empresa. Se obtiene como la diferencia entre el total de activos y el total de pasivos. Si bien, como indican Brealey et al. (2010, pág. 179), “el valor contable es un número definido muy tranquilizador... el valor de los activos que aparecen en los balances de las empresas... puede que no sea un buen índice de la cantidad por la que la firma podría vender sus activos en la actualidad”.

Ejemplo: Según el balance de XYZ, S. A., a 31-12-2019, el importe de los activos asciende a 10 millones de euros, y el de los pasivos, a 8 millones de euros. La diferencia entre ambas masas, el patrimonio neto, de 2 millones de euros, representa el valor contable del capital propio de la empresa. Si la sociedad tiene emitidas 1 millón de acciones, el valor teórico contable de una acción será igual a: $2.000.000/1.000.000 = 2$ euros.

b) Capitalización de mercado:

Circunscrito a aquellas compañías que coticen en un mercado bursátil, es, con diferencia, el método más simple. El valor de una sociedad viene dado directamente por el de su capitalización bursátil, es decir, por el resultado de multiplicar el precio de una acción a una fecha dada (o el promedio en un período) por el número de acciones en circulación. Ni que decir tiene que en este caso es especialmente aplicable la cautela expresada anteriormente. Así, si la acción de una sociedad cotiza a 10 euros, y tiene 100 millones de acciones, su valor de capitalización bursátil será de 1.000 millones de euros. No es difícil suponer que el valor efectivo que se obtendría, si todas las acciones se pusieran simultáneamente a la venta, sería muy inferior.

Ahora bien, si alguien desea adquirir una compañía, el valor de capitalización bursátil es probablemente una mejor guía para el precio que deba ser pagado que otras variables como el total de activos o la cifra total de capital en el balance. Dado que, si se desea adquirir una compañía, cabe

esperar un aumento de su precio a medida que se realizan las compras, la cifra de la capitalización ofrece una referencia del precio mínimo probable¹.

La ratio del precio de mercado respecto al valor en libros (*price-to-book ratio*) permite comparar el valor de cotización de una acción respecto a su valor contable.

Ejemplo: Las acciones de la sociedad XYZ cotizan en Bolsa a un precio de 1,7 euros. La ratio precio/valor en libros será igual a: $1,7/2 = 0,85$. Las acciones están cotizando a un 15% por debajo de su valor contable.

En este apartado puede oportuno recordar, como apuntaba The Economist (2001), que, en un nivel básico, la respuesta a la pregunta de cuánto vale una acción es bastante simple: “lo que se puede obtener en su venta”.

c) Modelo del descuento de dividendos:

La valoración de una sociedad puede hacerse aplicando el enfoque estándar para la evaluación de un proyecto de inversión. El criterio general consiste en confrontar los beneficios netos a percibir a lo largo del tiempo con el coste inicial en el que se incurre. Dado que las entradas y salidas se producen en distintos momentos, a fin de homogeneizarlos en términos financieros es preciso descontar todos los importes mediante una tasa de descuento que refleje tanto el coste de oportunidad en una alternativa de inversión segura como el riesgo por emprender la inversión considerada.

Este enfoque puede aplicarse al caso de una inversión en acciones de una sociedad. El inversor incurre en el desembolso inicial del precio de las acciones y, posteriormente, espera percibir dividendos anuales y, eventualmente, obtener el precio cuando decida venderlas en el mercado. Este enfoque se basa en el cómputo de los flujos de caja, con lo que el aumento del valor de las acciones derivado de las cantidades asignadas a reservas no tiene ningún efecto práctico en tanto no se proceda a la venta de las acciones. En tal sentido, lo pertinente es reflejar el importe de los dividendos esperados a lo largo de un determinado período y añadir el importe del valor que espera que tengan las acciones al término del período de tenencia².

Así, el valor presente (VP), en el año 0, de una acción (P_0) podemos expresarlo de la siguiente manera, siendo Div_i el importe del dividendo (neto de impuesto sobre sociedades -IS-) en cada ejercicio, y P_n , el precio de la acción en el momento de su venta. A su vez, r es la tasa de descuento utilizada³:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{Div_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad [1]$$

Evidentemente, para poder aplicar este método es preciso conocer la información relevante: a) cómo va a evolucionar el importe de los dividendos; b) cuál será el precio de venta de la acción al final del período de tenencia; c) cuál es la duración del período de tenencia; y d) cuál es la tasa de descuento aplicable.

Ejemplo: El precio unitario actual de las acciones de la compañía EduTech es de 55 euros. Se prevé que al cabo de un año den un dividendo unitario de 2 euros y que su precio se sitúe en 60 euros. La rentabilidad esperada de una acción sería igual a: $\frac{2+(60-55)}{55} = \frac{7}{55} = 0,127 = 12,7\%$. Esta tasa de rentabilidad proviene de la aportada por los dividendos ($2/55 = 3,6\%$) y de la revalorización del título ($5/55 = 9,1\%$).

¹ Vid. Vause (2009, pág. 242).

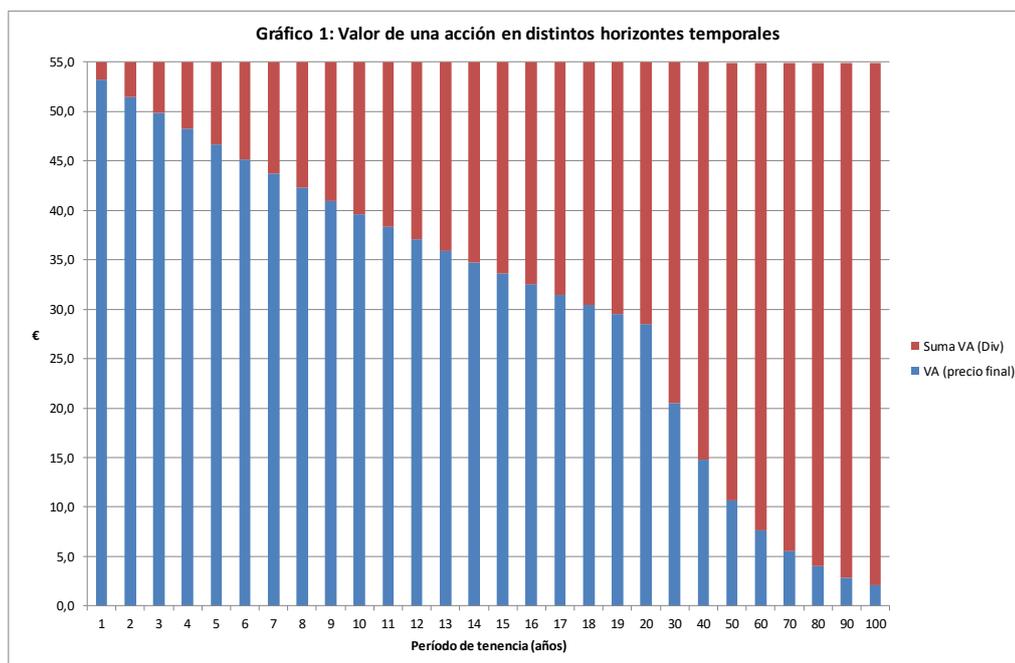
² Este cómputo nos llevaría al cálculo de la medida del rendimiento total del accionista. Como indica Monnery (2007, pág. 167), “esta medida representa la tasa de rendimiento de tres cash flow relacionados con una participación: su compra original (salida de caja); el flujo de dividendos que recibe el inversor (cobro), y su venta al final del período de tenencia (cobro)”.

³ Existe amplia evidencia en el sentido de que los cambios en las tasas de descuento utilizadas explican gran parte de las oscilaciones de los precios de las acciones en el mercado. Vid. Davies (2020).

Si consideramos que se espera que, a lo largo del tiempo, tanto el importe de los dividendos como el del precio de la acción crezcan anualmente a una tasa acumulativa del 9,1%, y que el coste del capital es del 12,7%, como tasa de rendimiento exigida por los inversores (tasa de descuento), se llega a un interesante resultado. El valor actual de una acción se mantiene inalterado para cualquier horizonte temporal⁴. La obtención de ese valor constante es el resultado de dos efectos contrapuestos: a medida que aumenta el período de tenencia, se acumula una mayor suma de dividendos, mientras que el precio final, si bien va aumentando en términos nominales, va disminuyendo en términos de valor presente al utilizarse una tasa de descuento superior a la de variación anual (cuadro 1 y gráfico 1).

Cuadro 1: Valor de una acción en distintos horizontes temporales						
Año	Dividendos	VA (Div)	Precio	VA (precio final)	Suma VA (Div)	VA acción
1	2,0	1,8	60,0	53,2	1,8	55,0
2	2,2	1,7	65,5	51,5	3,5	55,0
3	2,4	1,7	71,4	49,8	5,2	55,0
4	2,6	1,6	77,9	48,2	6,8	55,0
5	2,8	1,6	85,0	46,7	8,3	55,0
6	3,1	1,5	92,7	45,2	9,8	55,0
7	3,4	1,5	101,1	43,7	11,3	55,0
8	3,7	1,4	110,3	42,3	12,7	55,0
9	4,0	1,4	120,3	40,9	14,1	55,0
10	4,4	1,3	131,3	39,6	15,4	55,0
11	4,8	1,3	143,2	38,3	16,7	55,0
12	5,2	1,2	156,2	37,1	17,9	55,0
13	5,7	1,2	170,4	35,9	19,1	55,0
14	6,2	1,2	185,9	34,7	20,2	55,0
15	6,8	1,1	202,8	33,6	21,4	55,0
16	7,4	1,1	221,3	32,5	22,4	55,0
17	8,0	1,0	241,4	31,5	23,5	55,0
18	8,8	1,0	263,3	30,5	24,5	55,0
19	9,6	1,0	287,3	29,5	25,5	55,0
20	10,4	1,0	313,4	28,5	26,4	55,0
30	24,9	0,7	748,0	20,5	34,4	55,0
40	59,5	0,5	1785,5	14,8	40,2	55,0
50	142,1	0,4	4262,0	10,7	44,3	55,0
60	339,1	0,3	10173,3	7,7	47,3	55,0
70	809,5	0,2	24283,6	5,5	49,4	55,0
80	1932,1	0,1	57964,4	4,0	51,0	55,0
90	4612,0	0,1	138360,2	2,9	52,1	55,0
100	11008,8	0,1	330263,4	2,1	52,9	55,0

⁴ Vid. Brealey et al. (2010, págs. 184-185).



Cabe igualmente la posibilidad de aplicar el enfoque considerando que las acciones se mantienen de forma indefinida, con lo que nos encontraríamos, a efectos analíticos, con una corriente permanente de dividendos percibidos.

En este caso, bajo el supuesto simplificador de que la cuantía de los dividendos se mantiene constante a lo largo del tiempo⁵, el valor actual de la acción vendría dado por:

$$P_0 = \frac{Div_1}{r} \quad [2]$$

Así, si una acción da un dividendo constante de 2 euros anuales, con una tasa de descuento del 12,7%, tendrá un valor actual de: $2/0,127 = 15,7$ euros. Ahora bien, esta expresión es aplicable para períodos de tenencia muy amplios, cuando el importe del precio disminuye muy apreciablemente en términos de valor presente.

En el supuesto de que los dividendos crezcan anualmente a una tasa g , para una tasa de descuento r ($g < r$), tendremos que⁶:

$$P_0 = \frac{Div_1}{r-g} \quad [3]$$

Continuando con el ejemplo anterior, en el supuesto de que los dividendos crezcan a una tasa anual del 9,1%, el valor de la acción sería igual a: $2/(0,127 - 0,091) = 2/0,036 = 55,6$ euros.

El método expuesto adolece de dos limitaciones fundamentales. De entrada, se sustenta en la estimación de una corriente de dividendos, sujetos a una gran incertidumbre, puesto que su cuantía depende una amplia serie de factores⁷: beneficios efectivos, tipo del impuesto sobre sociedades, distribución del excedente entre reservas y dividendos, y número de acciones existentes, básicamente. Sin embargo, los beneficios futuros dependerán de los gastos de intereses, que, a su vez, dependerán del nivel de endeudamiento, en tanto que el número de acciones y la ratio de *pay-out* dependerán de si la sociedad utiliza parte de los beneficios para recomprar acciones.

⁵ Esto implica considerar que todo el beneficio se reparte como dividendos, sin ninguna acumulación de reservas.

⁶ Vid. Brealey et al. (2010, pag. 186), y Fürst y Mehumad (2007, pág. 102).

⁷ The Economist (2001) apunta la incertidumbre relativa a la cuantía de los dividendos y a la concerniente a la tasa de descuento apropiada.

La otra limitación se da respecto al caso de sociedades que no reparten dividendos, lo que lleva a buscar otros métodos (Bert et al. 2012, pág. 199).

En el cuadro 2, a título ilustrativo, aplicando el enfoque estándar de una inversión en la que hay solo dos flujos, uno inicial de salida y otro final de entrada, se refleja el valor actual de una acción bajo la hipótesis de que la sociedad capitaliza todos los beneficios anuales, los cuales crecen a una tasa anual del 20% (g) y están sometidos a un IS con un tipo de gravamen del 30%. Se consideran tres tasas de descuento diferentes (inferior, igual o superior a g). En este caso, la venta de los títulos es la única vía de obtención de rentabilidad para los accionistas. En el ejemplo se parte de un valor teórico contable de 10 euros por acción.

Cuadro 2: Valor actual de acciones según distintos perfiles temporales y tasas de descuento

	$g = 14\%$	$r = 10\%$	$r = 14\%$	$r = 18\%$
Año	VTC	VA (VTC)	VA (VTC)	VA (VTC)
0	10,0			
1	11,4	10,4	10,0	9,7
2	13,0	10,7	10,0	9,3
3	14,8	11,1	10,0	9,0
4	16,9	11,5	10,0	8,7
5	19,3	12,0	10,0	8,4
6	21,9	12,4	10,0	8,1
7	25,0	12,8	10,0	7,9
8	28,5	13,3	10,0	7,6
9	32,5	13,8	10,0	7,3
10	37,1	14,3	10,0	7,1
20	137,4	20,4	10,0	5,0
30	509,5	29,2	10,0	3,6
40	1888,8	41,7	10,0	2,5
50	7002,3	59,6	10,0	1,8
60	25959,2	85,3	10,0	1,3
70	96236,4	121,9	10,0	0,9
80	356769,8	174,2	10,0	0,6
90	1322624,7	248,9	10,0	0,4
100	4903262,4	355,8	10,0	0,3

d) Modelo del flujo de caja libre descontado:

El modelo del flujo de caja libre descontado permite eludir algunas de las dificultades inherentes al modelo del dividendo descontado. Aquel modelo se centra en los flujos de caja de todos los inversores de la compañía, tanto tenedores de títulos de deuda como de capital.

El método parte de determinar el valor total de la empresa para todos los inversores de deuda y de capital. El concepto de valor empresarial (VE) de la sociedad es clave⁸. Viene dado por:

$$VE = \text{Valor de mercado de las acciones} + \text{Deuda} - \text{Efectivo en caja} - \text{Títulos comercializables.} \quad [4]$$

Puede interpretarse como el coste neto de adquirir todas las acciones de una sociedad, cancelar la deuda y obtener el efectivo en caja y los títulos líquidos.

El valor empresarial de una sociedad se estima a partir del valor presente del flujo de caja libre (FCL) del que la sociedad dispone para retribuir a todos sus inversores, tanto de deuda como de capital.

$$FCL = [\text{EBIT} \times (1 - t_s)] + \text{Depreciación} - \text{Gastos de capital} - \text{Incrementos en el fondo de maniobra,} \quad [5]$$

⁸ Vid. Bert et al., (2012, págs. 31 y 284-285).

donde EBIT es el beneficio antes de intereses e impuestos, y t_s , el tipo de gravamen del IS⁹.

Más concretamente, el valor de la empresa se computa a partir del siguiente cálculo: suma de los valores presentes de los FCL de un período inicial dado (por ejemplo, 5 años), más el valor presente del valor en continuidad (estimado a partir, en el ejemplo, del año 6 en adelante)¹⁰.

Como tasa de descuento se utiliza el coste de capital medio ponderado, que refleja el riesgo combinado de capital y deuda de la empresa.

e) Método de valoración según comparables:

Con este método, el valor de una empresa se estima a partir del valor de otra comparable, que se espera que genere flujos de caja comparables en el futuro¹¹. Cuando se trata de empresas con diferencias de escala, se efectúan ajustes mediante el uso de múltiplos de valoración. Así, el valor se obtiene mediante la aplicación de un factor (el “múltiplo”) a algún indicador, representativo del volumen de negocio, de los resultados, o del patrimonio, que se considere que guarda una estrecha relación con el valor de la unidad empresarial¹².

El enfoque de la comparación de ratios se basa en el supuesto de que el precio de una nueva inversión debe responder a la misma ratio del precio respecto a algunas variables relevantes en las inversiones existentes con una ratio observable. Entre dichas variables suelen utilizarse las siguientes: beneficios, ingresos por ventas, número de suscriptores, líneas de publicidad, visitantes a una página web, o el flujo de caja¹³.

Basar la valoración de una empresa en la aplicación de un múltiplo sobre un indicador seleccionado requiere de la realización de un minucioso análisis empírico con suficiente cobertura tanto temporal como de entidades representativas que permita situarnos dentro de unos márgenes consistentes. Una vez obtenida la valoración resultante, ésta debe ser objeto de ajuste a fin de reflejar la incidencia de circunstancias específicas (liquidez, riesgos, contingencias, sinergias, etc.)¹⁴.

En el caso de las sociedades cotizadas, la ratio PER (*price-to-earnings ratio*) es utilizada para calibrar la cuantía del precio a pagar por una acción en el mercado en comparación con el beneficio que se espera obtener por cada acción¹⁵. Puede interpretarse como el número de años que va a tardar un inversor en recuperar su inversión (suponiendo que la cifra de beneficios se mantiene en el tiempo)¹⁶.

Ejemplo: El precio actual de una acción es de 20 euros, y en el último año la compañía tuvo un beneficio (después de impuesto) de 4 euros por acción. La ratio PER es igual a: $20/4 = 5$, lo que viene a significar que harían falta 5 años para recuperar el precio de la acción de 20 euros tomando

⁹ O'Brien (2007, págs. 174-175) hace referencia al flujo de caja disponible como: EBIT + Depreciación – Incremento del fondo de maniobra – Intereses – Dividendos – Impuestos – Inversión. Un ejemplo del cálculo del flujo de caja puede verse en Edufinet (2016, págs. 316-317).

¹⁰ Vid. Brealey et al. (2010, págs. 326-327).

¹¹ Vid. Bert et al., 2012, págs. 288-289.

¹² Una exposición de los principales indicadores económicos y financieros puede verse en Edufinet (2016). En relación con el EBITDA, Domínguez Martínez (2019).

¹³ Vid. Hiller, Grinblatt y Titman (2012, págs. 414-415).

¹⁴ The Economist (2016) efectúa una crítica contundente de los métodos basados en los múltiplos: “El análisis de las compañías era antediluviano... El valor de una firma se estimaba aplicando sobre sus beneficios o sobre su valor en libros un múltiplo, cuyo valor se decidía mejor después de un almuerzo de tres Martinis”.

¹⁵ Vid. Edufinet (2018, págs. 236-237).

¹⁶ La utilización implícita de esta hipótesis es así una debilidad intrínseca este indicador, toda vez que no exista ninguna garantía de que se cumpla dicha expectativa.

como referencia el beneficio considerado¹⁷. El múltiplo del beneficio es en este caso de 5 o, lo que es lo mismo, la compañía está cotizando a 5 veces su beneficio.

La ratio PER, además de servir para obtener la valoración de una sociedad, ofrece un indicio de posibles oportunidades inversión en empresas que estén cotizando a un precio relativamente bajo en comparación con sus beneficios. Sin embargo, no debe verse como una regla mecánica, toda vez que el nivel de la cotización puede responder a otros factores o a expectativas de carácter negativo¹⁸.

A partir de conocer la cuantía del beneficio por acción de una sociedad, se puede estimar el precio de la acción si se considera adecuada la ratio de PER de empresas comparables.

Ejemplo: Una empresa no cotizada presenta una cifra de 10 euros de beneficio por acción. Si la ratio PER representativa del sector en el que opera la empresa es igual a 12, el valor estimado de la acción de dicha empresa será igual a: $10 \times 12 = 120$ euros.

f) Criterios aplicados por la normativa fiscal:

Por último, puede ser interesante hacer referencia a los criterios utilizados por la normativa fiscal española para la valoración de valores no negociados en mercados organizados representativos de la participación en fondos propios. En el caso de que el balance de la sociedad no haya sido auditado o de que el informe de auditoría no resultase favorable, la valoración se realizará por el mayor valor de los tres siguientes¹⁹: a) el valor nominal; b) el valor teórico resultante del último balance aprobado; c) el valor resultante de capitalizar al tipo del 20% el promedio de los beneficios de los tres ejercicios sociales cerrados con anterioridad a la fecha de devengo del impuesto²⁰.

¹⁷ Otro rasgo significativo en la utilización de la ratio PER es que se prescinde totalmente de la consideración del interés correspondiente al dinero aportado.

¹⁸ La evolución de algunos mercados bursátiles tras el surgimiento de la crisis del coronavirus ha puesto de relieve que las expectativas de los inversores minoristas pueden ser bastante diferentes de las mantenidas por los especialistas en mercados financieros. Vid. El-Erian (2020).

¹⁹ Ley 19/1991, del Impuesto sobre el Patrimonio (artículo 16).

²⁰ Capitalizar al tipo del 20% significa dividir la cifra de beneficios por 0,2, o, lo que es lo mismo, multiplicarla por 5.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Berk, J.; DeMarzo, P., y Harford, J. (2012): “Fundamentals of corporate finance”, Pearson.
- Brealey, R. A.; Myers, S. C.; Marcus, A. J., y Mateos-Aparicio, P. (2010): “Finanzas corporativas”, UNED, McGraw-Hill.
- Davies, G. (2020): “The anatomy of a very brief bear market”, Financial Times, 2 de agosto.
- Domínguez Martínez, J. M. (2019): “La definición de EBITDA: ¿cuál es la definición más adecuada?”, EdufiBlog, 5 de junio.
- Domínguez Martínez, J. M. (2020): “La cultura financiera de empresarios y emprendedores según la metodología de la OCDE: la adopción de un enfoque didáctico comprensivo”, Ensayos y Notas, nº 6/2020, EdufiAcademics.
- Edufinet (2016): “Guía para empresarios y emprendedores”, 2ª ed., Thomson Reuters Aranzadi.
- Edufinet (2018): “Guía financiera”, 6ª ed., Thomson Reuters Aranzadi.
- El-Erian, M. (2020): “Retail stock investors should note professionals’ caution”, Financial Times, 1 de septiembre.
- Fürst, O., y Mehumad, N. (2007): “Evaluación de empresas viejas y nuevas”, en J. Pickford, “Máster en inversiones”, Ediciones Deusto.
- Hillier, D.; Grinblatt, y Tirman, S. (2012): “Financial markets and corporate strategy”, McGraw-Hill.
- Monnery, N. (2007): “Motivaciones para gestionar el valor”, en Financial Times, en asociación con The London Business School, The University of Chicago y The Wharton School of the University of Pennsylvania, “Máster en Finanzas”, Ediciones Deusto.
- O’Brien, P. (2007): “Cash flow versus beneficios”, en Financial Times, en asociación con The London Business School, The University of Chicago y The Wharton School of the University of Pennsylvania, “Máster en Finanzas”, Ediciones Deusto.
- OCDE (2018): “OECD/INFE core competencies framework on financial literacy for MSMEs”.
- The Economist (2001): “Valuation waltz”, 5 de mayo.
- The Economist (2016): “Shareholder value. The enduring power of the biggest idea in business”, 31 de mayo.
- Vause, B. (2009): “Guide to analysing companies”, The Economist.