

# LA VALORACIÓN DE EMPRESAS EN MÉXICO, UNA PROPUESTA DE ESTUDIO

Dr. Alfonso A. Rojo Ramírez (Universidad de Almería, España)  
Dr. Domingo García Pérez de Lema (Universidad Politécnica de Cartagena, España)  
Mtra. Suly Sendy Pérez Castañeda (Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo, México)  
Mtra. Dorie Cruz Ramírez (Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo, México)

## RESUMEN

En la actualidad existe un importante desarrollo profesional que demanda información sobre la aplicación práctica de los fundamentos metodológicos de la valoración de empresas y los procesos específicos que se dan en circunstancias concretas como es el caso de las pequeñas y medianas empresas, así como en la empresa familiar. Surge por tanto la necesidad de profundizar en el conocimiento de cuál es la forma de actuar del experto cuando aborda la valoración de la empresa.

En los últimos años existe un creciente interés por la valoración de empresas. Diferentes circunstancias avalan esta opinión: la gran actividad de fusiones y adquisiciones dentro del ámbito de los países de la OCDE; la importancia de las Pymes en este proceso de valoración, no sólo el importante número de ellas, sino que la mayor profesionalización de las mismas y las facilidades tecnológicas contribuyen a facilitar estos procesos; finalmente, la incorporación del concepto de creación de valor a la gestión de los negocios refuerza la importancia de la valoración de empresas y coadyuva a su desarrollo e implantación.

Por lo que el presente trabajo presenta una propuesta de estudio respecto a la valoración de empresas en el contexto mexicano, a partir de una experiencia española.

## INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha incrementado el interés por la valoración de empresas. Esta opinión se sustenta en varias circunstancias. Por un lado, los datos sobre fusiones y adquisiciones dentro del ámbito de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, 2004) revelan una gran actividad de las operaciones de compra-venta internacionales (inversiones directas). Por otra parte, no se puede dejar de lado la importancia de las pequeñas y medianas empresas (pymes) en este proceso de valoración, no sólo el importante número de ellas que hace suponer la existencia de continuas valoraciones, sino que la mayor profesionalización de las mismas y las facilidades tecnológicas contribuyen a facilitar estos procesos. Finalmente, la incorporación del concepto de creación de valor a la gestión de los negocios refuerza la importancia de la valoración de empresas y coadyuva a su desarrollo e implantación.

En España, al igual que en el resto de los países de nuestro entorno, existe un gran desconocimiento de la realidad de las valoraciones empresariales, tanto de los profesionales que ejercen esta actividad, como de la forma en que estos llevan a cabo su labor, así como de la cantidad y calidad de la información que manejan. A ello

contribuye la práctica inexistencia de asociaciones profesionales específicas que agrupen a los sujetos que hacen de esta actividad su sustento principal.

La valoración en España se realiza por muy diversos sujetos (auditores, asesores, ingenieros, etc), al igual que suele ocurrir en la mayor parte de los países desarrollados, sin que exista una profesión de valorador de empresas que garantice una formación adecuada en este campo. El único desarrollo asociacional ha tenido lugar entre los tasadores (Asociación Profesional de Sociedad de Valoración - ATASA) que tratan el desarrollo de su profesión y el establecimiento de criterios y de procedimientos para la aplicación por parte de sus miembros.

La investigación empírica sobre valoración de empresas es escasa y muy heterogénea. No existen apenas trabajos que nos ayuden a conocer mejor qué está ocurriendo a la hora de valorar una empresa. En España, Anson (1995) realiza un estudio orientado a analizar la utilidad de la información contable en el proceso de valoración y a conocer que métodos de valoración se utilizan. Su análisis se limita a una muestra muy específica como son los auditores censores de cuentas. En USA, aunque existe una mayor tradición en la elaboración de encuestas a grandes empresas en relación con la utilización de tasas de actualización y la medida del coste de capital (Porteba & Summers, 1995; Bruner et. al., 1998), no existen muchos estudios específicos relacionados con estas cuestiones para la valoración de empresas. Con este especial propósito observamos trabajos como el de Dukes; Bowling & Ma (1996), cuya finalidad es comprobar si las técnicas de valoración descritas en la literatura financiera son seguidas en la práctica de la valoración en el caso de empresas no cotizadas. Santos; Lou & Fisher (2002) realizan un trabajo similar para el caso de Portugal. Y Bruner et. al. (1998) constatan la utilización mayoritaria del método de descuento de tesorería y el coste de capital en la valoración, así como su forma predominante de estimación, utilizando el CAPM (Capital Asset Pricing Model o modelo de valoración del precio de los activos financieros)

Los objetivos de este trabajo, en el contexto de México, son: (1) conocer si las técnicas que se describen en la literatura sobre valoración de empresas son seguidas por los profesionales españoles; (2) analizar los aspectos más relevantes del método de actualización de flujos de tesorería, en especial, lo referente a la tasa de actualización, los flujos libres de tesorería y el valor residual y (3) si existen divergencias en la actuación del valorador según su ámbito de trabajo o grado de experiencia (4) si existen comportamientos diferenciales por parte del valorador para el caso de Pymes y empresas familiares.

El resto del trabajo se ha organizado en las siguientes partes. En primer lugar, se efectúa una revisión de los modelos más tratados en la literatura sobre valoración de empresas. A continuación, se explica la metodología seguida para el desarrollo del estudio empírico para el caso de México, finalizando con unas conclusiones del caso español y sugerencias de futuro.

## **1. REVISIÓN DE LA LITERATURA SOBRE VALORACIÓN**

### **1.1. Los modelos y métodos de valoración de empresas**

La literatura más aceptada hoy día revela que existen dos modelos valorativos principales para afrontar la valoración de un negocio o empresa: el valor basado en coste (VeC) y el valor basado en renta o de utilidad (VeR). El primero indica que el *valor económico* es el resultado de agregar, a valor actual o presente, el conjunto de activos a disposición de la empresa (capital invertido). Como señala Hall (2003) consiste en estimar el valor justo de los activos y obligaciones de la empresa. El segundo nos dice que el *valor económico* de la empresa es el resultado de actualizar las rentas esperadas en el futuro a partir del conjunto de activos a disposición de la empresa (capital invertido).

Como el valor es requerido, muy a menudo, por los agentes económicos para transaccionar con él (por ejemplo en una fusión), se suele utilizar el *valor financiero* (frente al económico) para operar en el mercado, lo que requiere, como se verá más adelante, que se reste del valor económico, la deuda (procedimiento indirecto de cálculo).

Los dos modelos valorativos han derivado en submodelos para tratar de dar respuesta a diversos problemas a ellos inherentes.

Así, el modelo VeC ha planteado tradicionalmente dos problemas:

1. La base de información contable que sirve de punto de partida para la identificación y valoración de los activos, por tratarse de una base heterogénea de valores (contables históricos);
2. La existencia de valores no recogidos en los datos contables (los intangibles o fondo de comercio).

La solución a dichos problemas ha supuesto, en la práctica, la necesidad de actualizar dichos valores mediante diversos sistemas (valores indizados; de reposición; de peritaje; etc), dando así respuesta al primero de los problemas. El segundo, relativo a los intangibles, mientras que se realizan importantes esfuerzos de investigación, se aborda hoy día de dos formas diferentes:

1. Dada la dificultad y falta de unanimidad para su valoración, dando de lado a este modelo para acogerse al VeR, por considerar que las rentas futuras si recogen el efecto de los intangibles.
2. Tratando de calcular el valor de este tipo de activos para agregarlo a los activos físicos, dando lugar así a un modelo mixto que ha alcanzado gran divulgación en los últimos años a partir del trabajo de Ohlson (1995) bajo el nombre de Residual Income Method (RIM).

El modelo VeR es en la actualidad el modelo por excelencia, cuando se consideran como flujos de renta los flujos de tesorería (FT) esperados y, esencialmente, establece que el valor de un negocio o empresa es el valor presente de los FT esperados del mismo. El soporte empírico de este método de valoración se puede encontrar en Kaplan & Ruback (1995), quienes demostraron que permite ofrecer valores aproximados a los de mercado. No obstante, el modelo presenta algunos problemas que ya son tradicionales:

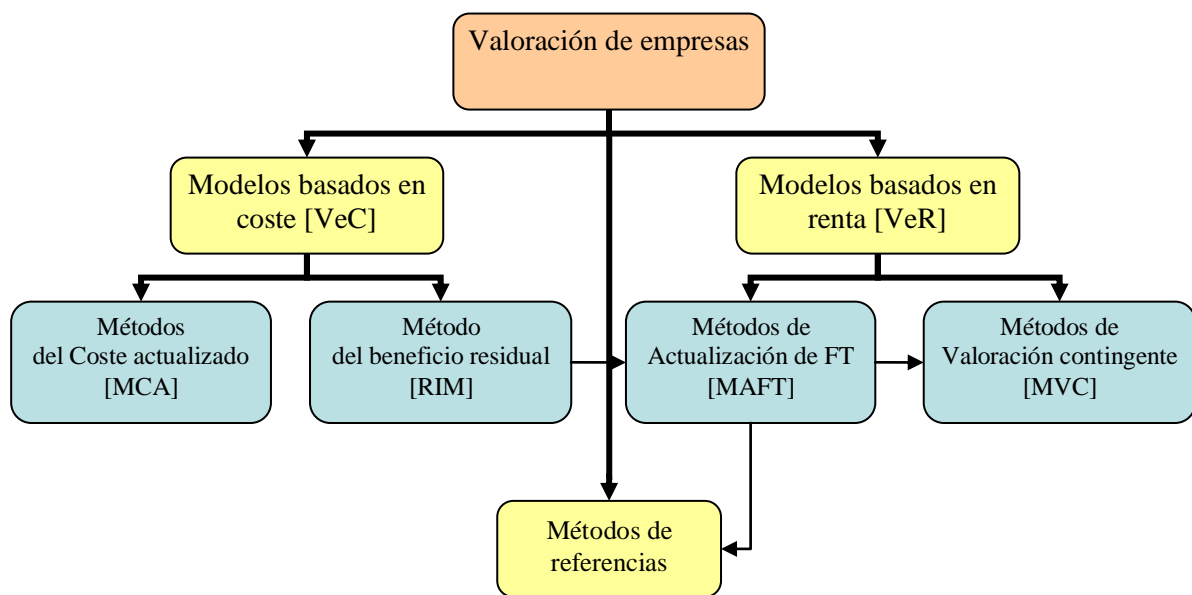
1. la subjetividad inherente a los cálculos de las estimaciones que hay que realizar sobre el comportamiento de la empresa y el entorno;
2. la penalización del modelo a aquellas empresas que toman decisiones arriesgadas.

La solución a estos problemas es compleja y se puede decir que, la primera de las cuestiones, está siendo mejorada a través de sistemas de información y planificación más sofisticados y soportados en la tecnología, así como a la disponibilidad de mejores bases de datos. En cualquier caso, dicha subjetividad y la existencia de bases de datos mejoradas ha soportado la utilización de modelos de valoración que toman como referencia otras empresas comparables, lo que se suele denominar como valoración relativa (Damodaran, 2002; 11) o basada en múltiplos.

El segundo de los problemas tiene que ver con la elevación que experimenta la tasa de actualización utilizada por el modelo para actualizar los FT que, al recogerse el riesgo en ella, se eleva con la incertidumbre del proyecto. Hoy, sin embargo, se han desarrollado los modelos de valoración contingente, más conocidos como valoración mediante opciones reales (Amram & Kulatilaka, 2000) que, esencialmente, sugieren que el valor puede verse incrementado ante determinadas opciones que se le presentan a la gerencia de la empresa, ya que *“la decisión de invertir puede ser alterada fuertemente por el grado de irreversibilidad, la incertidumbre asociada y el margen de maniobra del decisor”* (Mascareñas et. al. 2003; 11).

El resultado del seguimiento de estos dos modelos de valoración es el esquema que se muestra en la figura 1: cuatro métodos valorativos, tres de los cuales se sustentan en la teoría de la inversión (RIM, MAFT, MVC) siendo el método principal el de actualización de flujos de tesorería, cuyos fundamentos e hipótesis quedan recogidas en Rojo y García (2003; 7). A su vez, los fundamentos del MAFT sirven como referencia para los métodos de referencias. Los métodos sustentados en el coste quedan como residuales para la valoración de determinados tipos de empresas o para empresas en situaciones especiales, aunque han cobrado en los últimos años cierto impulso con el modelo RIM, que conjuga en VeC y el VeR. En lo que sigue nos referiremos exclusivamente al MAFT.

***Figura 1.- Modelos y métodos de valoración de empresas***



Fuente: elaboración propia.

## 1.2. Aproximaciones al valor de la empresa por actualización de FT.

La literatura distingue dos conceptos de valor (Rojo y García, 2003; 8) (Figura 2): el *valor económico* de la empresa (VEE o valor global, VG) y el *valor financiero* o del propietario (VFE o simplemente valor de la empresa, VE).

La utilización de uno u otro valor persiguen objetivos diferentes. Mientras el VG se utiliza principalmente como instrumento de gestión, por ejemplo, para analizar la creación de valor asociada al desarrollo de una actividad concreta (Rojo, Cano y Ramírez, 2003), el VE es un valor de mercado y está orientado a determinar lo que vale la empresa para los propietarios, en vista a una posible transacción o al conocimiento de la riqueza de éstos.

Hoy día es más común la utilización del VE, lo que tiene dos justificaciones. Por un lado, el arraigado concepto de propiedad, que sugiere el conocimiento del valor del negocio o empresa para el (los) propietario (s). Por otro, el todavía reducido número de empresas, especialmente pequeñas y medianas, que han desarrollado el concepto de valor para la gestión. Es por ello que la mayor parte de las valoraciones están orientadas al conocimiento del VE.

Para determinar el VE pueden utilizarse dos aproximaciones:

- a) Un *procedimiento directo*, en el que el VE es el valor presente de los FT pertenecientes a los propietarios (FLTP), actualizados utilizando la tasa de coste de dichos recursos ( $k_e$ ).
- b) Un *procedimiento indirecto*, en el que VE se obtiene restando de VG, el valor actual de la deuda. El VG se entiende como el valor presente de los FT

económicos generados por la empresa (FLTE), actualizados utilizando la tasa de coste medio ponderado del capital ( $k_0$ ).

### **1.3. Los problemas asociados a la valoración por actualización de FT.**

La valoración por actualización de FT depende, principalmente, de dos componentes: los FLT estimados y la tasa de actualización. Asimismo, en la práctica, el valor residual plantea cuestiones de cálculo por el importante peso que representa en el valor final.

Tal como señalan Dukes, Bowlin & Ma, (1996; 422), existe muy poca literatura que se ocupe de los problemas asociados con la estimación de los FLT, lo que no ocurre en relación con la tasa de actualización, donde encontramos numerosos estudios desde muy diferentes puntos de vista y con objetivos también diferentes. El tratamiento del valor residual se ha abordado en el contexto de otros cálculos, por ejemplo, para poder analizar la equivalencia entre métodos (Penman, 1997; Courteau et. al. 2001).

#### **1.3.1. La estimación de los FLT.**

Respecto de la estimación de los FT se plantean dos cuestiones básicas poco tratadas:

- a) Cómo calcularlos.
- b) La asunción del riesgo inherente al futuro al que se refieren.

En relación con la primera de las cuestiones, si bien es cierto que existe una abundante literatura sobre la predicción de los futuros flujos de tesorería, esta se desarrolla en el contexto de la utilidad de los datos contables para el usuario de la información y la necesidad de armonización internacional.

Autores como Ball, Kothari & Robin (2000) han puesto de manifiesto que la diferente normativa y regulación influye sobre la predicción de los FT. Y otros autores (Wilson, 1986; Bernad & Stober, 1989; Sloan, 1996) ponen de manifiesto la importancia que la predicción puede tener sobre la valoración de empresas.

Lo cierto es que, a pesar de los esfuerzos realizados, no existen trabajos sobre cómo se ha de proceder para su cálculo.

En general, se reconoce la existencia de dos procedimientos de cálculo de los FT: directo e indirecto. El primero supondría su estimación directamente a partir de los datos contables. Domargen (1991), Cañas Camacho (1996) y Pires y Martins (1996) proponen una contabilidad integrada que permita el cálculo directo del “excedente de tesorería de la explotación”. Sin embargo, en el caso de valoración de empresas, el proceso de estimación de los FT históricos no supone ninguna ventaja particular, ya que lo que se precisa para esta labor son FT futuros.

En este sentido, los únicos trabajos orientados en alguna medida a la estimación de los FT son aquellos que han analizado la capacidad predictiva de la información contable y, en particular, los que analizan la desagregación del resultado entre flujos de

caja y ajustes por devengo (Gabás y Apellaniz, 1994; Sloan, 1996, Giner y Sancho, 1996).

Es por ello que, en la práctica (Rojo, 1997; 1020), las empresas suelen utilizar un procedimiento indirecto de cálculo a partir del resultado del ejercicio. Este procedimiento es más fácil de implementar una vez obtenidos la Cuenta de pérdidas y ganancias y el Balance previsional. No obstante, no conocemos trabajos de investigación que analicen este aspecto, considerando que su escasez se debe a la relación del cálculo de los FT con las estimaciones sobre el comportamiento empresarial, al tiempo que se han de conjugar estas estimaciones con el análisis del pasado de la empresa (Copeland; Koller & Murrin, 1996; 208).

Diversos autores (Damodaran, 2002; Pratt, et. al. 1998; Copeland; Koller & Murrin, 1996; Fernández, 1999) dan como aceptado el proceso de cálculo a partir del resultado, sin que exista ningún estudio tendente a mostrar lo apropiado o no de este criterio que, como se refleja en Rojo (1997; 1037), puede generar diferencias sustanciales cuando no se adopta un criterio homogéneo.

En cualquier caso, salvados los problemas del análisis del entorno (AECA, 1981; III) (FEE, 2001; 5), la estimación de los FT futuros está asociada a la forma de asumir el riesgo en la expresión de valor de la empresa. En este sentido es clásica (Cea, 1979; 357 y 358) la distinción entre el método del equivalente de certeza y el método de la prima de riesgo a la hora de incorporar el riesgo en el modelo de actualización de los FT.

Es comúnmente aceptada la utilización del segundo de los criterios para la incorporación del riesgo, dada la mejor contrastación empírica que se puede realizar de la prima de riesgo a través de los mercados. Es esta la razón por la que nos encontramos con una abundante literatura, tanto desde la perspectiva contable como financiera, o ambas.

### **1.3.2. La estimación de la tasa de actualización.**

Dependiendo del valor a determinar (VG o VE), la tasa de actualización a utilizar será el coste medio ponderado del capital ( $k_0$ ) o el coste de los recursos propios ( $k_e$ ). Algunos autores prefieren utilizar  $k_0$  (Rappaport, 1986), lo que implica calcular el VE por un procedimiento indirecto. Los hay (Brigham & Gapenski, 1977) que valoran directamente los recursos propios aplicando  $k_e$ . Finalmente, otros (Brealey & Myers, 1996; 120) prefieren separar las decisiones de inversión y financiación para lo que usan la denominada tasa de los recursos propios desapalancada ( $k_u$ ) tomando posteriormente en consideración el efecto del endeudamiento y el ahorro impositivo asociado.

Se utilice uno u otro criterio de valor, la tasa de actualización que sirve para descontar los FLT, de acuerdo con el método de la prima de riesgo, incluye dos componentes: la tasa libre de riesgo y una prima de riesgo que, conjuntamente, revelan la rentabilidad mínima que exige el inversor (deudor, propietario, o gerencia) a su inversión (préstamo, capital aportado, recursos financieros invertidos).

Dado que  $k_0$  se entiende como una media ponderada del coste de los recursos ajenos ( $k_i$ ) y de los propios ( $k_e$ ), el problema principal se centra sobre esta última variable.

Existen dos procedimientos para la estimación de  $k_e$ :

- a) la utilización de criterios financieros, basados en el mercado;
- b) la utilización de criterios fundamentales o económicos, basados en la información de la empresa y del entorno.

Gran parte de los estudios sobre la tasa de actualización en el contexto de la valoración de empresas se basan en criterios financieros, esto es, tratan de analizar cómo evaluar el riesgo mediante la utilización de modelos como el CAPM (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin 1966).

La validez empírica de este modelo ha sido considerablemente analizada, comprobándose la existencia de una relación lineal positiva entre la rentabilidad y la beta de un activo (Fama & MacBeth, 1973).

No obstante, al CAPM se le han efectuado diversas críticas, en particular la que se refiere a la dificultad para captar el riesgo individual de un título, o el hecho de mirar hacia el pasado para determinar el coste de capital futuro (Gebhart et. al. 1999), surgiendo modelos alternativos como el APT (Ross, 1976), los Modelos multifactoriales (Chen, Roll & Ross, 1986; Nieto y Rubio, 2002) o modelos 'proxy' (Fama & French, 1992), todos ellos propios del campo de las finanzas. Incluso se han planteado modelos ampliados del CAPM para el caso de inversiones en mercados internacionales, tanto integrados (Solnik, 1974) como segmentados (Godfrey & Espinosa, 1996).

Sin embargo, tal y como Giner et. al. (2002; 1114) indican, en los últimos años, el análisis fundamental y con él, la investigación contable basada en el mercado, desde una perspectiva de medición (Reverte, 2002; 109), ha cobrado una especial fuerza, particularmente a partir de los trabajos de Ohlson (1995) y Feltham & Ohlson (1995).

Efectivamente, el modelo de Ohlson deja la puerta abierta para que el investigador analice y decida las variables que, a su juicio, pueden ser buenos predictores de los resultados futuros (Reverte, 2002; 126) y, por tanto, son definitorias del riesgo.

Diversos trabajos han tratado de analizar la utilidad de los datos contables en la estimación del riesgo, como los de Beaver, Kettler & Scholes (1970) y Rosemberg & Guy (1976), o más actualmente los de Gebhart et. al. (1999) y O'Hanlon & Steele (2000). Estos trabajos tratan de ver la relación entre el riesgo (la beta) específico de la empresa y los datos contables (variables contables), tratando de elaborar un modelo general aplicable para su cuantificación.

En particular y para el caso español, Caballer (1994) propone lo que denomina modelo analógico-bursátil, contrastado empíricamente en Moya (1996) y Miralles y Miralles (2002) que, en definitiva, se trata de la aplicación del modelo fundamental mejorado a través de técnicas estadísticas.



## **2. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN**

### **2.1. Estudios empíricos previos.**

En la literatura existen pocos trabajos empíricos que aborden de forma integral el proceso de valoración de empresas. En USA, Dukes; Bowlin & Ma (1996) llevaron a cabo un estudio sobre empresas no cotizadas. Su objetivo fue doble, por un lado, analizar si las técnicas de valoración descritas en la literatura son utilizadas en la práctica; y por otro, comprobar si existen divergencias en el proceso de valoración según la procedencia del valorador. Para ello efectuaron una encuesta dirigida a dos grupos de expertos en valoración de empresas. Miembros de la Financial Management Association (FMA), grupo académico, y miembros de la American Society of Appraisers (ASA) y del Institute of Business Appraisers (IBA), obteniendo la respuesta de 365 expertos.

Las variables que analizaron se estructuraron en dos partes. Por un lado, aspectos generales del proceso de valoración, como, tipos de empresas valoradas (sector y tamaño); propósito de la valoración; experiencia del valorador y métodos de valoración utilizados en la práctica; y por otro lado, análisis de los componentes del valor utilizando el MAFT (periodo estimación flujos de tesorería, tipo de tasa de actualización y como se determina la prima de riesgo).

Los resultados obtenidos más relevantes señalan que la falta de un mercado activo de empresas no cotizadas afecta al proceso de valoración. La liquidez de las empresas no cotizadas debe considerarse como un factor relevante que minore el valor final de la empresa. Asimismo, el juicio de los analistas también resulta un factor importante. Muchos encuestados respondieron que el juicio y la experiencia son necesarios en varios aspectos del proceso de valoración.

Adicionalmente, Dukes; Bowlin & Ma (1996) encuentran claras divergencias en algunos aspectos del proceso valorativo, en función de donde proceda el valorador, bien de la FMA o de la ASA-IBA. Así, muestran diferencias significativas en relación al tipo de valor que usualmente valoran primero (valor económico o valor para los propietarios), a los métodos de valoración utilizados en la práctica y al tipo de tasa descuento a aplicar.

Santos et. al. (2002) examinaron la situación de la práctica de la valoración de empresas en Portugal, analizando su grado de adecuación a las normas del marco teórico de valoración. Con este objetivo realizaron una encuesta entre los miembros de la Portuguese Association of Valuers of Engineering (APAE), obteniendo la respuesta de 131 de sus miembros. El cuestionario recogía información sobre las características de los encuestados, de la práctica del proceso de valoración y, finalmente, información relativa a la valoración de empresas de tenencia de activos. Los resultados del estudio revelaron que la mayoría de los profesionales eran individuales, que la valoración de empresas constituía una actividad secundaria y que muy pocos disponían de una formación formal en valoración de empresas. También, analizaron la posición del experto cuando aborda una valoración, según que el cliente que contrata la valoración sea portugués o extranjero. Las principales diferencias surgen en los métodos de valoración utilizados, en el tipo de información adicional requerida y sobre las instrucciones recibidas por los clientes sobre el propósito de la valoración.

## 2.2. Diseño del cuestionario.

Para el diseño del cuestionario se ha considerado inicialmente: (1) existe una abundante literatura teórica sobre valoración de empresas, pero una escasa evidencia empírica sobre su aplicación práctica; (2) la valoración resulta un proceso económico relativamente complejo donde intervienen múltiples factores: análisis económico del entorno de la empresa a valorar; subjetividad en la determinación de los conductores de valor y (3) diversidad de circunstancias que generan el proceso valorativo.

Dadas estas circunstancias y al objeto de diseñar el cuestionario para obtener la información primaria del estudio, se ha optado por aplicar una adaptación del método Delphi con un doble propósito: (1) detectar los principales problemas que se plantean en el proceso de valoración de empresas y (2) jerarquizar la problemática para determinar las cuestiones a abordar en el cuestionario.

El método Delphi es una técnica de previsión grupal que se nutre del juicio de expertos (Landeta, 1999; 7) y que resulta efectivo a la hora de permitir a un grupo de individuos, como un todo, tratar un problema complejo (Linstone y Turoff, 1975; 3). Asimismo, permite facilitar información para la toma de decisiones cuando no existen datos objetivos al alcance del investigador, ni modelos analíticos disponibles (Landeta, 1999; 163). Su flexibilidad y numerosas aplicaciones admite que esta técnica, respetando sus líneas maestras, se adapte a cada tipología de estudio (Landeta, 1999; 130).

En primer lugar se creó el grupo coordinador encargado de fijar el protocolo de trabajo de la técnica Delphi y de seleccionar la lista de expertos participantes en el panel. El éxito del método Delphi depende principalmente de la rigurosa selección de los expertos (Chan et. al., 2001; 701). El grupo seleccionado representa una amplia distribución de profesionales, que proceden de diferentes ámbitos. Se consideró una doble perspectiva, (1) el tipo de empresa donde trabaja: valoración, auditoría, consultora, financiera y ámbito universitario; y (2) la zona de influencia de la empresa donde ejerce sus funciones: local, nacional o internacional.

El método Delphi se efectuó en dos rondas. Cada ronda se estructuró de la siguiente forma: (1) envío anónimo de un cuestionario con los aspectos a analizar; (2) reunión de los expertos con el grupo coordinador para debatir las diferentes problemáticas; y (3) analizar los resultados.

El objetivo de la primera ronda fue identificar la problemática profesional asociada a la valoración de empresas. Se puso de manifiesto que, al margen de las circunstancias que dan lugar a la valoración, el método más seguido en la actualidad por los profesionales es el de actualización de flujos de tesorería (MAFT), comprobándose la existencia de dos valores para la empresa (VG y VE), en función del tipo de flujo de tesorería elegido (económico o financiero). En general, los profesionales, para obtener el valor financiero de la empresa, se inclinan por determinar su valor económico y restarle su deuda.

La segunda ronda se centró en el desarrollo particular del método de actualización de flujos de tesorería, incidiendo en la estimación de los flujos, la tasa de actualización y el valor residual o terminal. Posteriormente, se procedió por parte del grupo coordinador a un primer diseño del cuestionario, al objeto de efectuar un pretest entre

los expertos participantes en el panel. Una vez recogidas las diferentes sugerencias se elaboró el cuestionario final, estructurado en dos partes:

Parte 1: Datos generales del encuestado para conocer las características de la muestra.

Parte 2: Información sobre la metodología de la valoración, donde se recogían los siguientes apartados:

- El (los) método(s) a aplicar
- El proceso de valoración
- El valor calculado
- Los métodos analíticos
- El método del Descuento de Flujos de Tesorería
- El contrato de valoración
- El informe de valoración

### **2.3. Caso México**

Para llevar a cabo este trabajo se realizará una encuesta dirigida a profesionales en valoración de empresas. La evidencia empírica aportada permitirá, por un lado, ofrecer recomendaciones que ayuden a los expertos en el futuro en la aplicación de la metodología; y por otro, sugerir futuras líneas de investigación con el ánimo de mejorar el proceso de valoración de una empresa. Adicionalmente, se elaborarán 8 casos reales de valoración de empresas desarrollados cada caso por un académico y un experto de valoración de México.

Este trabajo se enmarcará en el acuerdo de colaboración a establecer entre la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA). Asimismo, se contará con la colaboración de FAEDPYME y las Universidades españolas de Almería, Cantabria y Politécnica de Cartagena y las Universidades Mexicanas de Aguascalientes, UNAM, Yucatán, Hidalgo, Quintana Roo, Puebla y ITESM.

El marco muestral de referencia seleccionado es el de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), que se caracteriza por aglutinar expertos en valoración de diferente procedencia, profesionales y académicos. Esta elección obedece a la carencia de directorios específicos de expertos en valoración de empresas, y a la diversidad de organismos o asociaciones que integran este tipo de expertos.

## **3. CONCLUSIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN**

La valoración de empresas ha sido tradicionalmente una materia que no ha recibido una atención prioritaria en el campo de la investigación empírica. Esto puede obedecer

a diferentes causas. Por un lado, se consideraba que se trataba de una materia objeto de desarrollo profesional, excesivamente subjetiva; y por otro, se entendía que los procesos valorativos estaban relativamente limitados por la falta de una regulación específica y por la falta de una profesión que hiciera de esta actividad su forma principal de vida.

Hoy día, sin embargo, la valoración se ha convertido en una disciplina objeto de estudio específico, que ha cobrado especial relevancia debido al interés que vienen mostrando las empresas al plantear sus objetivos en términos de valor. A ello se ha sumado el desarrollo tecnológico que ha posibilitado una mejor planificación y agilidad a la hora de efectuar cálculos y análisis de la empresa, surgiendo una profesión más implicada en esta actividad y preocupada por la investigación en este campo. Asimismo, en el ámbito científico y docente, los investigadores están prestando una mayor atención a esta área de estudio, e incluso las propias organizaciones profesionales tratan de dar respuesta a los interrogantes que se plantean en el proceso valorativo.

En este estudio se pretende dar respuesta a esta laguna en el campo de la investigación empírica en valoración de empresas en España y México, analizando el grado de adecuación del marco teórico y la práctica profesional, siguiendo el ejemplo de trabajos previos realizados en otros países.

Así también es importante tratar de identificar la práctica de la valoración y la formación universitaria. Se precisa conocer qué se está haciendo a nivel universitario y la integración de esta materia en los planes de estudio. La valoración es una materia que está adquiriendo mayor relevancia con el paso del tiempo y la gestión del valor se convierte en la actualidad en una herramienta útil para gestionar los negocios.

Estudiar con más detenimiento las posibilidades que ofrece el valor de la empresa. El valor no sólo sirve para utilizarlo como elemento de referencia para una negociación o intermediación conducente a fijar el precio, también puede ser un importante referente para ser utilizado en la gestión de la empresa.

El valor está cobrando una importancia relevante en el mundo de la empresa y la valoración a través de internet es un aspecto pendiente de estudiar. La necesidad de conocer el valor de las empresas, al margen de los procesos de transacción, ha generado una demanda de empresas especializadas que, a nuestro juicio, no está suficientemente cubierta. La tecnología esta permitiendo el afloramiento de este negocio a través de la red. Numerosas empresas tocan de una u otra forma este campo, pero no siempre lo hacen de forma suficientemente específica. No obstante, se observa la aparición de empresas dedicadas a esta actividad de forma exclusiva. Esta forma de proceder puede tener grandes ventajas para los gestores empresariales, pero también riesgos que sólo se evitan si estudiamos el fenómeno, lo comprendemos y ofrecemos respuestas sobre la mejor forma de actuación.

Las limitaciones de los modelos valorativos requieren seguir estudiando nuevas propuestas que traten de mejorar los procesos de valoración y su cálculo. Los diferentes modelos de valoración a que se hecho referencia en este trabajo no están perfectamente definidos ni existe unanimidad sobre su validez en cada caso concreto, al igual que su aplicación todavía hoy difiere según el evaluador. Es importante seguir estudiando los diferentes modelos y proponer mejoras en los mismos mediante la aportación de nuevas ideas y experiencias, tratando de contrastar, siempre que ello sea posible, empíricamente su validez.

En el caso de valoración de Pymes las limitaciones propias de estas empresas, particularmente los relativos a la falta de liquidez, requieren estudiar el porcentaje de descuento que puede corresponder por este concepto. La existencia en las Pymes de limitaciones a la transmisibilidad de las participaciones precisa hacer esfuerzos de investigación para poder conocer cómo debe influir este hecho en la tasa de descuento, o tratar de establecer algún criterio medianamente racional que nos permita mejorar el cálculo del valor. De igual manera, el riesgo superior que se le asigna a estas empresas por la falta de diversificación es otro tema que debe requerir nuestra atención. Sin duda la creación de un centro de seguimiento y atención a operaciones de valoración de empresas, particularmente de Pymes podría contribuir a generar bases de datos que pudieran favorecer un mejor estudio de este tipo de operaciones y empresas para el futuro.

## REFERENCIAS

---

- AECA (1981): "Principios de valoración de empresas: propuesta de una metodología". *Documento 1. Comisión de valoración de empresas*. Marzo.
- Amram, M & Kulatilaka, N. (2000): "*Opciones Reales: Evaluación de inversiones en un mundo incierto*". Gestión 2000. Barcelona.
- Ball, R; Khotari, P. & Robin, A. (2000): "The effect of international institutional factor on properties of accounting earnings". *Journal of Accounting and Economics*. Nº 20, pp. 1 a 51.
- Bruner, R.F.; Eades, K.M.; Harris, R.S.; Higgins, R.C. (1998): "Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Syntesis". *Financial Practice and Education*. Spring/Summer, pp. 14 a 28
- Cea García, J.L. (1979): "*Modelos de comportamiento de la gran empresa capitalista*", IPC. Madrid.
- Copeland, T; Koller, T.; Murrin, J. (1996): "*Valuation. Measuring and Managing the Value of the Company*". John Willey & Sons, Inc. New York.
- Courteau, L.; Kao, J.L.; Richardson, G.D. (2001): "Equity Valuation Employing the Ideal versus Ad hoc Terminal Value Expression". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 18. Nº 4. Winter, pp. 625 a 661.
- Chen, N; Roll, R.; Ross, S.A. (1986): "Economic forces and the stockmarket". *Journal of Business*. Nº 59, pp. 383 a 404
- Damodaran, A. (2002): "*Investment Valuation (2d Edition)*". John Willey & Sons. New York.
- Domargen, J.C. (1991): "L'apport de la comptabilité intégrée à l'analyse par les flux". *Analyse Financière*. 1er trimestre, pp. 103 a 113.

Dukes, W.P.; Bowling, O.D; Ma, C.K. (1996): "Valuation of closely-held firms: a survey". *Journal of Business Finance & Accounting* 23(3). April, pp.419:438.

Fama, E.F. & French, K. R. (1992): "The cross-section of expected return". *Journal of Finance*. N° 47, pp. 427 a 466.

Fama, E.F. & MacBeth, J. (1973): "Risk Return and Equilibrium: an Emprirical Test". *Journal of Political Economy*. Vol. 38, pp. 607 a 636..

FEE (2001): "*Business Valuation: A Guide for Small and Medium Sized Enterprises*". Fédération des Experts Comptables Européens. Bruxelles. July.

Gabás, F. y Apellaniz, P. (1994): 'Capacidad predictiva de los componentes del beneficio: flujos de tesorería y ajustes corto-largo plazo'. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXIII. N° 78, pp. 107 a 142.

García-Ayuso, M y Monterrey, J. (1998): "El modelo de valoración Edwards-Bell-Ohlson (EBO): aspectos teóricos y evidencia empírica". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXVII. N° 96, pp. 751 a 785

Gebhart, W.R.; Lee, C.M.; Swaminathan, B. (1999): "Toward and implied cost of capital". *Working Paper*. Cornell University

Giner, B y Sancho, A. (1996). 'Análisis dinámico de la capacidad de los flujos de fondos para determinar los futuros flujos de caja'. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXV. N° 86, pp. 9 a 35.

Giner, B.; Reverte, C. ; Gisbert, M.A. (2002) : 'El papel del análisis fundamental en la investigación del mercado de capitales : análisis crítico de su evolución'. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXXI. N° 114. octubre-diciembre, pp. 1111 a 1150.

Godfrey, S & Espinosa, R. (1996): 'A practical approach to calculating cost of equity for investment in emerging markets'. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 9. N° 3, pp. 80 a 89.

Landeta, J. (1999): *El método Delphi. Una técnica de previsión de futuro*, Ariel, Barcelona.

Linstone, H.A. y Turoff, M. (1975): *The Delphi method. Techniques and applications*, Addison-Wesley.

Lintner, J. (1965): "The valuation of risk assets and the selection of risky investment in stock portofolios and capital budgets . *Review of Economics and Statistics*. Vol 8. N° 1, pp 53 a 58.

Miralles, J.L. y Miralles, J.L. (2002): "Factores determinantes del valor bursátil de las empresas portuguesas (1991-1999). Nuevas propuestas metodológicas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXXI. N° 112, pp. 495 a 528

- Moya, I. (1996): "Valoración analógico-bursatil de empresas. Aplicación a las Cajas de ahorro". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXV. Nº 86, pp. 199 a 234
- Nieto, B y Rubio, G. (2002): "El modelo de valoración con cartera de Mercado: una nueva especificación del coeficiente beta". *Revista Española de financiación y Contabilidad*.. Vol XXXI. Nº 113. Julio-septiembre, pp. 697-723.
- O'Hanlon & Steele (2000): "Estimating de equity risk premium using accounting fundamental". *Journal of Business, Finance and Accounting*.
- Ohlson, J.A. (1995): "Earning, Book Values and Dividens in Equity Valuation". *Contemporary Accounting Research*. Vol II, Nº 2, pp. 661-687
- Penman, S. (1997): "A síntesis of equito valuation techniques and the terminal value calculation for the dividend discount model". *Review of Accounting Studies*. Vol 2. Nº 4, pp. 303 a 323
- Pires, A. y Martins, P (1996): "*Fluxos de Caixa. Concepção de una base de dados para la elaboraçao da demonstraçao dos fluxos de caixa*". Ed. Rei dosLibros. 2ª Edição. Lisboa. Portugal.
- Pratt, S.P.; Reilly, R.F.; Schweihs, R.P. (1998): "*Valuing Small Businesses and Professional Practices*". 3th Edition. McGraw Hill. New York.
- Rappaport, A. (1186): "*La creación de valor para el accionistas*". Ed. Deusto. Bilbao.
- Reverte, C. (2002): "La investigación sobre capacidad predictiva de la información financiera: revisión crítica y perspectiva de futuro". *Revista de Contabilidad*. Vol V. Nº 10. Julio-diciembre, pp. 105 a 136.
- Rojo, A. A (1997): "Estado de flujos de tesorería: ¿hacia una armonización europea?. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol XXVI. Nº 93. Octubre-diciembre, pp. 993 a 1044.
- Rojo, A. A (1998): "*El arrendamiento de empresas: una alternativa estratégica para el crecimiento externo*". ICAC. Madrid.
- Rojo, A. A y García, D. (2003): "La valoración de pequeñas y medianas empresas (PYMEs)". *Simposio sobre análisis y valoración de Pymes*. AECA. Madrid.
- Rojo, A. A; Cano, C y Ramírez, A. (2003): "Creación de valor en la empresa: un nuevo enfoque de gestión de los negocios". *Monografía 1*. LACVE. Almería. Diciembre.
- Rosemberg, B & Guy, J. (1976): "Prediction of Beta from Investment Fundamentals". *Finacial Analysts Journal*. May-Jun, pp. 60 a 72.
- Santos V. M dos; Downie, M.L.; Fisher, P.; Fernandes, A. "The practice of real estate valuation in Portugal". *Journal of Property Investment & Finance*; 2002; 20, 2; pp. 181:203.