

La Valoración de Empresas en España: un estudio empírico

Firm valuation in Spain: an empirical research

Alfonso A. Rojo Ramírez. Universidad de Almería

Domingo García Pérez de Lema. Universidad Politécnica de Cartagena

RESUMEN La valoración de empresas, tradicionalmente, no ha recibido una atención prioritaria en el campo de la investigación empírica. En la actualidad se aprecia un importante desarrollo profesional que demanda información sobre la aplicación práctica de los fundamentos metodológicos de la valoración de empresas. En general los estudios empíricos a nivel internacional revelan divergencias entre la teoría y la práctica en diferentes aspectos del proceso valorativo.

El trabajo que aquí se expone aborda esta problemática en España, analizando el grado de adecuación del marco teórico de la valoración de empresas y la práctica profesional. Para ello se efectúa una encuesta dirigida a expertos en valoración de empresas de diferentes ámbitos. Los resultados muestran que los expertos se rigen, mayoritariamente, por el cuerpo teórico generalmente aceptado. No obstante, si consideramos las características específicas del valorador, se aprecian divergencias en diferentes aspectos del proceso de valoración. Estas divergencias se producen fundamentalmente en el grado de utilización de los métodos de valoración, en la operativa de cálculo de los flujos libres de tesorería y de la tasa de actualización.

Finalmente, el análisis de los resultados nos ha permitido efectuar algunas sugerencias de futuro que deben ir acompañadas de nuevos trabajos empíricos que profundicen en la mejora del proceso de valoración de empresas.

PALABRAS CLAVE Valoración de empresas; Estudios empíricos.

ABSTRACT Firm valuation, has not traditionally received a high-priority attention in the field of the empirical research. Nowadays, the important professional development in this area demands information about practical application of the methodological foundations of the firm valuation. In general, international research reveals a gap between theory and practice in different aspects from the valuation process.

In this context, this paper analyses the degree of adjustment between the theoretical frame of firm valuation and the professional practice in Spain. With this purpose, we conduct a survey to experts in valuation in several areas. The results show that the experts base their decisions on the generally accepted theoretical framework. However, when considering the specific characteristics of the experts, we can observe some differences in the valuation process. These differences mainly focus on the degree of use of the valuation methods, the computation of the free cash flows and the discount rate.

Finally, the results allow us to carry out some suggestions for future lines of research aimed at improving the firm valuation process.

KEY WORDS Firm valuation; Empirical research.

1. INTRODUCCIÓN

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⁽¹⁾; 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.

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 se realiza por muy diversos sujetos (auditores, asesores, ingenieros, etc.), sin que exista una profesión de valorador de empresas que garantice una formación adecuada en este campo. El único desarrollo asociacional en España ha tenido lugar entre los tasadores [ATASA⁽²⁾], 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. Apenas existen trabajos que nos ayuden a conocer 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 qué 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 y 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 y 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 y 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.

En general, los estudios empíricos realizados revelan la existencia de divergencias en el proceso valorativo según el ámbito o experiencia del valorador. En la actualidad existe un importante desarrollo profesional que demanda información sobre la aplicación práctica de los fundamentos metodológicos de la valoración de empresas. Surge por tanto la necesidad de profundizar en el conocimiento de cuál es la forma de actuar del experto cuando aborda la valoración de una empresa.

Los objetivos de este trabajo son: 1. Conocer si las técnicas que se describen en la literatura sobre valoración de empresas son seguidas por los profesionales españoles; 2. Anali-

(1) «Existen muy pocos países de la OCDE que incluyan estadísticas sobre fusiones y adquisiciones dentro de sus datos oficiales» [FMI, 2004]. Para España puede verse el informe de KPMG [2004].

(2) En la actualidad denominada «Asociación Profesional de Sociedades de Valoración» [www.atasa.com].

zar 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. Determinar si existen divergencias en la actuación del valorador según su ámbito de trabajo o grado de experiencia. Para llevar a cabo este trabajo se ha realizado una encuesta dirigida a profesionales en valoración de empresas. La evidencia empírica aportada nos 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.

El resto del trabajo se ha organizado en cuatro partes. En primer lugar, se efectúa una revisión de la literatura relacionada con el fin perseguido. A continuación, se explica la metodología seguida para el desarrollo del estudio empírico, y se efectúa un análisis de los resultados obtenidos, finalizando con unas conclusiones y sugerencias de futuro.

2. ANTECEDENTES Y REVISIÓN DE LA LITERATURA

2.1. MODELOS DE VALORACIÓN

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*⁽³⁾ 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).

Los dos modelos valorativos han derivado en submodelos para tratar de dar respuesta a diversos problemas a ellos inherentes, siendo el modelo VeR el modelo por excelencia cuando se consideran como flujos de renta los flujos de tesorería (FT) esperados. El soporte empírico de este método de valoración se puede encontrar en Kaplan y Ruback [1995], quienes demostraron que permite ofrecer valores aproximados a los de mercado.

Aunque la literatura distingue dos conceptos de valor [Rojo y García, 2003: 8]: 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), hoy día parece 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.

La Figura 1 muestra las expresiones de valor, económico y financiero basados en flujos de tesorería, así como la relación entre uno y otro a través del endeudamiento. Ambos deberían dar igual resultado «si adoptamos criterios consistentes respecto del apalancamiento financiero» [Damodaran, 2002: 399], si bien en la práctica es realmente difícil que sea así.

(3) El concepto de valor económico es utilizado aquí en su sentido concreto, esto es, el valor intrínseco del bien o valor sustancial.

FIGURA 1
VALOR ECONÓMICO VS VALOR FINANCIERO, BASADOS EN FT

TIPO DE VALOR	ECUACIÓN DE VALOR
Económico (VG)	$VG_0 = \sum_{j=1}^n \frac{FLTE_j}{(1 + k_0)^j} + \frac{VG_n}{(1 + k_0)^n}$ [Ecuación 1]
Financiero (VE)	$VE_0 = \sum_{j=1}^n \frac{FLTP_j}{(1 + k_0)^j} + \frac{VE_n}{(1 + k_0)^n}$ [Ecuación 2]
Relación entre VE y VG	$VE_0 = VG_0 - VARA$
Donde: V_n , es el valor esperado de la empresa en el ejercicio n, denominado normalmente valor terminal o <i>valor residual</i> , según calculemos un valor económico (G) o financiero (E). j, hace referencia al ejercicio (j = 1, 2, 3, ... n). n, es el último ejercicio del período discreto. VARA, es el valor actual de los recursos ajenos del negocio o empresa, a la fecha de valoración.	

FUENTE: Elaboración propia a partir de Rojo y García [2003: 11].

La valoración por actualización de FT (Ecuaciones 1 y 2) 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 y 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].

Respecto de la estimación de los FT se plantean dos cuestiones básicas poco tratadas: su forma de cálculo y cómo incorporar del riesgo inherente al futuro al que se refieren. Algunos autores [Wilson, 1986; Bernad y Stober, 1989] han puesto de manifiesto la importancia que la predicción puede tener sobre la valoración de empresas, pero lo cierto es que, a pesar de los esfuerzos realizados, no existen trabajos sobre cómo se ha de proceder para su cálculo. Los únicos trabajos orientados 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; Giner y Sancho, 1996].

En cuanto a la forma de asumir el riesgo en la expresión de valor de la empresa, es clásica [Cea, 1979: 357-358] la distinción entre el método del equivalente de certeza y el método de la prima de riesgo a la hora de incorporarlo en el modelo de actualización de los FT, siendo este último, dada la mejor contrastación empírica en el mercado, el que se suele utilizar.

Dependiendo del valor a determinar (VG o VE), la tasa de actualización a utilizar debe ser el coste medio ponderado del capital (k_0) o el coste de los recursos propios (k_e), tratándose en ambos casos de la rentabilidad mínima que exige el inversor (empresa o propietario) a su inversión.

Dado que k_0 es la media ponderada del coste de los recursos ajenos (k_i) y de los propios (k_e), el problema principal de la tasa se centra sobre esta última variable. Su cálculo se basa en gran medida en criterios financieros, esto es, tratan de analizar cómo evaluar el riesgo mediante la utilización de modelos como el CAPM [Sharpe, 1964; Lintner, 1965, y Modigliani 1966]⁽⁴⁾, el APT [Ross, 1976], los Modelos multifactoriales [Chen, Roll y Ross, 1986; Nieto y Rubio, 2002] o modelos 'proxy' [Fama y 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 y Espinosa, 1996].

No obstante, 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 y Ohlson [1995]⁽⁵⁾.

Diversos trabajos han tratado de analizar la utilidad de los datos contables en la estimación del riesgo, como los de Beaver, Kettler y Scholes [1970] y Rosenberg y Guy [1976], o más actualmente los de Gebhart *et al.* [1999] y O'Hanlon y Steele [2000].

Finalmente, el Modelo de actualización de flujos de tesorería (MAFT), desde el momento en que adopta el criterio de limitar la estimación de los FLT a un período discreto (1, 2, ... n), obliga a calcular un valor de la empresa al final de dicho período (valor terminal o residual), considerándose pertinente la incorporación del crecimiento en su estimación, que suele evaluarse sobre la base de las inversiones a realizar.

2.2. 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 y 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; 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), grupo profesional, obteniendo la respuesta de 365 expertos.

Las variables analizadas 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. Por

(4) Estos tres autores desarrollan el CAPM de manera más o menos simultánea e independiente a partir del trabajo de Markowitz [1952].

(5) Sobre el modelo EBO [Edgard, Bell y Ohlson] y su aplicación empírica al caso español puede verse García-Ayuso y Monterrey [1998].

otro, el 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 iliquidez de las empresas no cotizadas debe considerarse como un factor relevante que minore el valor final de la empresa. Asimismo, concluyeron que 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.

También 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 buscan 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.

Bruner *et al.* [1998] realizan, también en USA, una encuesta telefónica dirigida a un grupo de veintisiete empresas con sede en este país, escogidas entre un conjunto de cincuenta (no todas estadounidenses) que emplean técnicas financieras avanzadas, así como a diez asesores financieros con reconocida actividad en operaciones en fusiones y adquisiciones. Su objetivo principal es descubrir el 'gap' existente entre la teoría y práctica relacionada con la estimación de la tasa de descuento que se utiliza en la valoración de empresas, para lo que utilizan como base 4 libros de finanzas corporativas líderes en ventas, así como tres libros líderes que incluyen un análisis detallado del *ko*.

Los resultados a los que llegan [Bruner *et al.*, 1998: 15] ponen de manifiesto, sin grandes diferencias entre los dos grupos, que el MAFT es la técnica dominante para la evaluación de inversiones, siendo *ko* la tasa de actualización usada en el mismo, ponderada en base al mercado. El CAPM es el modelo más utilizado para calcular *ke*, (80% de los casos) aunque los criterios seguidos por los dos grupos difieren en la forma en que aplican el CAPM. *Ke* como agregado de una tasa libre de riesgo, la prima de mercado y la prima específica, es considerada de forma diferente por cada uno de los grupos, apreciándose divergencias en cada uno de ellos.

Pereiro [2001], tomando como referencia el trabajo de Bruner *et al.* [1998], analiza las prácticas de valoración seguidas en Argentina por los directores financieros, inversores y asesores financieros, tratando de conocer las áreas más controvertidas en la valoración de empresas en el caso particular de los mercados emergentes y el MAFT y, en particular, el análisis del riesgo. También analiza en su trabajo métodos diferentes al MAFT, incluidos los métodos de múltiplos o referencias. Para ello utiliza una muestra 800 empresas miembros del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas (IAEF) a las que envía, en una primera etapa, una encuesta por correo, con un grado de respuesta del 3,13% (25 respuestas). En una segunda etapa se contacta por teléfono y e-mail con 240 empresas de las anteriores, seleccionadas como muy activas en el mercado, consiguiendo otras 30 respuestas. El total de respuestas está formado por empresas, fondos de inversión, asesores y bancos y compañías de seguros que, a efectos de análisis se agrupan diferenciando entre: *a)* empresas no financieras; *b)* asesores financieros y fondos de inversión, y *c)* entidades financieras y de seguros.

Los resultados muestran que el MAFT es el más utilizado en valoración, considerando el valor residual como una perpetuidad (en la mayor parte de los casos, con crecimiento),

aunque en combinación con comparables, particularmente en el caso de asesores y fondos. El *ko* es la tasa de actualización más utilizada, siendo calculado el *ke*, en la mayor parte de los casos (66% de media entre los tres grupos, con pequeñas diferencias), aplicando el CAPM, que se considera como un agregado de una tasa libre de riesgo y una prima de mercado. Como en el caso de Bruner *et al.* [1998], se observan diferencias entre los tres grupos a la hora de estimar la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo.

Santos *et al.* [2002] examinan 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, así como información relativa a la valoración de empresas de tenencia de activos. Los resultados del estudio revelaron 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.

3. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

3.1. DISEÑO DEL CUESTIONARIO

El diseño del cuestionario se ha realizado considerando: 1. La existencia de una abundante literatura teórica sobre valoración de empresas, con escasa evidencia empírica sobre su aplicación práctica; 2. La relativa complejidad del proceso valorativo donde intervienen múltiples factores, y 3. La diversidad de circunstancias que generan el proceso valorativo.

Sobre esta base, y al objeto de diseñar el cuestionario para obtener la información primaria del estudio, se opta por aplicar una adaptación del método Delphi⁽⁶⁾ con el fin de: 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]. El método fue concebido como una herramienta previsional pero en la actualidad se utiliza en muy diferentes ámbitos. Su flexibilidad y numerosas aplicaciones admite que esta técnica, respetando sus líneas maestras, se adapte a cada tipología de estudio [Landeta, 1999: 130].

El desarrollo seguido en la aplicación del método Delphi en este estudio queda recogido en la Figura 4. En primer lugar se creó el grupo coordinador encargado de fijar el protocolo

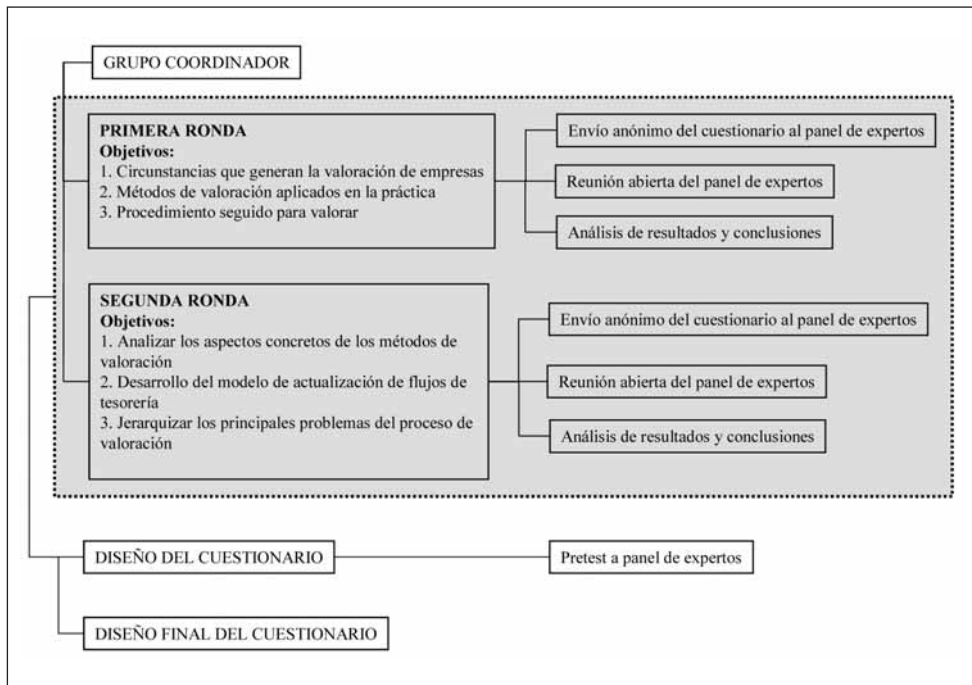
(6) Un análisis detallado del método Delphi puede verse en Landeta [1999].

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 en nuestro caso representa una amplia distribución de profesionales, que proceden de diferentes ámbitos, habiendo considerado: 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⁽⁷⁾. 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.

En la primera ronda se identificó la problemática profesional asociada a la valoración de empresas, observándose que el método más seguido 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. Adicionalmente, se pusieron de manifiesto claras divergencias en el proceso valorativo, particularmente en lo que se refiere a la operativa de cálculo de los distintos componentes de valor en el MAFT.

FIGURA 4
 PROCEDIMIENTO PARA EL DISEÑO DEL CUESTIONARIO



(7) El número de rondas necesarias para el desarrollo de esta técnica estará en función de los objetivos particulares de cada investigación. En general, el número de rondas puede variar entre dos y cinco [Critcher y Gladstone, 1998: 432].

La segunda ronda se centró en el desarrollo particular del MAFT, incidiendo en la estimación de los flujos, la tasa de actualización y el valor residual.

Posteriormente, el grupo coordinador realizó 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⁽⁸⁾:

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

Parte 2: Información sobre la metodología de la valoración.

3.2. LA MUESTRA

El marco muestral de referencia seleccionado fue 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.

La técnica de recogida de información consistió en una encuesta remitida vía correo electrónico, utilizando como soporte un cuestionario autoadministrado en el que se solicitaba que fuera respondida sólo por aquellas personas con experiencia en el campo de la valoración de empresas.

El principal problema que plantea una encuesta vía correo electrónico es el posible sesgo de la falta de control del entorno en la recogida de la información, y la dificultad de no contar con un entrevistador para aclarar las dudas que puedan surgir. Para evitar en lo posible este último problema, se habilitaron personas de contacto para solucionar cualquier dificultad o aclaración.

El trabajo de campo se inició en el mes de octubre y se concluyó a finales de diciembre del 2003. La muestra que sirve de referencia para nuestro estudio se compone de sesenta y seis expertos de los que más del 67% son mayores de cuarenta años; el 84,4% tienen una experiencia superior a diez años; su trabajo se desarrolla fundamentalmente en el ámbito profesional (80,3%) siendo el resto docentes con experiencia (19,7%). La mayor parte de ellos trabajan en empresas de auditoría (23,6%) y de consultoría (31%). Todos ellos gozan de gran experiencia habiendo intervenido en más de 10 valoraciones (60,9%) y emitido más de diez informes (53,2%).

Cabe destacar la distribución uniforme de la muestra en función del ámbito de trabajo y según su actividad principal, lo que, en cierta medida, pone de manifiesto la validez del marco muestral utilizado.

4. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Dado que los expertos no operan con un conocimiento perfecto del mercado, realizan juicios de valor, deben seguir instrucciones de sus clientes, analizan información y responden a diferentes presiones cuando realizan la valoración de una empresa [Bretten y Wyatt,

(8) Dada la extensión del cuestionario se ha optado por no incluirlo como anexo. El cuestionario puede solicitarse a los autores. Puede verse el mismo en www.lacve.org, así como los resultados de la encuesta.

2001: 267], para el análisis de los resultados se ha segmentado la muestra en función de diferentes características de éstos, con la finalidad de comprobar si existen divergencias en el proceso seguido:

1. Nivel de experiencia del valorador [expertos con un nivel de experiencia en valoración superior a diez años y expertos con diez o menos años de experiencia].
2. Ámbito de trabajo del experto [local (profesional individual y empresa de ámbito provincial), nacional (empresa de ámbito nacional e internacional) y académico].
3. Tamaño de la empresa valorada [expertos con experiencia en valoración de Pymes —nunca han valorado empresas grandes o cotizadas— y expertos que tienen experiencia en valorar empresas grandes y cotizadas].

Este tipo de segmentaciones también han sido realizadas en estudios empíricos previos como los de Dukes, Bowlin y Ma [1996] y Santos, *et al.* [2002]. Dado el tamaño muestral no ha sido posible en este trabajo considerar las interrelaciones entre los tres grupos considerados.

Para analizar las diferencias de comportamiento entre las categorías seleccionadas se han utilizado pruebas estadísticas no paramétricas. Los contrastes paramétricos para la diferencia de medias requieren normalidad en la distribución (y algunos además homogeneidad de varianzas), circunstancia que no ocurre en nuestro caso, ya que en la mayoría de las variables analizadas se rechaza la hipótesis de normalidad, según prueba de Kolmogorov-Smirnov, y la hipótesis de homogeneidad de varianzas, según el test de Levene, lo que nos lleva a descartar, con carácter general, la utilización de procedimientos paramétricos. Por el contrario, en los no paramétricos no se necesita un conocimiento de la distribución de las poblaciones de partida, si bien esta relajación de hipótesis tiene el coste de una menor potencia de la prueba en caso de que el contraste paramétrico pudiese ser aplicado.

Los contrastes no paramétricos realizados han sido:

- Para el caso de variables con escala tipo likert (1 a 5) de dos muestras independientes: el *Test de la U de Mann-Whitney*, equivalente no paramétrico de la prueba t, que contrasta si dos muestras independientes proceden de la misma población.
- Para el caso de variables con escala tipo likert (1 a 5) de k muestras independientes: el *Test de la H de Kruskal-Wallis*, basado en la suma de rangos de las observaciones ordenadas, que permite detectar diferencias en las medidas de posición central de varias poblaciones.
- En lo relativo a las diferencias de comportamiento en las variables categóricas, se utiliza el análisis de tablas de contingencia a las que se les ha aplicado el test de la χ^2 de Pearson. Para las variables experiencia del valorador y tipo de empresa que valora, variables con dos categorías, se ha realizado la corrección por continuidad de Yates sobre la fórmula de la χ^2 de Pearson.

En lo que sigue se explican los resultados más sobresalientes en relación al proceso general de la valoración y en la aplicación del MAFT.

4.1. EN RELACIÓN AL PROCESO DE VALORACIÓN

Se analizan en este apartado tres aspectos que consideramos relevantes: 1. La existencia de impacto de los intereses de las partes en el proceso valorativo seguido por el experto;

2. Los factores que más influyen a la hora de seleccionar un método valorativo, y 3. Los métodos valorativos que más se utilizan por los valoradores.

Sobre la primera de las cuestiones, la postura que adopte el experto en el planteamiento inicial del proceso de valoración es fundamental para su posterior desarrollo. Ciertamente, los objetivos y necesidades de los usuarios de la valoración de una empresa pueden ser muy variados. Sin embargo, desde un punto de vista metodológico, nos debemos cuestionar si estos intereses influyen directamente en el proceso de la valoración. En este sentido, el 68,8% de los encuestados tienen en cuenta los objetivos perseguidos por las partes interesadas (Tabla 4). Contrariamente, el 31,2% señalan que cuando valoran una empresa lo hacen «tal cual», sin que se vean influenciados por los posibles intereses de las partes. Este porcentaje es significativamente superior cuando el valorador desarrolla su actividad en una empresa de ámbito nacional. Asimismo, llama la atención que el 100% de los académicos consideran los objetivos de los interesados.

TABLA 4
¿VALORA LA EMPRESA SIN TENER EN CUENTA LOS OBJETIVOS DE LOS INTERESADOS?

	Total %	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
- Sí	31,2	23,7	40,0	23,8**	42,3**		30,3	34,8
- No	68,8	76,3	60,0	76,2**	57,7**	100,0**	69,7	65,2

Tablas de contingencia: significación de la χ^2 : *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$.

Respecto de la segunda de las cuestiones, es importante conocer si existen factores generales que puedan repercutir en la elección del método a aplicar. Los factores que los encuestados consideran más relevantes para su decisión son (Tabla 5): el nivel de información disponible, la situación económica y financiera de la empresa a valorar, el motivo de la valoración, y el sector al que pertenezca. Menos relevantes a la hora de elegir el método a utilizar son: el tamaño de la empresa, su antigüedad y la estructura de la propiedad.

Al considerar la experiencia del valorador comprobamos que el tamaño de la empresa es un factor más relevante para los que tienen una mayor experiencia. En el caso del ámbito de trabajo del valorador, los resultados muestran que los expertos que trabajan en empresas de ámbito nacional le dan una mayor importancia al tipo de sector en que se ubica la empresa a valorar, al nivel de información contable disponible y al tamaño de la empresa, que los valoradores que trabajan en un ámbito local o son académicos (Tabla 5).

TABLA 5
GRADO DE IMPORTANCIA DE FACTORES GENERALES A LA HORA DE VALORAR UNA EMPRESA

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
- Motivo de valoración	4,03	4,24	3,85	3,90	4,07	4,25	4,14	3,87
- Sector	4,03	4,06	4,00	3,90***	4,38***	3,64***	4,01	4,09
- Nivel de información contable disponible	4,41	4,30	4,52	4,38**	4,63**	3,91**	4,46	4,32
- Tamaño de la empresa	3,31	3,09**	3,60**	3,20**	3,54**	2,83**	3,26	3,30
- Antigüedad de la empresa	3,00	2,85	3,24	2,84	3,19	2,73	3,09	2,86
- Situación económica financiera de la empresa	4,20	4,19	4,20	4,05	4,23	4,25	4,17	4,17
- Estructura de la propiedad	3,49	3,63	3,38	3,20	3,68	3,45	3,57	3,27

Valoración: 1 = nada importante a 5 = muy importante
 Pruebas no paramétricas: Experiencia y Tamaño (U de Mann-Whitney) - Ámbito de trabajo (H de Kruskal-Wallis).
 Significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$.

En relación con los métodos más utilizados por los expertos (tabla 6) se aprecia que el más seguido es el MAFT. Figura a continuación el VNCC, método basado en el coste. Métodos con un menor grado de aplicación son el método de Actualización del Beneficio (MAB) y los métodos de múltiplos (MM), si bien es cierto que si agrupamos estos últimos con los métodos prácticos y los de referencias, en conjunto, se siguen con cierta regularidad.

Las pruebas estadísticas muestran las siguientes diferencias:

- Los valoradores con mayor experiencia utilizan más frecuentemente el valor de liquidación y el método de referencias.
- Los expertos que trabajan en un ámbito local son los que más utilizan el VNCC y el MAB. Los expertos de ámbito nacional son los que utilizan más frecuentemente los métodos de múltiplos y de referencias.
- En cuanto al tamaño de la empresa a valorar, se comprueba que los expertos que principalmente valoran empresas grandes utilizan con mayor frecuencia el MAFT, el valor de liquidación y el método de múltiplos.

TABLA 6
GRADO DE UTILIZACIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
– Descuento de flujos de tesorería (MAFT)	4,42	4,37	4,48	4,37	4,44	4,27	4,19*	4,75*
– Actualización del beneficio (MAB)	2,81	2,72	2,91	3,10*	2,60*	1,88*	2,91	2,45
– Valor neto contable corregido (VNCC)	3,31	3,39	3,28	3,68*	3,08*	2,67*	3,30	3,18
– Valor de liquidación	2,20	1,82***	2,71***	2,13	2,28	1,86	1,90**	2,74**
– Métodos prácticos	1,88	1,66*	2,11*	1,81	2,05	1,50	1,84	2,00
– Métodos de múltiplos	2,57	2,28	2,86	1,93**	3,17**	2,11**	2,07***	3,33***
– Referencias	1,72	1,42**	2,05**	1,53*	2,10*	1,00*	1,61	1,94

Valoración: 1 = nada importante a 5 = muy frecuentemente.
Pruebas no paramétricas: Experiencia y Tamaño (U de Mann-Whitney) - Ámbito de trabajo (H de Kruskal-Wallis).
Significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$.

4.2. EN RELACIÓN CON EL MÉTODO DEL DFT

En este apartado se trata de analizar diversos aspectos relacionados con el MAFT, el más utilizado por los valoradores. En particular se trata de saber: 1. Cuáles son los flujos de renta utilizados y cómo los calculan; 2. Cuál es la tasa de actualización utilizada y cómo llegan a ella; 3. Cómo evalúan el riesgo los expertos; 4. Cuál es el período de tiempo más común para proyectar los FT, y 5. Cómo determinan el valor residual.

En la literatura teórica, y en la práctica, existen diferentes formas de proceder al cálculo del valor de la empresa mediante el (MAFT). La formulación más aceptada en el (40,9% de los expertos) es la que utiliza un procedimiento indirecto de cálculo del valor financiero o de los propietarios:

$$VE_0 = \sum_{j=1}^n \frac{FLT_j}{(1 + k_0)^j} + \frac{VG_n}{(1 + k_0)^n} - RA$$

En relación con los flujos de renta utilizados (Tabla 6), los encuestados, indicaron de forma mayoritaria (77,3% de los casos) que es el *Free Cash Flow* (flujos de tesorería libres) el flujo por excelencia. Los resultados por categorías no resultan concluyentes al no presentar diferencias estadísticamente significativas.

TABLA 7
TIPOS DE FLUJOS DE TESORERÍA EN LA VALORACIÓN POR ACTUALIZACIÓN DE FT

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
FT Propietarios	13,6	8,0	16,7	9,1	14,3	12,5	16,0	10,5
FT Libres (<i>free cash flows</i>)	77,3	84,0	72,2	81,8	76,2	75,0	72,0	84,2
Dividendos	–	–	–	–	–	–	–	–
BAII	4,5	–	11,1	–	9,5	–	4,0	5,3
Resultado neto + amortizac.	4,5	8,0	–	9,1	–	12,5	8,0	–

Tablas de contingencia: significación de la c2: *: p<0,1; **: p<0,05; ***: p<0,01.

La expresión más aceptada (Tabla 7), utilizada por el 47,1% de los expertos, para determinar el *Free Cash Flow* es:

$$FLT = BAIT \cdot (1 - t) + AA - V(CC) - IEF$$

Sin embargo, cuando consideramos el factor tamaño y ámbito de trabajo del valorador podemos apreciar pautas de comportamiento diferenciadas. Así, el cálculo de los FLT a partir del BAIT, es principalmente utilizado por los valoradores que trabajan en empresas de ámbito nacional y que tienen más experiencia en valorar empresas grandes. Contrariamente, los expertos académicos y los que principalmente valoran empresas pequeñas, se inclinan por determinar los flujos de tesorería a partir de los recursos generados en las operaciones (Tabla 7).

TABLA 8
CÁLCULO DE LOS FLUJOS LIBRES DE TESORERÍA

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
$FLT = RG0dT \pm V(CC) \pm IEF$	3,63	3,57	3,64	3,27	3,42	4,50	4,10**	3,23**
$FLT = RBEdT - V(CC) - IEF$	3,06	3,26	2,82	3,00	2,64	3,43	3,05	3,15
$FLT = RE + AA - V(CC) - IEF$	3,16	3,50*	2,73*	3,57	2,64	2,60	2,88	3,38
$FLT = BAIT \cdot (1 - t) + AA - V(CC) - IEF$	3,91	3,82	4,09	3,42**	4,64**	3,33**	3,41**	4,40**

Valoración: 1 = menos utilizada a 5 = más utilizada.

Pruebas no paramétricas: Experiencia y Tamaño (U de Mann-Whitney) - Ámbito de trabajo (H de Kruskal-Wallis).

Significación: *: p<0,1; **: p<0,05; ***: p<0,01

Donde: *RG0dT*, son los recursos generados en las operaciones, después de impuestos (T).

RBEdT, es el resultado bruto de explotación después de impuestos.

RE, es el resultado del ejercicio (después de impuestos).

La tasa de actualización más aplicada por los valoradores en el MAFT es el coste medio ponderado del capital —ko— (Tabla 8). El coste de los recursos propios —ke— también resulta habitual, sobre todo es utilizado por los expertos con mayor experiencia y por los que valoran principalmente empresas grandes. Los académicos de forma mayoritaria utilizan —ko—.

TABLA 9
TASA DE ACTUALIZACIÓN UTILIZADA PARA EL DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE TESORERÍA

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
El coste de los recursos propios (ke)	3,15	2,67***	3,84***	2,93	3,42	3,00	2,77**	3,68**
El coste de la deuda que soporta la empresa con bancos (ib)	2,66	2,54	2,89	3,19	2,21	2,67	2,56	2,75
El coste medio ponderado del capital (ko)	3,96	4,00	3,85	3,69	4,00	4,40	3,83	4,05
El coste medio de la deuda de la empresa (ki)	2,68	2,96	2,42	2,67	2,80	2,60	2,52	2,76

Valoración: 1 = menos utilizada a 5 = más utilizada.
Pruebas no paramétricas: Experiencia y Tamaño (U de Mann-Whitney) - Ámbito de trabajo (H de Kruskal-Wallis).
Significación: *: p≤0,1; **: p≤0,05; ***: p≤0,01

A la hora de conocer cómo se determina la tasa de descuento, el 94,9% de los expertos la consideran un agregado de la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo (Tabla 9). La tasa libre de riesgo que se aplica con mayor frecuencia, (47% de los encuestados), es la correspondiente a las Emisiones del Tesoro, Obligaciones a diez años (Tabla 10). La experiencia del valorador, su ámbito de trabajo y el tamaño de empresa que valora, no resultan factores estadísticamente significativos en este proceso.

TABLA 10
¿INCLUYE EN LA TASA DE DESCUENTO UNA TASA LIBRE DE RIESGO Y UNA PRIMA DE RIESGO?

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
Sí	94,9	100,0	87,0	100,0	92,6	100,0	90,9	100,0
No	5,1	-	13,0	-	7,4	-	9,1	-

Tablas de contingencia: significación de la χ^2 : *: p≤0,1; **: p≤0,05; ***: p≤0,01.

TABLA 11
TASA LIBRE DE RIESGO UTILIZADA

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
Emisiones del Tesoro (Obligaciones) a 10 años	47,0	44,7	50,0	38,1	50,0	58,3	43,2	62,5
Emisiones del Tesoro (Bonos) a 6 años	18,2	21,1	15,4	14,3	25,0	8,3	24,3	8,3
Emisiones del Tesoro (Letras) a 18 meses	9,1	7,9	11,5	14,3	3,6	16,7	8,1	12,5
Una media ponderada de la Deuda del Tesoro	15,2	15,8	15,4	19,0	10,7	16,7	8,1	20,8

Tablas de contingencia: significación de la χ^2 : *: p≤0,1; **: p≤0,05; ***: p≤0,01.

La expresión que se maneja más frecuentemente para determinar la tasa de descuento es (Tabla 11):

$$K_0 = ke \cdot \frac{RP}{CI} + ki \cdot (1 - t) \frac{RAC}{CI}$$

No obstante, los expertos en valoración con una menor experiencia, optan preferentemente por determinar la tasa de descuento sumando, a la tasa libre de riesgo, una prima de riesgo de mercado y una prima de riesgo específica de la empresa (Tabla 11).

TABLA 12
 DETERMINACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
$k_0 = i + Pm + Pe$	3,46	3,73*	3,12*	3,31	3,42	3,70	3,38	3,50
$k_0 = i + Pe$	3,22	3,52	2,93	3,47	2,86	3,60	3,20	3,14
$k_0 = i + Pm$	2,44	2,60	2,33	2,21	2,44	2,20	2,55	2,41
$k_0 = ke \cdot \frac{RP}{CI} + ki \cdot (1 - t) \frac{RAC}{CI}$	3,53	3,32	3,71	2,77	3,84	3,86	3,33	3,65

Valoración: 1 = menos utilizada a 5 = más utilizada.

Pruebas no paramétricas:

Experiencia y Tamaño (U de Mann-Whitney) - Ámbito de trabajo (H de Kruskal-Wallis).

Significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$.

Donde:

i , es la tasa libre de riesgo.

Pm , es una prima por riesgo de mercado.

Pe , es una prima por riesgo específico de la empresa.

RP , son los recursos propios de la empresa

RAC , son los recursos ajenos con coste de la empresa.

CI , es el capital invertido por la empresa ($RP + RAC$).

ki , es el coste medio de la deuda que soporta la empresa.

t , es la tasa impositiva de la empresa.

Para fijar la prima de riesgo los expertos, en general, (36,6% de los casos), lo hacen a través de índices de riesgo específicos según su experiencia y el 26,8% por medio de la beta del mercado (Tabla 12). Las pruebas estadísticas realizadas no reflejan diferencias estadísticamente significativas en cuanto a la experiencia y ámbito de trabajo del valorador, ni según el tipo de empresa que éstos valoren.

TABLA 13
 TIPO DE INFORMACIÓN PARA DETERMINAR LA PRIMA DE RIESGO

	Total %	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
A partir de la rentabilidad contable	4,9	7,4	-	6,7	-	12,5	9,1	-
A partir de la rentabilidad del mercado bursátil	7,3	3,7	14,3	-	12,5	12,5	4,5	11,8
Por medio de la beta del mercado	26,8	25,9	28,6	6,7	37,5	37,5	13,6	47,1
A partir de la desviación de las rentabilidades históricas	17,1	14,8	21,4	40,0	6,3	-	18,2	17,6
A través de índices de riesgo específicos según la experiencia	36,6	37,0	35,7	40,0	31,3	37,5	45,5	23,5
Por medio de un análisis fundamental	2,4	3,7	-	6,7	-	-	4,5	-

Tablas de contingencia: significación de la χ^2 : *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$.

Los factores relacionados con el riesgo de la empresa a los que los expertos dan una mayor importancia para fijar la prima de riesgo son (Tabla 13): la variabilidad del resultado de la explotación; el riesgo de la estructura financiera de la empresa; y la falta de profe-

sionalización de la gestión. Si consideramos el factor tamaño, podemos comprobar que los expertos que valoran principalmente Pymes dan más importancia que los expertos que valoran empresas grandes, al ritmo de crecimiento de la empresa y la falta de profesionalización de la gestión. En el ámbito del experto y su experiencia no se aprecian diferencias estadísticamente significativas.

TABLA 14
VALORACIÓN DE FACTORES QUE AFECTAN AL RIESGO DE LA EMPRESA

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
Variabilidad resultado de la explotación	4,33	4,44	4,14	4,21	4,27	4,60	4,48	4,18
Estructura financiera de la empresa	4,02	4,06	3,90	3,83	4,04	4,00	3,90	4,17
El tamaño de la empresa	2,79	2,68	3,00	2,50	3,04	2,89	2,75	2,83
Grado de diversificación de la empresa	3,40	3,52	3,29	3,29	3,50	3,00	3,29	3,43
Ritmo de crecimiento de la empresa	3,50	3,41	3,62	3,83	3,39	3,30	3,69*	3,22*
Volumen de activos poseídos y su intensidad de uso	2,68	2,61	2,81	2,76	2,70	2,50	2,64	2,70
Gestión del circulante y nivel de rotación	2,95	2,85	3,00	3,00	3,08	2,67	2,97	2,86
Falta de profesionalización de la gestión	3,95	3,94	4,00	4,22	3,92	3,60	4,23**	3,65**

Valoración: 1 = nunca a 5 = muy frecuentemente.
Pruebas no paramétricas:
Experiencia y Tamaño (U de Mann-Whitney) - Ámbito de trabajo (H de Kruskal-Wallis).
Significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$.

El periodo temporal utilizado más frecuentemente para proyectar los FT es de cinco años (Tabla 14). Aunque los expertos con menos experiencia, y los que trabajan en una empresa de ámbito nacional, también utilizan un periodo máximo de diez años.

TABLA 15
PERIODO TEMPORAL UTILIZADO EN LA VALORACIÓN POR EL MAFT

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
Infinito	2,11	1,93	2,24	1,44	2,26	2,50	1,93	2,50
20 años o más	1,88	1,79	1,89	1,65	2,06	2,14	1,76	2,06
Un máximo de 10 años	3,79	4,20**	3,33**	3,50	3,96	4,00	3,69	3,85
Un máximo de 5 años	4,04	4,20	4,00	4,41	3,79	4,43	3,93	4,20

Valoración: 1 = menos preferido a 5 = más preferido.
Pruebas no paramétricas:
Experiencia y Tamaño (U de Mann-Whitney) - Ámbito de trabajo (H de Kruskal-Wallis).
Significación: *: $p \leq 0,1$; **: $p \leq 0,05$; ***: $p \leq 0,01$.

Finalmente, la forma más utilizada de estimar el valor residual de la empresa consiste en capitalizar el flujo de tesorería siguiente al del último ejercicio de predicción (Tabla 15). Con relativa frecuencia, también se aplica el valor residual equivalente al valor de liquidación de la empresa, sobre todo por los expertos con una experiencia menor y por los que valoran principalmente empresas grandes. No obstante, las diferencias no resultan estadísticamente significativas.

TABLA 16
PREFERENCIA EN RELACIÓN CON EL VALOR RESIDUAL O TERMINAL DE LA EMPRESA
EN LA APLICACIÓN DEL MAFT

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
Lo considero equivalente al valor de liquidación de la empresa	3,15	3,39	2,88	3,38	2,88	3,29	2,87	3,44
No considero la existencia de valor residual alguno	1,87	2,13	1,50	1,81	1,54	2,50	1,87	1,85
Lo considero como un múltiplo de alguna variable contable	1,56	1,45	1,54	1,33	2,00	1,20	1,36	1,83
Capitalizo el FT siguiente al del último ejercicio	3,80	3,73	3,84	3,33	4,32	3,63	3,85	3,94
Capitalizo el Resultado del último ejercicio	2,54	2,35	2,80	2,00*	3,29*	2,50*	2,29	2,62

Valoración: 1 = menos preferido a 5 = más preferido.
 Pruebas no paramétricas:
 Experiencia y Tamaño (U de Mann-Whitney) - Ámbito de trabajo (H de Kruskal-Wallis).
 Significación: *: p≤0,1; **: p≤0,05; *** : p≤0,01.

Para determinar el valor residual en la aplicación del MAFT, lo más usual, al capitalizar los flujos de tesorería, es considerar una tasa de crecimiento futura —g— que minora la tasa de actualización. Esto resulta más frecuente cuando el experto en valoración tiene una mayor experiencia y valora principalmente empresas grandes (Tabla 16).

TABLA 17
CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL O TERMINAL DE LA EMPRESA EN LA APLICACIÓN DEL MAFT

	Total	Experiencia		Ámbito de trabajo			Tamaño	
		Menos	Más	Local	Nacional	Académico	Pyme	Grande
$VR_n = \frac{FT_{n+1}}{k - g}$	4,00	3,43**	4,79**	3,58	4,53	3,57	3,67*	4,69*
$VR_n = \frac{FT_n}{k}$	3,76	3,71	3,85	4,17	3,56	3,57	3,83	3,67
$VR_n = \frac{RTDO}{k}$	2,00	2,10	1,89	2,40	1,42	2,17	1,95	1,88
$VR_n = \frac{RTDO}{k - g}$	2,10	2,05	2,30	2,20	1,85	2,00	1,90	2,22
$VR_n = AF \cdot (1 + ti)$	1,53	1,60	1,44	1,70	1,33	1,17	1,50	1,75

Valoración: 1 = menos preferido a 5 = más preferido.
 Pruebas no paramétricas:
 Experiencia y Tamaño (U de Mann-Whitney) - Ámbito de trabajo (H de Kruskal-Wallis).
 Significación: *: p≤0,1; **: p≤0,05; *** : p≤0,01.

Donde:
 ti, es la tasa de inflación media correspondiente a la vida media de los activos fijos.
 AF, son los activos fijos de la empresa.
 RTDO, es el resultado de la empresa (según el valor calculado).
 FT, son los flujos de tesorería utilizados (según el valor calculado).
 VRn, es el valor residual o residual esperado al final del período tomado para la actualización.
 k, es el coste medio al que descontamos los FT (de capital o de los accionistas, según el valor calculado).

5. CONCLUSIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

La valoración de empresas, tradicionalmente, no ha recibido una atención prioritaria en el campo de la investigación empírica. Por un lado, se consideraba que se trataba de una ma-

teria profesional, excesivamente subjetiva. 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 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 ha pretendido dar respuesta a la laguna que en el campo de la investigación empírica en valoración de empresas hay en España, analizando el grado de adecuación del marco teórico y la práctica profesional, siguiendo el ejemplo de trabajos previos realizados en otros países. Las conclusiones más relevantes que se derivan de nuestro estudio son las siguientes:

Existe un cuerpo teórico generalmente aceptado que se sustenta en la teoría de la inversión. Esto permite elaborar unos fundamentos metodológicos contrastados que aseguran un marco riguroso para llevar a cabo el proceso de valoración.

La valoración permite la aplicación de diferentes modelos, si bien es el de descuento de flujos de renta y, en particular, el que descuenta los flujos de tesorería, el que se ajusta al marco de referencia. No obstante, la existencia de criterios o circunstancias concretas pueden justificar la utilización excepcional de modelos diferentes.

El método de actualización de flujos de tesorería plantea, desde el punto de vista operativo, el conocimiento de los componentes del valor: 1. Los flujos de tesorería que queremos descontar; 2. La tasa de actualización que servirá de base al descuento, y 3. El valor residual o terminal.

En el ámbito empírico existen pocos trabajos específicamente centrados en la valoración de empresas y en el análisis de los componentes de valor. Todos ellos, en general, coinciden en apreciar divergencias en las actuaciones de los valoradores a lo largo del proceso valorativo. Por este motivo es necesario conocer si los profesionales que actúan en el mercado siguen las pautas del marco teórico o no. Se justifica así el estudio empírico realizado, aportando de esta forma evidencia del comportamiento de los profesionales españoles a la hora de abordar la valoración de una empresa.

Desde una perspectiva general, el estudio empírico realizado, sustentado en la opinión de sesenta y seis expertos en valoración, pone de manifiesto que los profesionales se rigen mayoritariamente por los criterios metodológicos que indica la teoría. No obstante, si atendemos a las características específicas del valorador, se ponen de manifiesto divergencias en diferentes aspectos del proceso de valoración. La Tabla 19 recoge de forma resumida las principales divergencias con significación estadística. Estos resultados son coincidentes con estudios empíricos previos como los de Dukes, Bowling y Ma [1990], Bruner *et al.* [1998], Pereiro [2001] y Santos, *et al.* [2002].

Los resultados obtenidos arrojan luz sobre el desarrollo del proceso de valoración en España. No obstante, este trabajo nos ha permitido apreciar que todavía es necesario profundizar e investigar en diversos aspectos.

Hoy día no existe una terminología común en valoración de empresas. Para avanzar en esta materia se precisa que los expertos utilicen una nomenclatura homogénea que sea generalmente admitida. La armonización no es sencilla, ya que la valoración se enfoca desde distintas disciplinas, asociado ello a la existencia de diferentes organizaciones profesionales que aglutinan a los expertos.

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, lo que favorecería la armonización de que hablábamos. 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 que debe ser contemplada en la Universidad.

TABLA 19
DIVERGENCIAS EN EL PROCESO DE VALORACIÓN

<i>CATEGORÍAS</i>	<i>EXPERIENCIA DEL VALORADOR</i>	<i>ÁMBITO DE TRABAJO DEL VALORADOR</i>	<i>TAMAÑO DE LA EMPRESA VALORADA</i>
<i>¿Valora la empresa sin tener en cuenta los objetivos de los interesados?</i>		Los expertos de ámbito nacional tienen menos en cuenta los objetivos de los clientes a la hora de plantear la valoración	
<i>Grado de importancia de factores generales a la hora de valorar una empresa</i>	Los expertos con más experiencia dan más importancia al tamaño de la empresa	Los expertos nacionales dan más importancia al sector y tamaño de la empresa, y al nivel de información contable disponible	
<i>Grado de utilización de los métodos de valoración</i>	Los expertos con más experiencia aplican más frecuentemente el valor de liquidación y los métodos de referencias y prácticos	Los expertos de ámbito nacional utilizan más frecuentemente los métodos de múltiplos y el valor neto contable	Los expertos que tienen experiencia en valorar empresas grandes utilizan más los métodos de múltiplos, el valor de liquidación y el MAFT
<i>Cálculo de los flujos libres de tesorería</i>		Los académicos para calcular los FTE utilizan más como punto de partida los RGO. Los nacionales utilizan más el BAIT	Los que valoran grandes empresas utilizan más el BAIT para calcular los FTE
<i>Tasa de actualización utilizada para el descuento de los flujos de tesorería</i>	Los expertos con más experiencia utilizan más a menudo el coste de los recursos propios (ke)		Los que generalmente sólo valoran Pymes utilizan menos ke como tasa de actualización
<i>Tasa libre de riesgo utilizada</i>	Los expertos con menos experiencia recurren con más frecuencia para calcular ko a agregar primas de riesgo a la tasa libre de riesgo		
<i>Valoración de factores que afectan al riesgo de la empresa</i>			Los expertos que sólo valoran Pymes dan una mayor importancia a la falta de profesionalización y al ritmo de crecimiento de la empresa a valorar
<i>Periodo temporal utilizado en la valoración por el MAFT</i>	Los expertos con menos experiencia utilizan más a menudo el periodo de 10 años		
<i>Cálculo del valor residual o terminal de la empresa en la aplicación del MAFT</i>	Los expertos con más experiencia utilizan más a menudo una tasa de crecimiento (g) que resta a la tasa de actualización		Los expertos que valoran empresas grandes utilizan más la tasa de crecimiento (g) que restan de la tasa de actualización

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. También 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.

Sin duda la estimación de la tasa de descuento es una de las cuestiones todavía más problemáticas que tenemos en la valoración, dada su influencia en el valor de la empresa. La influencia de la tasa de descuento en el valor es de todos ampliamente conocida. La estimación de las variables que influyen en la prima de riesgo específico, es un campo para estudiar en aras de la búsqueda de un modelo válido para el caso español. Tradicionalmente el cálculo de la tasa de descuento se ha abordado desde un punto de vista financiero (enfoque de financiación), es decir, analizando el coste de cada fuente de financiación. No obstante, la posibilidad de adoptar un enfoque económico o fundamental ha abierto un camino con largo recorrido.

En el caso de valoración de Pymes las limitaciones propias de estas empresas, particularmente los relativos a la falta de liquidez y las limitaciones a su transmisibilidad requieren esfuerzos específicos que deberían orientarse a la creación de bases de datos que pudieran favorecer un mejor estudio de este tipo de operaciones y empresas para el futuro.

REFERENCIAS

- ANSON, J. A. [1995]: «La valoración de empresas en la práctica: Opinión de los auditores», *Revista Técnica del IACJCE*, 3.ª Época, n.º 6, pp. 24-37.
- BERNARD, V., y STOVER, T. [1989]: «The nature and amount of information in cash flow and accrual», *The Accounting Review*, october, pp. 624-652.
- BRETEN, J., y WYATT, P. [2001]: «Variance in commercial property valuations for lending purposes: An empirical study», *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 19, 3, pp. 267 a 282.
- BRUNER, R. F.; EADES, K. M.; HARRIS, R. S., y HIGGINS, R.C. [1998]: «Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Syntesis», *Financial Practice and Education*, Spring/Summer, pp. 14-28.
- CEA GARCÍA, J. L. [1979]: *Modelos de comportamiento de la gran empresa capitalista*, Instituto de Planificación Contable, Madrid.
- COURTEAU, L.; KAO, J. L., y RICHARDSON, G. D. [2001]: «Equity Valuation Employing the Ideal versus Ad hoc Terminal Value Expression», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, n.º 4, pp. 625-661.
- CRITCHER, C., y GLADSTONE, B. [1998]: «Utilizing the Delphi Technique in Policy Discussion: A Case Study of a Privatized Utility in Britain», *Public Administration*, Vol. 76, pp. 431-449.
- CHAN, A. P. C.; YUNG, E. H. K.; LAM, C. M. T, y CHEUNG, S.O. [2001]: «Application of Delphi method in selection of procurement systems for construction projects», *Construction Management and Economics*, 19, pp. 699-718.
- CHEN, N.; ROLL, R., y ROSS, S. A. [1986]: «Economic forces and the stockmarket», *Journal of Business*, n.º 59, pp. 383-404.
- DAMODARAN, A. [2002]: *Investment Valuation*, 2d Edition, John Willey & Sons. New York.
- DUKES, W. P.; BOWLING, O. D., y 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., y FRENCH, K. R. [1992]: «The cross-section of expected return», *Journal of Finance*, n.º 47, pp. 427-466.
- FELTHAM, G., y OHLSON, J. A. [1995]: «Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities», *Contemporary Accounting Research*, n.º 11, pp. 289-731.
- FMI [2004]: *Mergers and acquisitions [m&as]*, Issues paper 4, IMF committee on balance of payments statistics and OECD workshop on international investment statistics. Direct investment technical expert group (DITEG). <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/pdf/diteg4a.pdf>.
- GABÁS, F., y APELLANZ, 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.º 78, pp. 107-142.
- 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.º 96, pp. 751-785.
- 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.º 86, pp. 9-35.
- GODFREY, S., y ESPINOSA, R. [1996]: «A practical approach to calculating cost of equity for investment in emerging markets», *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, n.º 3, pp. 80-89.
- KAPLAN, S. N., y RUBACK, R. S. [1995]: «The Valuation of Cash Flow Forecast: an Empirical Analysis», *Journal of Finance*, n.º 50, pp. 1.054-1.091.
- KPMG [2004]: *El volumen de fusiones y adquisiciones en España*, <http://www.kpmg.es/principal.asp>.
- HALL, S. C. [2003]: «Comparable-companies Business Valuation in the Current Financial Markets Environment», *Journal of Financial Service Professionals*, Vol. 57, n.º 1, pp. 9 -10.
- 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. London.
- LINTNER, J. [1965]: «The valuation of risk assets and the selection of risky investment in stock portfolios and capital budgets», *Review of Economics and Statistics*, Vol. 8, n.º 1, pp. 53-58.
- MOSSIN, J. [1966]: «Equilibrium in a Capital Asset Market», *Econometría*, October.
- 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, n.º 113, Julio-septiembre, pp. 697-723.
- O'HANLON y STEELE [2000]: «Estimating de equity risk premium using accounting fundamental», *Journal of Business, Finance and Accounting*, pp. 1.051-1.084.
- OHLSON, J. A. [1995]: «Earning, Book Values and Dividens in Equity Valuation», *Contemporary Accounting Research*, Vol. II, n.º 2, pp. 661-687.
- PENMAN, S. [1997]: «A synthesis of equity valuation techniques and the terminal value calculation for the dividend discount model», *Review of Accounting Studies*, Vol. 2, n.º 4, pp. 303-323.
- PEREIRO, L.E. [2001]: «Valuing Companies in Latin America: What are the Key Issues for Practicioners», *Working Paper*, www.darden.virginia.edu/batten/ven/PDFs/PereiroPaperFinal.pdf.
- PORTEBA, J. M., y SUMMERS, L. H. [1995]: «A CEO Survey of U.S. Companies' Time Horizons and Hurdle Rates», *Sloan Management Review*, Fall, pp. 43-53.
- ROJO, A. A., y GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D. [2003]: «La valoración de pequeñas y medianas empresas (PYMES)», *Simposio sobre análisis y valoración de Pymes*, AECA, Madrid.
- ROSENBERG, B., y GUY, J. [1976]: «Prediction of beta from investment fundamental», *Financial Analysts Journal*, May/June and July/August, pp. 60 a 75 y 62 a 70.
- ROSS, S. A. [1976]: «The arbitrage theory of capital asset pricing», *Journal of Economic Theory*, Vol. 3, n.º 3, pp. 341-360.

SANTOS, V. M. DOS; DOWNIE, M. L.; FISHER, P., y FERNANDES, A. [2002]: «The practice of real estate valuation in Portugal», *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 20(2), pp. 181-203.

SOLNIK, B. [1974]: «An equilibrium model of the internacional capital market», *Journal of Economic Theory*, July-August, pp. 500-525.

WILSON, P. [1986]: «The relative information content of accrual and cash flows: combined evidence at the earning announcement and annual report release date», *Journal of Accounting Research*, Supplement, pp. 165-200.