

**Universidad Siglo 21**



Trabajo Final de Grado. Manuscrito Científico

Carrera de Contador Público

**“Relevancia de los intangibles en la valoración de las empresas argentinas”**

**“Relevance of intangibles in the valuation of Argentine companies”**

Autor: Horacio Santiago Pino

DNI: 26.531.829

Legajo: VCPB34478

Director de TFG: Miriam de Marco

Yerba Buena, Tucumán

Argentina, junio 2022

## Índice

<b>Resumen</b> .....	2
<b>Abstract</b> .....	3
<b>Introducción</b> .....	4
<b>Métodos</b> .....	17
<i>Diseño</i> .....	17
<i>Participantes</i> .....	18
<i>Instrumentos</i> .....	19
<i>Análisis de datos</i> .....	20
<b>Resultados</b> .....	22
<b>Discusión</b> .....	27
<b>Referencias</b> .....	37

## **Resumen**

La intención de este trabajo fue encontrar una concordancia entre los activos intangibles, reconocidos y no reconocidos por la normativa contable tanto argentina como internacional, y el precio de las acciones de las empresas. Para esto se tomó como base un modelo de investigación de tipo descriptivo mixto, al considerar características tanto cualitativas como cuantitativas. Además, se consideró un diseño no experimental al no existir una manipulación intencional de las variables. Se seleccionaron 5 empresas de diferentes sectores productivos que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires a fin de enriquecer la muestra. Los resultados obtenidos indicaron la fuerte heterogeneidad de la muestra, además de la alta dispersión de los valores al tener empresas de sectores diversos como el financiero o metalúrgico. El Capital Humano mostró una incipiente correlación en el precio de las acciones. Por su parte, tanto el Capital Relacional como el Capital Estructural no mostraron indicios de estar relacionados con la variable dependiente, definida como el precio de las acciones de las empresas. De esto se pudo concluir que el mercado considera de poca relevancia algunos indicadores considerados en esta investigación, pero las empresas deben realizar informes pormenorizados destinados a los usuarios externos tomando como base los activos intangibles.

Palabras claves: empresa, informe, capital, activo, intangible.

## **Abstract**

The intention of this work was to find a concordance between the intangible assets, recognized and not recognized by both Argentine and international accounting regulations, and the price of the companies' shares. For this, a mixed descriptive research model was taken as a basis, considering both qualitative and quantitative characteristics. In addition, a non-experimental design was considered as there was no intentional manipulation of the variables. Five companies from different productive sectors listed on the Buenos Aires Stock Exchange were selected in order to enrich the sample. The results obtained indicated the strong heterogeneity of the sample, in addition to the high dispersion of values by having companies from diverse sectors such as finance or metallurgical. Human Capital showed an incipient correlation in the price of shares. On the other hand, both Relational Capital and Structural Capital showed no signs of being related to the dependent variable, defined as the price of company shares. From this it was possible to conclude that the market considers some indicators considered in this research to be of little relevance, but companies must make detailed reports for external users based on intangible assets.

**Keywords:** company, report, capital, asset, intangible.

## Introducción

El reconocimiento de los activos intangibles, como un elemento clave e importante para observar y analizar la valoración de las empresas, ha sido objeto de discusión desde décadas atrás; donde se ha llegado a la conclusión de que la subestimación de este tipo de activos al momento de volcar en los estados contables dichas valoraciones genera un marco ficticio de información, ya que la misma no refleja el valor razonable de los recursos inmateriales (Manco López, Pérez-Ortega, y Loreto Botero, 2018).

Tal como menciona Vélez Pareja (2013), es de vital importancia comenzar a medir el valor de los intangibles para proveer la información requerida por los *stakeholders* de las empresas: accionistas, trabajadores, clientes, proveedores, acreedores, estado y la sociedad en general. Actualmente se cuenta principalmente con dos métodos de valoración: métodos contables y métodos de rentabilidad.

Sin embargo, según Pérez Ortega y Tangarife Martínez (2019), a pesar de contar con una gran cantidad de instrumentos y modelos para realizar una medición y valoración del capital intelectual en distintas empresas, indican que no se ha podido llegar a una estandarización y homogenización de dichos modelos a fin poder reflejar las valoraciones de dicho capital en los estados contables. Uno de los principales motivos es que la mayoría de esos modelos son simplemente estudios de casos sin poder llegar a convertirse en una herramienta adecuada.

Desde esta perspectiva, Vélez Pareja (2013) manifestó que la valoración de los activos que son objeto de este informe carecen de un método general que permita indentificar el flujo de caja asociado al activo y sugiere cuatro métodos, algunos más subjetivos que otros:

- Métodos basados en los ingresos
- Métodos basados en el mercado
- Métodos basados en el costo
- Otros métodos, usando modelos estadísticos, o de medidas indirectas mediante el uso de proxies.

De esta manera es como los empresarios de diferentes ámbitos se han percatado hace tiempo sobre la importancia de otorgar a los activos intangibles no reconocidos contablemente un lugar diferente al que tienen asignado. Amaro (2022) advierte que la inversión en activos intangibles, como capital humano y la digitalización, puede ser la estrategia adecuada para enfrentar la crisis económica que dejó la pandemia iniciada en 2020.

Es conocida la brecha cada vez más profunda entre el valor en libros y el valor de mercado de las empresas que cotizan en la bolsa de valores, cuestión de relevancia en la actualidad y fuente de un importante cuestionamiento sobre la utilidad de la información que suministran los modelos contables de la actualidad. Dichos modelos contables establecen una perspectiva dominante, indicando los activos intangibles que deben ser reconocidos en los estados financieros (Ficco C. R., 2019).

Siguiendo este punto, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por el *International Accounting Standards Board* (IASB) facilitaron una mayor apertura a la hora de reconocer los activos intangibles. Por otra parte, la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE) a través de las Resoluciones Técnicas que emite a fin de regular la actividad dentro de los límites del país, intentaron concordar la normativa con las NIIF, pero siendo insuficiente a la hora de brindar la información necesaria sobre los intangibles (Ficco C. R., 2019).

La Norma Internacional Contable (NIC) N° 38 elaborada por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (2018) indica como activos intangibles a todos aquellos activos no monetarios, sin sustancia física con la característica adicional que deben ser identificables. El sentido del IASB de añadir este último requisito es poder diferenciar todos aquellos activos inmateriales de la llave de negocio. Tal diferenciación proviene del requisito de identificabilidad y permite que tal activo pueda ser separado y por lo tanto vendidos, cedido, dado en explotación arrendado o intercambiado.

Roldán Esteban (2013) concluyó que la NIC 38, indica que para que un activo intangible sea reconocido como tal debe cumplir con los siguientes requisitos, caso contrario debe reconocerse como un gasto dentro del ejercicio contable en el que haya incurrido:

- Indentificabilidad,
- Control sobre el recurso en cuestion, y
- Existencia de beneficios económicos futuros.

López et. al (2016) añadieron que la norma mencionada, determina criterios específicos para el reconocimiento: primeramente, la *probabilidad* que en la entidad fluyan los beneficios económicos futuros; luego, que el *costo* pueda ser calculado de manera fiable. Sobre los beneficios económicos futuros están incluidos los ingresos provenientes de la venta de productos o servicios, el ahorro de los costos y demás rendimientos atribuibles al uso del activo. Un claro ejemplo de esto último es el uso de la propiedad intelectual.

Además, Ficco (2019) aclaró que se dispone de una excepción cuando la norma explicita que si el activo fue adquirido a través de una combinación de negocios pasará a formar parte de la *plusvalía* reconocida en la fecha de adquisición. Además de esto, la

NIIF 3 señala que la organización adquiriente debe reconocer de manera aislada la plusvalía de los AI identificables que fueron adquiridos mediante una combinación de negocios.

Al entender de Ficco (2019), más allá de la conceptualización dejada por la IASB a través de su normativa mencionada, y de la doctrina contable, deja una serie de requisitos para que un elemento intangible sea reconocido como activo. Dichos requisitos acortan el alcance de ese concepto dejando afuera un cuantioso número de inversiones que forman parte del capital intelectual de las empresas en general.

Por su parte, las resoluciones técnicas (RT) emitidas por FACPCE definen a los activos intangibles por exclusión, ya que al dar una definición no taxativa en la RT N° 9 los mismos carecen de conceptos sustanciales, además de haber quedado desactualizada al enunciar futuros ingresos y no futuros beneficios, que sería lo más adecuado en la actualidad. En la RT N° 17 se provee una caracterización para el reconocimiento de estos bienes, pero sin llegar a contribuir a una definición más clara (López, Santanatoglia, Pedroni, Albanese, y Milanesi, 2016).

La normativa argentina sobre este tema, configurada principalmente por las RT 17, 18, y 21, agrega los requisitos esenciales y específicos para que un elemento intangible pueda ser reconocido como activo. La RT 17 establece primeramente una diferenciación entre llave de negocio y otros activos intangibles, incluyendo en esta última, a través de un criterio de agrupamiento, todos aquellos elementos sujetos a una posible identificación. También hace una clasificación entre aquellos activos adquiridos de forma independiente y los adquiridos en una combinación de negocios (Ficco, 2019).



López et. al (2016) indicaron que la RT 17 agrega particularidades respecto al reconocimiento de los recursos inmateriales, estableciendo que las siguientes erogaciones deben definirse como AI:

- Gastos de organización: aquellas erogaciones que son necesarias para poner en marcha el ente.
- Costos preoperativos: todas aquellas erogaciones que se necesitan, previas al inicio a la actividad, como aquellas atribuibles a la nueva actividad si esta no se hubiese desarrollado. En este punto es importante aclarar que no se deben incluir las erogaciones realizadas como un componente del costo de los bienes de uso.

En este sentido, Fruet Walter (2020) agregó las erogaciones que no deben ser reconocidas como AI, explicitadas en la RT 17:

- a) Aquellos costos incurridos en investigaciones a los fines de obtener nuevos conocimientos científicos y técnicos. Esta situación se enuncia con el fin de eludir gastos sobre una actividad que no asegura que tendrá ingresos futuros.
- b) Los costos aplicados en el desarrollo del valor llave, marcas y todos aquellos que no puedan ser separados del costo global. Esta restricción se enuncia por la incapacidad de valorar los mismos de una manera confiable.
- c) Todos aquellos costos aplicados a la publicidad, promoción y a la reorganización del ente debido a la limitación adjudicada en la normativa.
- d) Los costos incurridos en el entrenamiento del personal, ya que nada asegura que los mismos continuarán su actividad en el ente.

Para la medición de los AI, López et. al (2016) describieron los lineamientos de la RT 17 enunciando que la medición inicial se realizará en base a su costo, definiendo como tal el sacrificio completo que la empresa realiza para poner en marcha el recurso para ser usado. Este método es el que más se acerca a los requisitos de credibilidad, confiabilidad y comprobabilidad, requisitos que deben contener los estados financieros, aunque estos adolecen de utilidad para medir la riqueza y y ventaja competitiva que estos aportan.

Respecto a la llave de negocio, Varela, Tolaba, y Ruiz (2018) manifestaron que aquella es la posibilidad de lograr en un futuro ganancias superiores a la media, expresadas estas a su valor actual. De esta definición se desprenden dos conceptos principales para entender la llave de negocios: por un lado la superutilidad, que no es más que las utilidad por encima de lo normal; por otro lado, la probabilidad a la que estas superutilidades están sujetas para calcular una estimación exacta de la proporción de los casos favorables sobre los casos posibles. Sólo se podrá dejar de considerar este factor cuando haya certeza de que las supertulidades calculadas tendrán lugar.

Para Suardi et. al (2007) la identificación de las características de aquellos elementos intangibles para su posterior clasificación fue una tarea difícil debido a la naturaleza de estos. Los estados contables omiten la registración de estos elementos puesto que carece de información completa y homogénea, impidiendo de esta manera que las potencialidades reales de las empresas se conozcan en el mercado. Una evidencia de esto es la diferencia en la valoración de muchas de estas empresas en el mercado, principalmente en los sectores intensivos en alta tecnología y conocimiento, las cuales realizan grandes inversiones en activos intangibles como investigación y desarrollo (I+D), y marcas.

En cuanto a la significatividad de los intangibles en la vida de las empresa, Barbei y Vivier (2016) indicaron que el ratio de capitalización Mercado-Patrimonio Neto (MPN) creció significativamente en entes que poseen una importante inversión en intangibles, poniendo especial énfasis en aquellos AI que no pueden reconocerse en los estados contables, como los que son generados internamente: el bienestar de los empleados, los planes a futuro de la empresa, sus oportunidades y riesgos y otros factores subjetivos como la psicología del mercado.

Respecto a aquellos intangibles generados internamente, se pueden mencionar al Capital Intelectual (CI), que según Aguilera Enriquez, Hernández Castorena y Colin Salgado (2014), muestran aspectos tan importantes como la capacidad de la empresa para aprender y adaptarse a nuevas tendencias. Para ello el CI debe ser considerado como una de las estrategias competitivas que habiliten a las organizaciones a integrar los mercados competitivos haciendo un uso eficiente y efectivo de ese capital.

De acuerdo con Pérez Ortega y Tangarife Martínez (2012), el CI está compuesto por tres elementos: capital humano, capital estructural o interno y capital relacional o externo, siendo definidos como:

- Capital humano: conjunto de destrezas, conocimientos, experiencia y conocimientos tanto de los empleados como de los directivos de la organización (Castillo Contreras, 2012).
- Capital estructural o interno: hace referencia a los aspectos internos de la organización, como la estructura, forma organizativa, tecnología, patentes, cultura empresarial, sistemas administrativos, entre otros (Santos-Rodrigues, Figueroa Dorrego y Fernández Jardón, 2011).

- Capital relacional o externo: se expresa como la capacidad de comunicación que la empresa mantiene con el exterior, incidiendo directamente con los clientes y la reputación corporativa (Canto Valencia, Vera Arenas y Rivero Villar, 2012).

Pasquel Racines, Báez Erazo, Pauker Teneda, y Apolo Buenaño (2016) definen el capital estructural a través de dos componentes. El primero es el capital organizativo, y es definido como el conjunto de activos intangibles relacionados con la cultura, los procesos y la estructura de la compañía, los cuales pueden ser formales o informales. Por otro lado, el capital tecnológico se define como todas aquellas actividades y funciones de tipo tecnológico que inciden en el proceso de la prestación de servicios de producción.

Por otro lado, Sarur Zanatta (2013) agrega que el capital intelectual son aquellos activos que afectan la valoración de una organización que el mercado les asigna pero no afectan su valor contable, como los conocimientos de las personas, la satisfacción de los empleados, de los clientes, de los proveedores, el *know-how* de la empresa, considerados como intangibles. También enuncia diferentes instrumentos para medir el CI de una empresa:

- Cuatro de mando integral o marcador equilibrado: aplicado a organizaciones con diversos individuos con los cuales interactúan para lograr sus negocios *-stakeholders-* como clientes, empleados e inversionistas, los cuales se traducen como marcadores equilibrados.
- Monitor de activos intangibles: es una herramienta utilizada para guiar a los gerentes para demostrar la importancia de los AI, su identificación y renovación, para evitar así la pérdida de estos. Esta herramienta está centrada en tres tipos de activos intangibles: los activos de estructura

externa, los activos de estructura interna y los activos de capacidad de las personas.

- *Technology Broker*: es un modelo que mide el CI de la propia organización y realiza una evaluación global de los procesos, filosofía de la empresa y la tecnología utilizada. Para ello divide a los activos en cuatro subsistemas o categorías: activos de mercado, los centrados en el individuo o humanos, los de propiedad intelectual y los de infraestructura.

Desde el punto de vista de Pérez Ortega y Tangarife Martínez (2012), la posibilidad de medir el CI es uno de los motivos básicos para generar ventajas competitivas, trayendo consigo inversionistas, proveedores, empleados además de clientes, puesto que el incremento en el valor de la empresa trae consigo prestigio, reputación y acceso a financiación. A pesar de los esfuerzos realizados para lograr una medición de CI empleando algunos de los modelos explicitados precedentemente, dicha medición corre el riesgo de sobrevaluar las empresas al no permitir evaluaciones rigurosas que validen la construcción de indicadores.

Rixe Palpa y Huamán Velasco (2020) indicaron que existen diversos modelos que posibilitan medir el capital intelectual, remarcando la existencia de semejanzas y diferencias entre ellos, logrando determinar fórmulas para el cálculo de indicadores que permiten medir y gestionar el CI. La mayoría de esos modelos presentan información confiable y de relevancia para la toma de decisiones y suministra información esencial dirigida a terceros sobre el valor de la empresa.

Por su parte, continuando la línea de este trabajo, Ficco (2018) a través de su investigación titulada la relevancia valorativa de los activos intangibles y el capital intelectual en el mercado de capitales argentinos realizó una investigación sobre la

influencia que tienen los activos intangibles y el capital intelectual en las empresas que cotizan en el Mercado de Capitales de Argentina (MCA). Dicho estudio se realizó sobre una muestra de 52 empresas entre los años 2009 al 2018. Luego de una depuración, la muestra terminó siendo menor que la inicial. El diseño corresponde a una investigación empírica empleando un análisis descriptivo de toda la muestra.

Ficco (2018) destacó, a través de su estudio, referido al CI según las NIIF, que el capital estructural y el capital humano poseen relevancia en la valoración que el mercado les da a las empresas argentinas, pero dentro de las *proxies* definidas en su trabajo, tal como gastos de publicidad y ventas, no presentan relaciones significativas y relevantes para la valoración de aquellas empresas, por lo que concluyó que no son tenidas en cuenta para la formación de los precios de las mismas. De todos modos, destaca que el componente contable es el que más influye en los precios de mercado de las empresas.

Respecto al CI, Ousama, Al-Moutari y Fatima (2020) analizaron la relación que existe en la información suministrada por los estados contables anuales y la valuación de las empresas en la bolsa de valores de Qatar a través de su estudio. Dicho informe fue realizado mediante la recolección de información de los estados contables desde 2010 al 2012 y desde 2016 a 2018, tomando como muestra un total de 252 organizaciones que cotizan en la bolsa de valores de Qatar.

Ousama, Al-Moutari y Fatima (2020) concluyeron que el CI de las empresas ayudan a los *stakeholders* a entender el valor real de las empresas. La correlación y la regresión de las variables analizadas mostraron que existen una relación positiva entre la información existente del CI en el periodo anteriormente mencionado, y complementa de manera positiva la literatura previa sobre la valuación de las empresas en las economías emergentes.

Por su lado, Pardo-Cueva, Armas Herrera, y Chamba-Rueda (2017) analizaron la relación existente entre el CI y sus componentes con la rentabilidad financiera, medida a través del ROE y ROA de las 46 empresas más grandes de Ecuador. Para este estudio se utilizó el modelo del coeficiente del valor intelectual añadido (VAIC), utilizando también una metodología de regresión lineal para el análisis de los resultados.

A través de este trabajo, Pardo-Cueva et al. (2017) llegaron a la conclusión de que el VAIC y los coeficientes de eficiencia del capital humano, capital estructural y el capital empleado inciden de manera positiva con el ROE y ROA. Es decir, si las empresas del sector industrial realizaran inversiones periódicas en el AI la rentabilidad obtenida al final del ejercicio económico sería mayor, ya que todo el personal contaría con la información y competencias suficientes y necesarias para transformar su conocimiento en capital intelectual.

El estudio realizado por Villegas González, Hernández Calzada, y Salazar Hernández (2017) sobre la medición del CI y la forma en la que el mismo impacta en el rendimiento financiero de las empresas de sector industrial de México pretende poner foto sobre los AI no reconocidos en la contabilidad, pero que son generadores de beneficios en la economía actual y determinan el posicionamiento de la organización en el mercado.

En este estudio, Villegas González et al. (2017) utilizaron un análisis correlacional-causal ya que se formularon 6 hipótesis para demostrar la correlación existente entre el coeficiente del valor añadido intelectual (VAIC) y la eficiencia del capital humano (HCE), la eficiencia del capital estructural (SCE) y la eficiencia del capital empleado (CEE). La muestra estuvo conformada por 32 empresas del sector

industrial de México, tomando como base aquellas que publicaron el rubro sueldo y salarios en sus estados financieros, ya que este es un dato básico para el cálculo del VAIC.

Los resultados obtenidos en el trabajo de Villegas González et al. (2017) concluyeron que las variables definidas inciden positivamente en elementos claves como son la rentabilidad financiera, la capitalización de mercado y en el nivel del valor de las acciones de las empresas del sector industrial de México. Concluyeron además que el capital humano es la principal fuente de capital intelectual y el principal factor de creación de valor agregado que trasciende en las empresas del sector industrial.

De acuerdo con Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno, (2021) la evidencia aportada por los diferentes autores respecto a la relevancia de los AI y el CI confirman una asociación positiva referida a los elementos enunciados y la valoración de las acciones que las empresas tienen en el mercado. Es de esperar que los inversores estimen la información suministrada por las empresas como un elemento representativo de la creación de valor.

A través del desarrollo de la temática tratada en este trabajo se puede evidenciar una situación problemática recurrente en el mundo actual de los mercados burátiles: la falta de información necesaria respecto a las inversiones globales que realiza una empresa. Particularmente las inversiones que el ente realiza en activos inmateriales reconocidos y no reconocidos, y cómo estos afectan a la valoración que el mercado les asigna a estos entes. Para ello es necesario contar con un modelo confiable que permita analizar los *proxies* definidos para el estudio.

Este problema lleva a plantear los siguiente interrogantes:

- ¿Cuáles son las variables intervinientes en el estudio de los activos intangibles?,



- ¿Cuáles de esas variables son importantes y cuáles secundarias?,
- ¿El relevamiento de la información necesaria es de fácil acceso?,
- ¿Cómo afecta la inversión en activos *invisibles* en la valoración que el mercado le da a esas empresas? .

La respuesta a estos interrogantes puede aparejar un conocimiento más amplio sobre la incidencia que los activos intangibles no reconocidos por la normativa contable tienen sobre la valoración que tienen las empresas en el mercado y la baja predominancia que la información contable tiene en esas valoraciones posibilitando nuevos entendimientos respecto a la importancia de generar información confiable para los usuarios externos de las empresas. La importancia de los resultados y las conclusiones de este trabajo pueden contribuir a afianzar los resultados obtenidos en otros estudios, y de esta manera confirmar o no la importancia que estos activos tienen en la valoración de las acciones. Los resultados son de importancia para los usuarios que esperan que esta información sea confiable y segura para la toma de decisiones.

### *Hipótesis*

H1: La llave de negocios (LLN) y Otros activos intangibles (OAI) reconocidos en los estados contables de las empresas cotizantes en el Mercado de Capitales de Argentina (MCA) tienen relevancia para la valoración las acciones en dicho mercado.

H2: los componentes del Capital Intelectual (CI), el Capital humano (CH), el capital estructural (CE) y el capital relacional (CR) de las empresas cotizantes en el MCA tiene relevancia para la valoración del precio de sus acciones en el mercado.

### *Objetivo general*

Determinar el alcance que tiene la información sobre activos intangibles en general y capital intelectual en particular sobre la valoración de las acciones de las empresas que cotizan en la bolsa de valores de Buenos Aires en el año 2021.

#### *Objetivos específicos*

- Determinar los *proxies* o indicadores que son precisos para la medición de los activos intangibles reconocidos y no reconocidos en las empresas sujetas a análisis.
- Desarrollar un análisis estadístico de los datos obtenidos de los estados financieros de las empresas que cotizan sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, a fin de verificar la relación entre las variables independientes (activos intangibles y capital intelectual) con la variable dependiente (precio de las acciones).

## **Métodos**

#### *Diseño*

El estudio realizado mediante esta investigación tuvo un alcance descriptivo, ya que mediante el mismo se pudo describir las características de los hechos concretos en los estados contables de las empresas, y que pueden influir en el precio de las acciones de estas. En este caso, el efecto que producen los activos intangibles reconocidos y no reconocidos contablemente en la valoración de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires.

El enfoque fue mixto, ya que se consideró el aspecto cualitativo en función al análisis de las normas contables nacionales e internacionales, y la legislación argentina. También se consideró el aspecto cuantitativo al emplear una regresión estadística para precisar el impacto de los activos intangibles mencionados anteriormente.

El desarrollo de este trabajo tuvo un diseño no experimental ya que no existió manipulación intencional de las variables. También tuvo un carácter puramente transversal, ya que se recolectaron datos en un único momento en el tiempo para cada una de las empresas. Esto quiere decir que se realizaron estudios de casos de empresas argentinas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires, considerando los estados contables cerrados al 31 de diciembre de 2021.

### *Participantes*

La población considerada estuvo constituida por todas las empresas argentina que poseen activos intangibles reconocidos y no reconocidos en sus estados contables.

El muestreo fue no probabilístico, por conveniencia y voluntario, se eligieron 5 balances de casos públicos de empresas argentinas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires a elección del investigador. El método de selección de casos se basó en el interés de analizar el impacto de los activos intangibles en un sector industrial específico.

Se relevaron y analizaron 5 casos como parte de la muestra. A los fines de enriquecer la muestra se seleccionaron empresas pertenecientes a diferentes sectores productivos, como ser el sector industrial, financiero, alimenticio, médico y de telecomunicaciones:

- Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.
- Banco BBVA Argentina S.A.
- Molinos Río de la Plata S.A.
- Laboratorios Richmond S.A.C.I.F.
- Telecom Argentina S.A.

A los efectos de un correcto análisis, y con la intención de mantener la homogeneidad en la caracterización de las variables, se eliminaron aquellas empresas cuyo resultado en el ejercicio fueran negativo.

### *Instrumentos*

Para la realización de esta investigación se realizó un relevamiento de la bibliografía y la legislación a través de fuentes de nivel primario, como la RT 16 sobre el reconocimiento y medición de los estados contables, la RT 17 sobre la preparación de los estados contables, además de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) provistos por la IASB, específicamente la NIC 38 y la NIIF 3.

También se realizó un relevamiento de material de fuente secundario, considerando aquellos trabajos de investigación sobre el tema en cuestión que referenciaron o citaron la normativa o autores precedentemente enunciados.

A los fines de la recolección de la información, se procedió a relevar los estados contables en la página de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y de Bolsar. Además, se relevó información procedente de la página Investing para la obtención de la cotización histórica de las acciones de las empresas de la muestra.

Para el cálculo de los indicadores se utilizó el programa ofimático Microsoft Excel y la aplicación Infostat, especialmente para los indicadores estadísticos de regresión lineal, así como las diferentes medidas de tendencia central y de dispersión.

El desarrollo de este trabajo requirió la utilización de una técnica cuantitativa de regresión lineal múltiple. Este modelo fue utilizado por varios autores a fin de replicar la técnica de Ohlson, según lo requerido por el método científico. A los efectos, se definieron *proxies* específicas al cálculo de los indicadores pertinentes al modelo mencionado anteriormente.

### *Análisis de datos*

Si bien la recolección de los datos fue mixto, por cuanto se utilizó información de legislación y datos cuantitativos extraído de los estados contables, el análisis fue meramente cuantitativo, ya que estuvo enteramente puntualizado a la investigación sobre la relación y asociación entre la información de cada uno de los activos intangibles que están reflejados en los estados contables de las empresas seleccionadas, así como de su capital intelectual, y la conformación de los precios de sus acciones a través de la revisión y el análisis de la bibliografía de diversos autores.

Para la utilización de dicho modelo se requirió la definición de las variables relacionadas de manera directa con los activos intangibles, reconocidos y no reconocidos, así como la relación de estos con otros activos. Es así como se cuentan con las variables independientes relacionadas con dos tipos de activos intangibles, Llave de negocios (LLN) y Otros activos intangibles (OAI), información que fue obtenida de los estados contables. También se definieron tres variables relacionadas con el Capital intelectual (CI), ampliamente estudiado por diferentes autores, como ser capital humano (CH), capital estructural (CE) y capital relacional (CR). También se definió la variable Resultado del ejercicio después de los impuestos (RDO) y el Patrimonio Neto Tangible (TGPM). Además, se definió una variable dependiente relacionada de manera directa con el eje de este trabajo, el precio de las acciones (P).

Subsiguientemente, se establecieron las hipótesis de la investigación, las cuales fueron validadas o refutadas por los resultados obtenidos.

Subsecuentemente, se aplicó el modelo de regresión lineal a cada uno de los proxies definidos con P, luego de manera conjunta, agrupando las variables definidas

como CH, CE y CR, a fin de obtener el valor de los precios de las acciones de las empresas enunciadas precedentemente.

## Resultados

Esta investigación estuvo enfocada en determinar la relación que existe entre los activos intangibles reconocidos y no reconocidos contablemente con el precio de las acciones de las mismas. Requirió inicialmente la definición de las variables sobre las que se realizaron los cálculos de los indicadores correspondientes. Las mismas están expuestas en la Tabla 1:

**Tabla 1**

*Definición de las variables*

Simbología de la variable	Definición
$P_{it+3}$	Precio de las acciones de la empresa $i$ considerada al cierre del ejercicio $t$ . A los efectos de este trabajo, $i$ toma valores de 1 a 5, y $t$ representa el cierre al 31/12/21.
$\ln P$	Logaritmo natural del precio de las acciones
$TGPN_{it}$	Patrimonio Neto Tangible por acción
$RDO_{it}$	Resultado neto de impuestos por acción
$LLN_{it}$	Llave de negocio por acción
$OAI_{it}$	Otros activos intangibles por acción
$GP_{it}$	Gastos de personal por acción
$VTAS/GP_{it}$	Razón entre las ventas y el Gasto de personal
$GAYC_{it}$	Gastos de administración y comercialización por acción
$GAYC/VTAS_{it}$	Razón entre el Gasto de administración y comercialización y las Ventas
$VTAS_{it}$	Ventas netas por acción
$PUB_{it}$	Gastos de publicidad por acción

Fuente: elaboración propia

Las variables reflejadas en la Tabla 1 representaron, por un lado, los activos intangibles reconocidos contablemente, como lo son la Llave de negocios (LLN) y Otros activos intangibles (OAI). También están representados el Capital Humano, a través de los Gastos de Personal (GP) y la razón entre las Ventas (VTAS) y los Gastos de Personal (GP), por otro lado el Capital Estructural está reflejado por las variables Gastos administrativos y de comercialización (GAYC) y la razón entre la variable mencionada y

VTAS. Por último, el Capital relacional está reflejado por la variable VTAS y Gasto de publicidad (PUB).

También se tuvo presente la importancia de considerar información contable como el Resultado del ejercicio (RDO) neto de impuestos, y el Patrimonio neto tangible (TGPN) a los fines de correlacionar toda la información relevante mediante este estudio.

Este trabajo requirió el cálculo de los indicadores mediante el uso de la expresión del siguiente modelo:

$$\ln P_{it+3} = \beta_0 + \beta_1 TGPN_{it} + \beta_2 RDO_{it} + \beta_3 LLN_{it} + \beta_4 OAI_{it} + \beta_5 GP_{it} + \beta_6 VTAS/GP_{it} + \beta_7 GAyC_{it} + \beta_8 GAyC/VTAS_{it} + \beta_9 VTAS_{it} + \beta_{10} PUB_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Donde  $\ln P_{it+3}$  es el logaritmo natural del precio de las acciones de las empresas de la muestra,  $\mu$  es la variable de carácter aleatorio que refleja de heterogeneidad de la muestra.

A través de este modelo, se intentó estimar la correlación existente entre los datos del cálculo de las distintas medidas estadísticas, como las de tendencia central o la de distribución, para realizar una interpretación pertinente a este estudio.

A continuación, en la tabla 2 se realizaron las estimaciones correspondientes a las variables definidas en la Tabla 1, según la información extraída de los estados contables.

**Tabla 2**

*Valores estimados de las variables definidas*

Muestra	P	ln(P)	TGPN	RDO	LLN	OAI	GP	VTAS/ GP	GAyC	GAyC/ VTAS	VTAS	PUB
ALUAR	93,5	4,5	26,9	4,4	0,0	0,0	0,2	128,7	0,5	0,0	22,1	0,0
BBVA	223	5,4	259,9	34,5	0,0	6,0	51,1	8,3	52,9	0,1	423,7	2,6
Richmond	222	5,4	42,	5,1	6,6	17,5	22,63	9,1	18,0	0,1	205,8	0,6
Molinos	124	4,8	21,84	13,6	11,6	29,1	42,67	7,3	70,1	0,2	311,4	5,6
Telecom	202,2	5,3	21,8	1,5	175,7	71,4	42,64	4,6	62,9	0,3	197,6	11,3

Fuente: Elaboración propia



El precio de las acciones reflejado a través de la variable P mostró la heterogeneidad de la muestra, así como el patrimonio neto tangible y el nivel de las ventas netas calculadas como promedio de cada acción, entre otros indicadores. Además se mostró en la variable PUB la importancia que los individuos de la muestra le asignaron, por ejemplo, al capital relacional de la empresa.

Los valores consignados para la variable PUB en la tabla precedente indicaron la amplitud del rango de la muestra, tomando valores nulos, o significativos. Por ejemplo, para la empresa Aluar, el valor fue de 0, y para la empresa Telecom fue de 11,3.

Siguiendo esta línea de exposición, el valor consignado para LLN como promedio por acción, en algunos casos fue nulo ya que algunos individuos de la muestra no contaron con este activo entre sus inversiones.

La observación de los estados contables y las estimaciones estadísticas pertinentes de los indicadores correspondientes se vieron reflejados en Tabla 3, según lo indicado por el modelo de Olhson.

**Tabla 3**

*Medidas de tendencia central y de dispersión de la muestra*

Variable	media	Desviación estándar	Coef. Variación	Mediana	Máximo	Mínimo
P	172,9	51,3	0,3	202,2	223,0	93,5
LnP	5,1	0,3	0,1	5,3	5,4	4,5
TGPN	74,6	74,1	1,0	27,0	260,0	21,8
RDO	11,8	9,8	0,8	5,2	34,5	1,5
LLN	38,8	54,8	1,4	6,6	175,7	0,0
OA	24,8	20,4	0,8	17,5	71,4	0,0
GPI	31,8	16,4	0,5	42,6	51,1	0,2
VTAS/GP	31,6	38,8	1,2	8,3	128,7	4,6
GAyCi	40,7	25,2	0,6	52,9	70,1	0,5
GAyC/VTAS	0,2	0,1	0,6	0,1	0,3	0,0
VTAS	232,1	108,4	0,5	205,8	423,7	22,1
PUB	4,0	3,5	0,9	2,6	11,3	0,0

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla 3 se reflejaron los resultados calculados según los datos obtenidos de los estados contables de las empresas de la muestra para el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2021, donde la asimetría observada en los valores obtenidos para algunos indicadores se debió principalmente a la heterogeneidad de la muestra seleccionada y enunciada precedentemente.

Las variables con una desviación estándar alta indicaron que los valores de la muestra se encuentran alejados de la media aritmética calculada para los mismos, como es el caso del patrimonio neto tangible con una desviación estándar de 74,1, o las ventas cuyo valor para esa medida fue de 108,4.

Por su parte, el coeficiente de variación de Pearson calculado indicó la dispersión de los valores de las variables, tomando en este caso su máximo valor para la Llave de negocios con 1,4, seguido del valor representado por la razón entre las Ventas y los Gastos de personal con 1,2.

En la tabla 4 se volcaron los valores de algunos indicadores que posibilitaron la importancia de la valoración de los activos intangibles y del capital intelectual, desagregándose a su vez en el capital humano, el capital estructural y el capital relacional.

**Tabla 4**

*Relevancia de la valoración de capital intelectual y del activo intangible*

Variables explicativas	Coficiente	Error estándar	Estadístico t	P-Valor	R <sup>2</sup> Within
TGPN	0,0	0,0	0,9	0,4	0,0
RDO	0,0	0,0	0,6	0,6	-0,2
LLN	0,0	0,0	0,5	0,6	-0,2
OAI	0,0	0,0	0,6	0,6	-0,2
GP	0,0	0,0	1,4	0,3	0,2
VTAS/GP	0,0	0,0	-2,2	0,1	0,5
GAyC	0,0	0,0	0,6	0,6	-0,2
GAyC/VTAS	1,1	1,9	0,6	0,6	-0,2
VTAS	0,0	0,0	1,3	0,3	0,2
PUB	0,0	0,0	0,5	0,7	-0,2

CH	5,5	0,7	7,6	0,0	0,3
CE	4,9	0,4	11,2	0,0	-0,8
CR	4,7	0,4	11,3	0,0	-0,3

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla 4 se mostraron los valores correspondientes a los Coeficientes, Error estándar, Estadístico t y el P-Valor, exponiendo algunos indicadores significativos y algunos con escaso valor. Se exhibió en esta tabla de manera explícita la agrupación de los *proxies* que integran de manera parcial el Capital Humano, el Capital estructural y el Capital realacional a fin de realizar una interpretación amplia de la incidencia de estos valores en las acciones de las empresas que integran la muestra.

## Discusión

El desarrollo de este trabajo de investigación involucró la tarea de dar respuesta a la problemática planteada de cómo afectan los activos intangibles y el capital intelectual en el precio de las acciones de todas aquellas empresas que cotizan en la bolsa de valores de Buenos Aires. Este informe pretendía dar cuenta de la importancia implícita de todos aquellos activos intangibles reconocidos por la normativa contable en Argentina a través de las Resoluciones Técnicas, así como en el nivel internacional a través de las Normas Internacionales de Información Financiera y las Normas Internacionales Contables, al igual que aquellos que no responden a las características de la normativa precedentemente, como el capital intelectual con sus componentes integrantes.

Este estudio procuró, de alguna manera, poner en una posición relevante aquellos activos dejados fuera de la contabilidad tradicional de la empresa por las normas contables nacionales e internacionales, de manera que los mismos asuman una posición preponderante en la información que las empresas que cotizan en bolsa a los usuarios externos, encargados de tomar decisiones financieras relevantes. Se consideraron, para ello empresas de diferentes sectores productivos de Argentina, por lo que este estudio realizó un relevamiento de datos en una muestra heterogénea de manera de enriquecer los resultados, siguiendo de alguna manera los diversos autores que trataron previamente esta temática.

El planteo del primer objetivo específico significó la consideración de aquellos indicadores o *proxies* que fueron necesarios para realizar la medición de los activos intangibles reconocidos y no reconocidos por la normativa, para cada una de las empresas integrantes de la muestra para analizar su relación con el precio de las acciones. En la Tabla 1 se indica la definición de cada una de las variables con su respectiva simbología,

siendo así que se distinguieron como *proxies* elementos de la empresa como el Patrimonio Neto Tangible (TGPN), el Resultado del ejercicio (RDO) como parte reconocida de la contabilidad y representan los recursos con los que la empresa cuenta para realizar su actividad.

De los datos extraídos de los estados contables de las empresas de la muestra, y expuestos en la Tabla 2, se obtuvo una clara disparidad en los mismos debido a la heterogeneidad de los individuos, siendo el perteneciente al sector financiero el de mayor valor para estas dos variables, obteniendo valores de 259,9 para el TGPN y de 34,5 para RDO. En contrapartida, la empresa perteneciente al sector de las telecomunicaciones es el que obtuvo los valores mínimos con 21,8 para TGPN y 1,5 para RDO. Este resultado expresa de manera sólida la disimilitud entre el sector financiero respecto a estos indicadores.

Avanzando con este objetivo, en la Tabla 1 se mencionaron los AI reconocidos por la normativa contable nacional e internacional: la Llave de negocio (LLN) y Otros activos intangibles (OAI), intentando a través de este estudio encontrar si existe una correlación con el precio de las acciones. Tal como mencionaron Varela, Tolaba y Ruiz (2018) en la explicación de la importancia de la LLN como la aptitud de lograr ganancias futuras que puedan superar a la media. También Suardi et. al (2007) proveyeron de una sustancial caracterización de OAI indicando la asimetría existente entre las diferentes empresas respecto a la valoración que éstas le proveen.

En este sentido los valores formulados en la Tabla 2 confirman lo expresado por Suardi et. al (2007) al señalar que las empresas pertenecientes a sectores intensivos en alta tecnología y conocimiento son las que realizan grandes inversiones en este tipo de

activos. Los valores obtenidos para las variables LLN y OAI en la empresa perteneciente al sector de las telecomunicaciones obtuvo los mayores valores, siendo de 175,7 y 71,4 respectivamente, y adoptando valores nulos para empresas distantes del sector productivo mencionado.

Aludiendo a los activos intangibles no reconocidos, este estudio consideró la importancia de aquellos que comprenden tres dimensiones de gran interés: el constituido por los individuos internos que colaboran en la estructura organizacional de la empresa, la dimensión interna y la dimensión externa a la organización. En este sentido, este trabajo tomó una definición eficaz que Pérez Ortega y Tangarife Martínez (2012) realizaron sobre los elementos mencionados precedentemente, introduciendo el concepto de Capital Intelectual (CI), abarcando el mismo ideas sobre Capital Humano (CH), Capital Estructural (CE) y Capital Relacional (CR).

Acompañando la idea de Pérez Ortega y Tangarife Martínez (2012) donde indicaron que la ventaja competitiva de una empresa puede residir en la posibilidad de medir el CI, a los efectos de este trabajo el investigador siguió el modelo adoptado por Ficco (2018) y consideró para cada componente del CI una serie de variables pertinentes a los mismos. En el caso del CH, en la Tabla 1 se consideraron los Gastos de Personal (GP) y la razón entre las Ventas (VTA) y GP, es decir  $VTA/GP$ , siendo esta razón un indicador de la relación que existe entre las ventas y la erogación realizada hacia el personal.

Los valores formulados en la Tabla 2 respecto a estos indicadores denotan la asimetría entre los valores que adopta la empresa de la muestra perteneciente al sector metalúrgico en relación al resto, siendo 0,2 para GP y de 128,7 para  $VTA/GP$ . Para las

demás empresas de la muestra, los valores consignados para VTAS/GP se encuentran entre 4,6 y 9,1. Esta disparidad se debe principalmente a la baja erogación que la empresa realiza en provecho del personal, produciendo un valor singular para el estudio.

Tomando en cuenta CE, este trabajo consideró indicadores representativos de la actividad interna de las empresas, tomando como premisa la definición provista por Santos-Rodrigues, Figueroa Dorrego y Fernández Jardón (2011), como los Gastos por Administración y Comercialización (GAyC) y la razón entre GAYC y VTAS, es decir  $GAyC/VTAS$ , como un indicador característico de las erogaciones realizadas por la actividad interna respecto a los ingresos por ventas. En la Tabla 1 se formularon las definiciones correspondientes a esta dimensión.

De acuerdo a los valores consignados para estos indicadores, la Tabla 2 nos mostró la diferencia de los mismos acorde a la actividad que desarrollan las empresas, alcanzando un valor máximo en 70,1 para el sector alimentario y de 0,5 para el sector metalúrgico para la variable GAYC. Esto representó la evidente desigualdad en este tipo de erogaciones dependiendo del sector productivo, mostrando un indicio de que las empresas de sectores donde existe una fuerte inversión en tecnología.

Por último, la selección de los indicadores referidos al CR estuvo centrado básicamente en fuentes de ingresos y erogaciones típicas de las empresas con relación al contexto con el que interactúa: Ventas (VTAS) y Gastos de publicidad (PUB). Siguiendo con lo expuesto por Canto Valencia, Vera Arenas y Rivero Villar (2012) sobre este tipo de capital y su incidencia directa con los usuarios externos y sobre toda la reputación de la corporación, este trabajo pretendió representar con los dos indicadores seleccionados dicha relación.

En la Tabla 2 se expusieron, nuevamente, los valores relevados en los estados contables de las empresas de la muestra, e indicaron la indudable importancia que algunos individuos de la muestra se asignaron a PUB, siendo para el caso de la empresa perteneciente al sector alimentario el más alto con 311,4 y el de la empresa del sector metalúrgico nulo. Indicando de esta manera la necesidad del sector alimentario en invertir en publicidad debido a la alta competencia de dicho sector.

Respecto al segundo objetivo específico planteado, el mismo se refería a analizar el impacto de los indicadores considerados a partir de la información que fue relevada de los estados contables de las empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en el precio de las acciones de las empresas de la muestra.

Se requirió de un profundo análisis de los indicadores determinados a fin de poder dar cumplimiento a los requerimientos mencionados por Villegas González, Hernández Calzada, & Salazar Hernández (2017) para la medición del Capital Intelectual (CI) y la intención de nutrir de información sobre los Activos Intangibles (AI) que no están reconocidos en la contabilidad. A partir de esto se analizaron los resultados obtenidos implementando el modelo de Ohlson a fin de dar cuenta de la comprobación o refutación de las hipótesis planteadas.

Según los datos consignados en la Tabla 3, la variable LLN muestra un coeficiente de variación de 1,4 siendo la más alta de la muestra indicando la heterogeneidad en los criterios de las empresas a la hora de invertir en este tipo de activos intangibles, considerando que los demás indicadores demuestran una correlación más baja. Por otro lado, la variable dependiente Precios de las acciones (P) muestra la dispersión más baja respecto a la media con 0,3 indicando la homogeneidad de la misma, mostrando por ello



que los precios de las acciones de las empresas de la muestras se encuentran cercanos unos a otros, situación demostrada mediante la consulta de dichos precios en las páginas Bolsar o Investing.

Respecto a la desviación estándar, la variable Venta (V) mostró un valor de 108,4 indicando que los datos de la muestra tuvieron una dispersión elevada, representando la prominente disparidad en los volúmenes de ventas alcanzados por cada empresa, pudiendo ver esto en los valores Máximos y Mínimos en la Tabla 3, siendo el máximo valor de 423,7 y el mínimo de 22,1. El mínimo alcanzado para la desviación estándar fue de 0,2 para la variable representada por la razón GAyC/VTAS. Este valor reveló que las empresas de la muestra presentaron una baja heterogeneidad en los Gastos de administración y comercialización respecto a las ventas, es decir que los gastos de este tipo siempre van acompañados proporcionalmente con el volumen de ventas de las mismas.

Respecto a los datos expuestos en la Tabla 4, los indicadores LLN y OAI arrojaron valores para  $R^2$  Ajustado negativo, lo que la convención sobre el tema indica considerarlo como cero. Además presentan ambos indicadores un P-Valor de 0,6, por lo que podemos interpretar que no existe una evidencia lo suficientemente sustentable para inferir que éstas explican de alguna manera a la variable dependiente P.

En la Tabla 4 los datos expuestos también exteriorizaron información relavante en relación de los indicadores devueltos luego de la implementación del modelo propuesto. Consideradas como medidas fundamentales, los valores de P-Valor considerado como la probabilidad de que hayamos obtenido los resultados correctos, oscilaron entre 0 y 1, siendo el correspondiente al indicador PUB con 0,7 el más elevado,

pero al contrastarlo con el valor de  $R^2$  Ajustado, o coeficiente de determinación ajustado, para el mismo indicador se encuentra un valor negativo al mismo, denotado la nula intensidad en la relación de PUB con P.

En la misma línea de interpretación, los datos suministrados por la Tabla 4 para RDO, GAYC y GAYC/VTAS analizados de manera independiente con aplicación del modelo nos devuelve información con un  $R^2$  Ajustado negativo dando a entender que la nula intensidad en la correlación existente entre los mencionados indicadores y P. por otro lado, los indicadores GP, VTAS/GP y VTAS arrojan resultados positivos para  $R^2$  Ajustado con valores de 0,2, 0,5 y 0,1 respectivamente y con valores de 0,3, 0,1 y 0,3 respectivamente para P-Valor, indicando que si bien existe evidencia de que las mismas puedan explicar a P, lo hacen de manera poco significativa. Esto confirmaría lo expuesto por Rixe Palpa y Huamán Velasco (2020) al indicar que las diferencias que pueden existir en la medición del CI dependiendo del modelo aplicado para medir el CI:

De este modo podemos concluir, a partir de las evidencias expuestas precedentemente, que para la primera hipótesis H1 planteada, no existe evidencia que tanto LLN como OAI expliquen a la variable P, es decir que no tienen incidencia significativa en el valor del precio de las acciones de las empresas de la muestra. Por lo tanto, estos resultados no confirman el planteo efectuado en H1.

Igualmente, a partir del análisis realizado precedentemente sobre los indicadores definidos para los componentes del CI, tanto de manera individual como global, los resultados indican que los mismos no alcanzan a explicar con alto grado de efectividad a P, siendo entre estos GP, VTAS/GP y VTAS los indicadores que explican con un bajo

nivel de efectividad a P. Por lo que se puede concluir que estos resultados no apoyan la propuesta realizada en H2.

Los hallazgos expuestos precedentemente no confirman de manera plena el estudio realizado por Ficco (2018) quién estableció que existe una incidencia significativa de OAI, CH y CE sobre P, y que LLN y CCR no tienen un grado de efectividad significativo a la hora de explicar la variable dependiente. Esta diferencia en los resultados obtenidos podría deberse a la muestra considerada para este estudio, lo que pudo poner en evidencia la discrepancia expuesta.

Analizando los componentes integrantes de CI en aplicación del modelo de regresión, la información suministrada por la Tabla 4 indica que CH es el indicador con mayor correlación respecto a P, con un  $R^2$  Ajustado de 0,3 pero con un P-Valor nulo indica que el mismo no es relevante a la hora de considerarlo como un dato relevante. De aquí se infiere que los componentes del CI no poseen un grado de intensidad suficiente para explicar a la variable dependiente P.

La realización de este trabajo de investigación significó enfrentar una serie de limitaciones que surgieron al momento de implementar la metodología diseñada. En primera instancia, el problema que se manifestó en la selección de los individuos de la muestra por la escasa amplitud de la población, en este caso las empresas que cotizan en la bolsa de Valores de Buenos Aires. Esto fue origen de la dificultad de seleccionar entre ellas 5 elementos con algunas características similares, como ser la fecha de cierre del ejercicio contable y además del resultado positivo del mismo.

Otra limitación que se debió enfrentar en el desarrollo de este trabajo fue la aplicación técnica en el desarrollo de la regresión lineal múltiple al considerar poca

cantidad de observaciones teniendo en cuenta la cantidad de variables definidas previamente. Esto trae aparejado que el modelo consiga aproximaciones ficticias y muy sensibles a los valores relevados. Es decir, que en el caso de ingresar un nuevo valor en el modelo la estimación de los coeficientes cambien drásticamente.

En contrapartida a lo enunciado anteriormente, la utilización de una muestra heterogénea considerando empresas pertenecientes a diferentes sectores productivos aseguraron la posibilidad de nutrir este trabajo con una amplia gama de datos provenientes de diferentes contextos, intentando poner en práctica el modelo planteado de un modo abarcativo para lograr una inferencia válida.

Por otro lado, este trabajo podría habilitar información relevante que nutra de evidencia válida al debate sobre la incidencia de todos aquellos AI que están reconocidos en la normativa contable nacional e internacional, cumpliendo o no con los requisitos enunciados en ella, y la forma en la que éstos inciden de manera directa con el precio de las acciones.

De todo lo expuesto en este trabajo se puede concluir que, si bien hay evidencia sobre la existencia de una correlación positiva entre los activos intangibles informada por otras investigaciones y el precio de las acciones, se obtuvo evidencia para definir un camino diferente a los mencionados informes. Es decir que los activos intangibles no pueden explicar el precio de las acciones de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires a pesar las limitaciones expuestas, aunque existen indicios que un componente del CI, en este caso el CH, puede explicar de manera efímera la variable independiente.

Esta investigación concluye que el mercado considera poco relevante la mayoría de los indicadores considerados, con excepción del Capital Humano, ya que este se relaciona de manera endeble con la variable dependiente. Por este motivo es que se considera necesario que las empresas realicen los ajustes pertinentes para informar a los usuarios externos sobre este componente de una manera más profunda, a fin de que el mercado realice las evaluaciones financieras sobre las empresas.

Para futuras líneas de investigación sobre la temática de la incidencia de los activos intangibles en el precio de las acciones, se recomienda tomar muestras lo más extensas posibles, en cantidad sobrepone la población y considerando diferentes ejercicios contables, para trabajar con datos heterogéneos respetando siempre el criterio muestral del investigador. Además, de esta manera, la aplicación del modelo de regresión planteado no devolverá datos ficticios o erróneos que puedan provocar inferencias defectuosas. También se recomienda realizar un análisis pormenorizado sobre los resultados a fin de detectar algunas cuestiones anómalas en los mismos, como residuos atípicos, para lo cual es necesario aplicar técnicas de regresión robustas a fin de poder minimizar sus efectos.

## Referencias

- Aguilera Enriquez, L., Hernández Castorena, O., & Colin Salgado, M. (2014). La relación entre el capital intelectual y los procesos de producción en la PYME manufacturera. *Cuadernos del CUMBAGE*, 16, 87-109. Recuperado el 14 de Abril de 2022, de [http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/cuadcimbage/cuadcimbage\\_n16\\_04.pdf](http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/cuadcimbage/cuadcimbage_n16_04.pdf)
- Amaro, J. C. (3 de Marzo de 2022). *Activos Intangibles: pieza clave para la restauración empresarial*. Obtenido de Líderes Mexicanos: <https://lideresmexicanos.com/noticias/activos-intangibles-pieza-clave-en-la-restauracion-empresarial/>
- Barbei, A., & Vivier, J. (2016). *Activos Intangibles: revisión teórica e investigación empírica*. CECIN, Centros de Estudios en Contabilidad Internacional, La Plata. Recuperado el 14 de Abril de 2022
- Canto Valencia, H., Vera Arenas, E., & Rivero Villar, M. J. (2012). El capital relacional como factor determinante de la absorción de conocimiento externo para la innovación. *Red Internacional de Investigadores en Competitividad*, 6(1), 1856-1874. Recuperado el 14 de Abril de 2022, de <https://www.riico.net/index.php/riico/article/view/519>
- Castillo Contreras, R. d. (2012). *Desarrollo del capital humano en las organizaciones*. Estado de México: Red Tercer Milenio.
- Concejo de Normas Internacionales de Contabilidad. (2018). *Norma Internacional de Contabilidad 38 Activos Intangibles*. Recuperado el 14 de Abril de 2022, de

Federación Argentina de Concejos Profesionales de Ciencias Económicas:

<https://www.facpce.org.ar/>

Ficco, C. R. (2018). *La relevancia valorativa de los activos intangibles y del capital intelectual en el mercado de capitales argentino*. Recuperado el 14 de Abril de 2022, de Repositorio Sigital UNC: <https://rdu.unc.edu.ar/handle/11086/11368>

Ficco, C. R. (2019). Los activos intangibles en la normativa contable Argentina y en las normas contables de información financiera. *Contabilidad y Auditoría*, 50(25), 61-108. Recuperado el 10 de Abril de 2022, de <https://ojs.econ.uba.ar/index.php/Contyaudit/article/view/1591>

Ficco, C. R. (2019). Relevancia valorativa de los activos intangibles y del capital intelectual: una revisión de la literatura empírica. *Revista Académica y Negocios*, 5(2), 11-30.

Ficco, C. R., Werbin, E., Díaz, M., & Prieto Moreno, M. B. (2021). Relevancia de los intangibles para la valoración de las acciones de las empresas en el mercado. *Contaduría y Administración*, 66(3), 1-26. Recuperado el 4 de Abril de 2022, de <http://www.cya.unam.mx/index.php/cya/article/view/2558>

Fruet Walter, A. (Septiembre de 2020). *Análisis de los Intangibles como parte del Capital Social. Valuación de los Intangibles*. Recuperado el 17 de Abril de 2022, de Repositorio Institucional Universidad Austral: <https://rii.austral.edu.ar/handle/123456789/1328>

López, M. d., Santanatoglia, J. M., Pedroni, F., Albanese, D., & Milanesi, G. (2016). *Activos intangibles: análisis del tratamiento otorgado por las normas contables*. Universidad Nacional del Sur, Departamento de Ciencias de la Administración.

Bahía Blanca: Editorial de la Universidad Nacional del Sur. Recuperado el 10 de Abril de 2022

Manco López, O., Pérez-Ortega, G., & Loreto Botero, J. (2018). Valoración de activos intangibles, aplicación en desarrollos de propiedad intelectual para la transferencia tecnológica. *Revista Universidad Libre*, 13(2), 114-129. Recuperado el 2022 de Abril de 4, de <https://revistas.unilibre.edu.co/index.php/saber/article/view/4624/4004>

Olhson. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687. Recuperado el 14 de Abril de 2022, de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>

Ousama, A. A., Al-Moutari, M. T., & Fatima, A. H. (2020). The relationship between intellectual capital information and firms' market value: a study from emerging economy. *Emerald insight*, 24(1), 39-51. Recuperado el 16 de Abril de 2022, de <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MBE-01-2019-0002/full/html>

Pardo-Cueva, M., Armas Herrera, R., & Chamba-Rueda, L. M. (2017). Valoración del capital intelectual y su impacto en la rentabilidad financiera en empresas del sector industrial del Ecuador. *Revista Publicando*, 4(13), 193-206. Recuperado el 11 de Abril de 2022, de [https://www.researchgate.net/publication/321833685\\_Valoracion\\_del\\_capital\\_intelectual\\_y\\_su\\_impacto\\_en\\_la\\_rentabilidad\\_financiera\\_en\\_empresas\\_del\\_sector\\_industrial\\_del\\_Ecuador](https://www.researchgate.net/publication/321833685_Valoracion_del_capital_intelectual_y_su_impacto_en_la_rentabilidad_financiera_en_empresas_del_sector_industrial_del_Ecuador)



- Pasquel Racines, G. E., Báez Erazo, V. G., Pauker Teneda, L. M., & Apolo Buenaño, D. E. (2016). Percepción, activos intangibles y stakeholders: modelo para el análisis de imagen corporativa. *Revista Mediterránea de Comunicación*, 7(1), 179-196. Obtenido de <http://mediterranea-comunicacion.org/>
- Pérez Ortega, G., & Tangarife Martínez, P. (2019). Los activos intangibles y el capital intelectual: una aproximación a los retos de su contabilización. *Saber, ciencia y libertad*, 8(1), 143-166. Recuperado el 4 de Abril de 2022, de <https://revistas.unilibre.edu.co/index.php/saber/article/view/1891>
- Rixe Palpa, J. M., & Huamán Velasco, A. E. (2020). *Activo Intangible (Capital Intelectual). Reconocimiento según la NIC 38 y sus metodologías cuantificables*. Recuperado el 14 de Abril de 2022, de <https://repositorio.cientifica.edu.pe/handle/20.500.12805/1504>
- Roldán Esteban, M. (Junio de 2013). Análisis comparativo entre la norma contable Internacional y la Norma Contable Española en relación a los Activos Intangibles y su deterioro de valor. Cantabria, España: Universidad de Cantabria.
- Santos-Rodrigues, H., Figueroa Dorrego, P., & Fernández Jardón, C. (2011). El capital estructural y la capacidad innovadora de la empresa. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 17(3), 69-89. Recuperado el 14 de Abril de 2022, de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S113525231260121X>
- Sarur Zanatta, M. S. (2013). La importancia del capital intelectual en las Organizaciones. *Ciencia Administrativa*, 39-45.
- Suardi, D., Bertolino, G., Díaz, T., Aparicio, S., Galante, S., Grisolia, M. L., . . . Variedo, D. (Noviembre de 2007). *Las categorías de intangibles y su tratamiento contable*.

Recuperado el 14 de Abril de 2022, de <https://www.fcecon.unr.edu.ar/web-nueva/sites/default/files/u16/Decimocuartas/Suardi,%20Diaz,%20Fernandez,%20categorias%20de%20intangibles.PDF>

Varela, G. J., Tolaba, I. A., & Ruiz, H. M. (2018). *Llave de Negocios*. Recuperado el 15 de Abril de 2022, de Repositorio Institucional Facultad de Ciencias Económicas Universidad Nacional de Tucumán: <http://repositorio.face.unt.edu.ar:8920/handle/123456789/42>

Vélez Pareja, I. (2013). Métodos de valoración de intangibles. *Cuadernos Latinoamericanos de Administración*, IX(17), 29-47. Recuperado el 6 de Abril de 2022, de <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=409633955003>

Villegas González, E., Hernández Calzada, M. A., & Salazar Hernández, B. C. (2017). La medición del capital intelectual y su impacto en el rendimiento financiero en empresas del sector industrial en México. *Contaduría y Administración*, 62, 184-206. Recuperado el 4 de Abril de 2022