

# Universidad Siglo 21



Carrera de Contador Público

**Trabajo final de grado. Manuscrito científico.**

**“Valor de mercado de empresas argentinas alimenticias: inclusión del capital intelectual”**

**“Market value of Argentine food companies: inclusion of intellectual capital”**

Autor: Camargo Matías

Legajo: VCPB32709

DNI: 33542578

Director de TFG: Lombardo, Rogelio Cristian

San Juan, junio, 2022

## Índice

Resumen .....	2
Abstract.....	2
Introducción.....	4
Métodos .....	15
Diseño .....	15
Participantes.....	16
Instrumentos .....	16
Análisis de datos .....	17
Resultados.....	18
Determinación de las variables independientes .....	19
Determinación de las variables dependientes de las empresas .....	20
Relación entre variables dependientes e independientes .....	21
Relación de las variables para la conclusión del objetivo general.....	22
Discusión .....	23
Referencias .....	33

## **Resumen**

Esta investigación se caracterizó por centrarse en dar luz a la incertidumbre que ejerce la influencia de los activos intangibles y elementos del capital intelectual, en los precios de las acciones de las empresas argentinas de alimentos, ya que hay una diferencia en el valor en libros y en el mercado, debido a ciertos activos no reconocidos contablemente. El objetivo general era crear un modelo para establecer la mencionada influencia sobre el precio que los inversores les proporcionan a las acciones de la empresa. Para el análisis se tomó una muestra de las 6 más grandes empresas argentinas de alimentos, con observaciones de los años 2019, 2020 y 2021, de las cuales se recolectaron los datos de los estados contables públicos de cada una de las empresas, la investigación fue del tipo descriptivo y mixto. Los resultados indicaron principalmente que los *proxies* establecidos eran bastante dispersos a pesar de haber descartado las variables negativas y muy irregulares, y que muchos coeficientes se considerarían no significativos por su valor de probabilidad. Se concluyó que hay dos variables del capital intelectual muy importantes para la valoración que los inversores le dan a las empresas alimenticias y, asimismo, este modelo es una nueva herramienta de utilidad para los empresarios de las empresas argentinas de alimentos.

Palabras claves: activo, intangible, intelectual, empresa, variables.

## **Abstract**

This research was characterized by focusing on shedding light on the uncertainty exerted by the influence of intangible assets and elements of intellectual capital, on the share prices of Argentine food companies, since there is a difference in book value and in the market, due to certain assets not recognized for accounting purposes. The general objective was to create a model to establish the aforementioned influence on the price that

investors give to the company's shares. For the analysis, a sample of the 6 largest Argentine food companies was taken, with observations of the years 2019, 2020 and 2021, from which the data of the public accounting statements of each of the companies were collected, the investigation was of the descriptive and mixed type. The results mainly indicated that the established proxies were quite disperse despite having discarded the negative and very irregular variables, and that many coefficients would be considered insignificant due to their probability value. It was concluded that there are two variables of intellectual capital that are very important for the valuation that investors give to food companies and, likewise, this model is a new useful tool for entrepreneurs of Argentine food companies.

**Keywords:** active, intangible, intellectual, company, variables.

## Introducción

Se vive en un mundo que, a lo largo de toda la historia, le ha dado importancia absoluta a las cosas que se pueden tocar. Desde la creación de las primeras leyes, en la época de los romanos, siempre fueron pensadas para cosas tangibles. De la misma forma, los primeros sistemas contables solo contabilizaban cosas puramente físicas. Actualmente se está viviendo un cambio en lo relativo a este tema en el ámbito de las empresas, ya que se le empieza a dar importancia a algo más que solo las cosas materiales: se trata de los activos intangibles y su relevancia en el valor de cotización de las empresas.

Hoy en día las empresas consideran que la capacidad de generación de riqueza no está relacionada en su totalidad por los activos materiales. Por el contrario, son los activos intangibles los que asumen un papel central en la generación de valor de las empresas y en el mantenimiento de ventajas competitivas, tanto a nivel empresarial como de la economía nacional. Actualmente, no necesariamente los activos más valiosos son mobiliarios, terrenos, vehículos o demás activos tangibles (Werbin, Quadro y Pellegrinet, 2019).

Barbei y Vivier (2016) indicaron que los intangibles son activos que no poseen sustancia física pero otorgan a sus propietarios derechos y beneficios económicos a futuro. La adquisición o desarrollo de estos activos implica un esfuerzo económico y de tiempo para la empresa y no todos tienen un justo reconocimiento en los estados contables. La falta de tangibilidad no es un impedimento para su reconocimiento contable pero algunos activos intangibles tienen características especiales que los deja fuera de los registros en los estados contables.

Una clasificación de activos intangibles que se usó para estudiar la diversificación de los mismos en las empresas es la que los divide principalmente en reconocidos y no reconocidos contablemente. De esta manera el modelo incluye en los reconocidos a los

activos: llave de negocio y otros activos intangibles. Y por otro lado en los no reconocidos, al capital intelectual que se divide en: capital humano, estructural y relacional (Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno, 2021).

El valor llave de negocio marca la diferencia entre el valor de mercado de una colección de activos y el valor de libros de los mismos, puede estar expresada en la contabilidad bajo la forma de un intangible que se amortiza o no. Este activo inmaterial puede surgir de una adquisición donde el precio justifica el valor llave, sin embargo, no es necesario que exista una transacción para que el valor llave exista, en este último caso puede incorporarse a la contabilidad con el objeto de cubrir diferencias que existan entre el valor de mercado y el valor en los libros (Dapena, 2014).

Este activo al igual que los demás intangibles estuvo en la mira de múltiples estudios realizados, tanto en Argentina como en el resto del mundo. Con el objetivo puesto en establecer su importancia en la valoración de las acciones que cotizan en bolsa. Con diferentes métodos, modelos y herramientas, estas investigaciones dejaron en evidencia que había diferentes resultados en sus conclusiones. Algunos autores encontraron una asociación positiva entre el valor llave y el valor de las acciones de la empresa. Otros determinaron una asociación negativa, mientras que algunos pocos, no encontraron asociación alguna.

Dapena (2014) tomó como referencia empresas del mercado argentino de capitales con el fin de evaluar en qué medida la rentabilidad de una firma está ligada al activo intangible valor llave. Utilizó la herramienta estadística de la regresión y concluyó que existe una relación estadísticamente significativa y positiva entre el valor llave y la rentabilidad de la empresa. Determinó que existen recursos, en este caso valor llave, que permite generar una expectativa de futuros flujos de fondos y posicionar a la empresa con un valor más alto que el valor expuesto en los libros de contabilidad.

Por su parte, Kimouche y Rouabhi (2016) investigaron, con el objetivo de negar o confirmar conclusiones de estudios anteriores, el impacto de la relevancia del valor llave asociado al valor de las acciones de las empresas. Emplearon una muestra de 1440 empresas del Reino Unido que cotizaban en la unión europea entre los años 2009 y 2013. Con la herramienta de la regresión lineal múltiple, obtuvieron resultados que podrían ayudar a los emisores de normas contables y gerentes de empresas a apreciar el papel de la información contable sobre los intangibles. Los resultados del estudio indicaron que los activos intangibles en su conjunto tenían una asociación positiva con el valor de las acciones de las empresas, sin embargo, el valor llave no afectaba la valoración que los inversionistas desarrollaban de la empresa y tenía una asociación negativa con el valor de las acciones.

Puede entenderse que la llave de negocio no representa una variable de interés para los inversores, por la razón de que no expresa contablemente el verdadero valor del intangible. Excepto en los casos de que hubiera una combinación de empresas, ya que en este momento si queda marcada la diferencia entre el precio pagado en la transacción y el importe de los activos identificables netos adquiridos (Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno, 2021). Esta diferencia debe reconocerse contablemente y se procederá según la norma a aplicar.

La Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE, 2020) a través de su resolución técnica numero 17 (RT17) determinó en su sección 5.12 que para el reconocimiento de las denominadas llaves de negocio, se aplican las normas de la sección 3 ,llave de negocio, de la segunda parte de la RT 18 (normas contables profesionales: desarrollo de algunas cuestiones de aplicación particular). La cual establece que la llave de negocio, positiva o negativa solo se reconocen en los casos requeridos por:

- Sección 6.3 ,adquisiciones, de la RT 18: casos que sean combinaciones de negocio que se constituyan como adquisiciones.
- Sección 1 de la RT 21: casos que se definan según la norma como participaciones permanentes en sociedades sobre las que se ejerza control, control conjunto o influencia significativa.

El valor de la llave de negocio autogenerada se desarrolla mediante procesos y gastos no específicos de la empresa. Como pueden ser: publicidad, desarrollo de productos, reclutamiento, entrenamiento de personal, entre otros. Cabe aclarar que estos gastos no siempre van a generar un valor llave de negocio. Esta información sobre los gastos de la llave internamente generada sin duda puede ser muy útil y de gran ayuda para usuarios de reportes financieros. Sin embargo, la dificultad que existe para lograr que esta información este sustentada sobre bases lo suficientemente confiables hace que no pueda ser reconocida contablemente (Varela, Tolaba y Ruiz 2018).

Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (*IASB*), por sus siglas en inglés, norma internacional contable número 38 (NIC38), estableció, en su párrafo 21, que un activo intangible debe ser reconocido si y solo si: hay probabilidad que los beneficios económicos futuros que se han atribuido al mismo fluyan a la entidad, y también si el costo del activo puede ser medido de forma fiable. Sin embargo, determinó que hay una excepción para que el activo que no cumple con estos requisitos pueda ser reconocido. Establece que si el elemento se hubiera adquirido en una combinación de negocios integrará parte de una plusvalía adquirida y será reconocido en la fecha de su adquisición.

Esta plusvalía adquirida puede ser asociada al valor llave de las normas contables argentinas. Y en este punto ambas normativas, argentina e internacional, coinciden en reconocer contablemente aquellos elementos que se originan de una combinación de



negocios. Sin embargo, las dos normativas tienen cierta discrepancia sobre el reconocimiento de este valor llave, o plusvalía adquirida. Sucede que la normativa argentina insiste en reconocer como un valor llave negativo cuando el precio pagado fuera menor al importe de los activos. En cambio, la normativa internacional exige que esta diferencia se reconozca como una ganancia (Ficco, 2019).

Otra categoría de activos intangibles según el criterio de reconocidos, son los denominados: otros activos intangibles. Está compuesto por diversos elementos como son, patentes, marcas, derechos de autor, dominios de internet y franquicias entre otros. Tanto las NCA como las NIC regulan su reconocimiento y medición diferenciando si fueron adquiridos o generados internamente. Algunos no pueden ser reconocidos como activos, tales como desembolsos asociados a desarrollo interno de marcas, listas de clientes y similares. La normativa argentina se diferencia de la internacional porque permite la activación de costos de organización y pre-operativo. Situación no contemplada en la NIC 38 del IASB (Ficco, 2019).

La RT 17 desarrollada por la FACPCE (2020) determinó en su sección 5.13.1 la normativa para el reconocimiento de otros activos intangibles, adquiridos y producidos internamente. Establece que solo se reconocen como tales cuando: pueda determinarse su capacidad de generar ingresos futuros, pueda determinarse confiablemente su costo y que no se trate de:

- Costos de investigaciones efectuadas con el objetivo de adquirir nuevos conocimientos científicos y técnicos o inteligencia.
- Costos para el desarrollo interno de valor llave, marcas, listas de clientes y otros que no puedan ser diferenciados del costo de desarrollar un negocio tomado en su conjunto.

- Costos de publicidad, promoción y reubicación y reorganización de una empresa.
- Costos de entrenamiento, excepto preoperativo.

Mientras se cumplan los requisitos mencionados anteriormente se podrían considerar activos intangibles los siguientes:

- Costos de organización: son erogaciones para lograr la constitución de un nuevo ente y su existencia legal.
- Costos preoperativos: erogaciones que un nuevo ente o un ente ya existente deban incurrir en forma previa al inicio de una nueva actividad u operación. Siempre que cumplan cada requisito de la sección 5.13.1 de la RT17.

Siguiendo con la clasificación de activos reconocidos, que son los que ya se logró desarrollar en los párrafos anteriores, se continua con los no reconocidos denominados: capital intelectual. Estos son un conjunto de activos de una empresa que, aunque no están reflejados en los estados contables generan, o no, en el futuro un flujo de ingresos para la firma. Como ya se mencionó está compuesto por tres divisiones que son: el capital humano, estructural y relacional.

Benavides (2012) indicó que el capital humano puede entenderse como la combinación de facultades humanas. Tales como el liderazgo, innovación e iniciativa, capacidad de adaptación, habilidades profesionales y técnicas, conocimiento y aptitudes, entre otras que pueden estar presentes, o no, en cada uno de los que participan de la organización. Por otra parte, al capital estructural se lo define como capital de la empresa y se lo divide en dos partes:

- Capital tecnológico: constituido por procesos de producción, nuevos productos, reingeniería de procesos, investigación y desarrollo y cualquier otra forma de propiedad intelectual.
- Capital de infraestructura: constituido por sistemas de funcionamiento organizacional, cultura organizacional, procesos de gestión, sistemas de información entre otras.

Por último, se define la estructura más externa del capital intelectual, pero sigue siendo propio de la empresa: el capital relacional, se puede definir como: todos los activos y recursos que se comprometen en el desarrollo y manejo de relaciones entre la empresa y el exterior. Tales como colaboraciones comerciales formales y otras informales, que pueden ser clientes, proveedores, bancos, alianzas estratégicas, acuerdos de cooperación y organizaciones sin fines de lucro (Forte, Matonti y Nicoló, 2019).

Con el fin de medir estos elementos, que no todos poseen naturaleza financiera, y establecerles un valor numérico y objetivo, para luego poder registrarlo como activo intangible. Se intentó identificar cada una de las actividades humanas que generan valor y ventajas competitivas en la empresa, para luego condensarlas en la empresa generalmente en un modelo. Hay variedad de modelos tanto cualitativos como cuantitativos (Benavides, 2012).

En la actualidad para poder medir estos valores se usan ratios denominados *proxys*. Estas herramientas matemáticas sirven para poder comparar los valores con los de otros años y con los de otras empresas, y así poder estudiar el valor y sacar conclusiones que podrían servir para mejorar la actividad empresarial y hasta poder mejorar las normas contables. Estos son algunos de los *proxies* más utilizados por la mayoría de autores especializados en la materia. Están separados por cada una de las dimensiones del capital intelectual.

Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021) expusieron los siguientes *proxies*:

- Capital humano: Gastos de personal (GP) y ventas/gastos de personal (VTAS/GP)
- Capital estructural: Gastos administrativos y de comercialización (GAyC) y gastos administrativos y de comercialización/ventas (GAyC/VTAS)
- Capital Relacional: Ventas (VTAS) y gastos de publicidad (PUB).

Se emplearon estas *proxies* al modelo de Ohlson (1995), que evidencia con claridad la asociación entre variables referidas a intangibles y el valor que el mercado les reconoce. Utilizaron una muestra de, inicialmente, 52 empresas argentinas, de diferentes sectores, cotizantes en el mercado de capitales argentino (MCA). En base a la clasificación de reconocidos y no reconocidos de activos intangibles y los *proxies* antes desarrollados, se armaron las hipótesis. Las cuales eran del tipo: el CH de las empresas cotizantes en el MCA tiene relevancia para la valoración de sus acciones en dicho mercado. Luego aplicaron la ecuación original del modelo:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P N_{it} + \beta_2 R D O_{it} + \beta_3 v_{it} + \epsilon_{it}$$

Seguidamente, completaron la fórmula con los datos de las variables y los *proxys*. Luego se aplicaron las herramientas estadísticas para establecer la relación que existe entre las variables independientes y las dependientes. Finalmente expusieron los datos y se concluyó principalmente, entre otras cuestiones, en que el principal elemento de valor, considerado por los inversionistas, es el capital humano, el cual se considera factor clave para el desarrollo de la empresa. También concluyeron que otro elemento importante era el capital estructural, el cual potencia al capital humano (Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno, 2021).

Por su parte, Mesquita Zanini y Cañibano Calvo (2006) desarrollaron una forma diferente de analizar la relevancia del CI en el valor de mercado de 17 bancos comerciales

brasileños. Para eso crearon 2 *proxies*, una cuantitativa y la otra cualitativa, cada una con 6 indicadores. Dos de CH, dos de CE y dos de CR. Según los datos de cada empresa, a los indicadores se les asignó una especie de puntaje, el cual dependía de la situación relativa de cada empresa dentro del rubro con respecto al indicador. Luego se aplicó la herramienta de la regresión lineal, para la variable dependiente se tomó el valor de mercado de cada institución financiera y para la variable independiente se usaron las 2 *proxies*.

Los autores concluyeron primeramente que la *proxy* cualitativa no tiene resultados muy buenos, con movimientos erráticos. Sin embargo, la *proxy* numérica demuestra una importante asociación. Lo cual se traduce en una importante valoración de los inversores por cada uno de los elementos de los indicadores empleados para esta *proxy*. Se determinó que puede ser un buen instrumento para ayudar a la evaluación de las empresas. Su funcionamiento es mejor cuando hay más cantidad de datos para trabajar.

En otro estudio realizado sobre una muestra de 32 empresas mexicanas del sector industrial, que cotizaban en la bolsa mexicana de valores en los años que van desde 2006 a 2012, Villegas González, Hernández Calzada y Salazar Hernández (2017) utilizaron el modelo del coeficiente del valor añadido intelectual (VAIC™, por sus siglas en inglés). Este modelo puede medir y supervisar correctamente la eficiencia en la creación de valor. El VAIC™ emplea las cifras reportadas de la contabilidad asociadas a cada componente del capital intelectual. Para el cálculo del mismo, se efectuaron una serie de 6 pasos en los cuales usaron indicadores tales como: sueldos y salarios (CH) y capital estructural, entre otros.

Luego se desarrollaron hipótesis que incluían al VAIC™ y otros indicadores. Para el cálculo de 6 modelos de regresión lineal se usaron variables independientes como: eficiencia del capital empleado, del capital humano y del capital estructural entre otras.

Y para las variables dependientes: rendimiento sobre activo total (ROA), utilidad neta/activo total y valor de mercado de las acciones/capital contable. Se comprobó que el VAIC™ y los demás coeficientes impactaron positivamente en la mayoría de las hipótesis y se concluyó, entre otras cosas, que el capital humano es la principal fuente de capital intelectual y factor de creación de valor añadido para las empresas mexicanas estudiadas (Villegas González, Hernández Calzada y Salazar Hernández, 2017).

Como se logra observar en el material desarrollado, existe una problemática muy instalada en la actualidad, dada por la situación de que no se pueda conocer el valor exacto de elementos propios de una empresa, como son los AI y el CI. Esto genera mucha incertidumbre en el mercado. Y, por consiguiente, se denota que existe como problema su difícil admisión a las normativas actuales, debido a que su medición es muy poco fiable. Esto hace que sea muy desigual la valoración contable que tiene en los libros una empresa y la valoración de la misma en el mercado.

En relación a dicha problemática se plantean las siguientes interrogantes: ¿Todas las dimensiones del activo intangible, reconocido y no reconocido, son realmente relevantes para la valoración de las empresas argentinas de alimentos en el mercado? ¿Existe alguna dimensión más importante que otra? ¿Cuál será la dimensión de activo intangible que genera mayor valor a las empresas argentinas de alimentos? ¿Cuál será la de menor relevancia?

La relevancia del estudio de esta problemática se justifica en la importancia que tiene para las empresas conocer el valor de cada uno de sus intangibles. De esta forma podrán conocer su valor de mercado. Por otro lado, es importante que las empresas puedan identificar cuáles son sus activos intangibles más importantes, para así poder centrar su atención en esos elementos. Con esto, se podría beneficiar a las empresas para que aumenten su valor de mercado y también lograr un mayor crecimiento.

Se plantea por ende como objetivo general desarrollar un modelo que demuestre la influencia que ejerce, el tener disponible información sobre activos intangibles y capital intelectual para la valoración de las acciones de las empresas argentinas de alimentos que cotizan en bolsa en los años 2019, 2020 y 2021, estableciendo su relación.

*Objetivos específicos*

- Proponer los *proxies* a emplear en las empresas argentinas de alimentos, para así precisar las variables independientes del modelo.
- Definir la variable dependiente en cada una de las empresas, a fin de establecer la valoración de cada una de ellas.
- Establecer la relación entre las variables dependientes y las independientes a fin de concluir sobre la asociación entre los activos intangibles y el valor de mercado de las empresas.

## **Métodos**

### *Diseño*

La investigación presentada fue de alcance descriptivo, ya que se describieron características conceptuales y de investigaciones anteriores sobre un tema, ahondando mas sobre el mismo bajo una muestra argentina de un rubro determinado. En este caso el tema fue: la relevancia de los activos intangibles y el capital intelectual en la valoración de las acciones de las empresas argentinas de alimentos que cotizan en bolsa.

El análisis tuvo un enfoque mixto. Debido a que se trataron temas cuantitativos, como el análisis de la asociación de ciertos activos intangibles con el valor de mercado de empresas, usando métodos estadísticos como la regresión lineal. Y también cualitativos porque se analizaron cuestiones no numéricas, como por ejemplo cuando se desarrolló el marco teórico de algunas definiciones como: capital relacional o cuando se analizaron las normas contables. La recolección de la información también estuvo dirigida en las dos direcciones tanto cualitativa, bibliografía teórica, como cuantitativa: información numérica, estadística y contable.

El diseño del trabajo fue no experimental, debido a que no hubo manipulación deliberada de las variables, solo se realizó una investigación y análisis pero sin alterar las variables. Fue del tipo longitudinal, es decir que se recolectaron datos de más de un mismo período. No se buscó específicamente comparar variables de diferentes años, sino que la idea de incorporar datos de otros años fue para ampliar la muestra. Principalmente se intentó comparar la asociación de variables con datos de los estados contables de distintas empresas. En este caso empresas argentinas que cotizan en la bolsa de Buenos Aires.



### *Participantes*

La población estuvo conformada por todas las empresas argentinas de alimentos que cotizan en la bolsa de Buenos Aires, y que tienen en su poder activos intangibles, reconocidos y no reconocidos.

El muestreo fue no probabilístico, por conveniencia y voluntario. Se seleccionaron 6 empresas que coticen en la bolsa de Buenos Aires desde 2019 hasta 2021 inclusive y que sus estados contables sean públicos. La selección fue a elección del investigador. El método de selección se basó primeramente en elegir un sector empresarial que cuente con una amplia oferta de empresas que cotizan en bolsa. Luego en la selección de 6 empresas del sector elegido.

La muestra analizada fue conformada por 6 empresas argentinas del sector alimenticio que cotizan en bolsa, las cuales son:

- Arcor
- Havanna Holding
- Mastellone Hnos.
- Molinos Rio de la Plata
- Morixe Hnos
- Molinos Agro

Se optó por ese sector empresarial por ser uno de los más fuertes en Argentina, y esas empresas fueron elegidas por ser las más grandes y conocidas.

### *Instrumentos*

Se utilizaron técnicas de relevamiento documental, de artículos de revistas científicas, libros, investigaciones y otros documentos. Se usó el buscador google académico, entre otros sitios webs. Se practicó un relevamiento legislativo de las normas contables argentinas y las normas internacionales de contabilidad. Por último, se hizo un

relevamiento de estados contables mediante los sitios web: byma, cnv y bolsar usando el software excel para un ordenamiento y análisis correcto de la información.

### *Análisis de datos*

Se investigó si existía asociación, y de que magnitud, entre cada uno de los activos intangibles reconocidos y no reconocidos y el precio que el mercado le establecía a cada una de las empresas. La investigación se basó en una revisión y análisis de bibliografía de varios autores. Pero se tomó como modelo a Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno, (2021).

En base al modelo se siguieron los siguientes pasos:

- Se seleccionó una población y una muestra de empresas argentinas.
- Se recolectaron datos de cada empresa, provenientes mayormente de sus estados contables.
- Se tomaron como variables independientes cada uno de los elementos de los activos intangibles reconocidos y no reconocidos. Se usaron *proxys* para asignarles un valor.
- Se dispusieron las variables dependientes como el valor de mercado de cada una de las empresas.
- Se establecieron las hipótesis del modelo.
- Se incorporaron las variables a la fórmula del modelo de Ohslo (1995).
- Se aplicó la herramienta de la regresión lineal, para analizar la asociación entre las variables.
- Se recolectaron y compararon datos de los resultados.
- Se determinaron y expusieron conclusiones.

## Resultados

En esta sección se exponen los resultados de la investigación desarrollada anteriormente. En primer lugar se hizo una breve descripción de los datos de la muestra oportunamente ordenados en la tabla 1.

**Tabla 1**

*Breve descripción de las empresas de la muestra utilizada*

Empresa	Actividad	Forma jurídica	Porcentaje de Activos intangibles
Arcor	Producción de alimentos de consumo masivo	(S.A.I.C.)	5,09%
Molinos Rio de la Plata	Producción de alimentos	(S.A.)	5,94%
Havanna Holding	Producción de alimentos	(S.A.)	35.77%
Morixe Hnos.	Fabricacion de harinas y derivados	(S.A.C.I.)	0.49%
Molinos Agro	Industria alimenticia	(S.A.)	0,59%
Mastellonne Hnos.	Producción, distribucion y comercializacion de leche y productos derivados	(S.A.)	0.08%

*Nota:* El porcentaje de Activos intangibles es sobre el total de activos, del año 2021. Fuente: elaboración propia con información recolectada de los estados contables.

En la tabla 2 se exponen las observaciones admitidas y descartadas de cada una de las empresas.

**Tabla 2**

*Observaciones utilizadas y descartadas*

Empresas	Observaciones admitidas x año	Observaciones descartadas x año	Fundamentos
Arcor	2019, 2020 y 2021	0	Todas variables validas
Molinos Rio de la Plata	2020 y 2021	2019	Resultado negativo en el ejercicio 2019
Havanna	2019 y 2021	2020	Resultado negativo en el ejercicio 2020
Morixe	2019, 2020 y 2021	0	Todas variables validas
Molinos Agro	2019 y 2020	2021	Presenta valores atípicos con las demás empresas en el año 2021
Mastellone	0	2019, 2020 y 2021	Resultado negativo en los ejercicios de los años 2019, 2020 y 2021

*Nota:* Las variables que presentaban un valor negativo o muy atípico, fueron descartadas por no ser consistentes con el modelo empleado. Fuente: elaboración propia con información obtenida de los estados contables.

### *Determinación de las variables independientes*

Las variables independientes propuestas luego del análisis de cada uno de los valores de los estados contables de las empresas se muestran en la Tabla 3.

**Tabla 3**

#### *Variables independientes a utilizar en el modelo*

Variables estimadas	Descripción	Tipo de variables
TGPNit	Patrimonio neto tangible por acción	Contable fundamental
RDOit	Resultado neto, despues de impuestos, por acción	Contable fundamental
LLNit	Llave de negocio por acción	Intangibles reconocidos
OAIit	Otros activos intangibles por acción	Intangibles reconodidos
GPit	Gastos de personal por acción	Capital humano
VTAS/GPit	Ventas / gastos de personal	Capital humano
GAyCit	Gastos administrativos y comerciales por acción	Capital estructural
GAyC/VTASit	Gastos administrativos y comerciales / ventas	Capital estructural
VTASit	Ventas por acción	Capital Relacional
PUBit	Gastos de publicidad por acción	Capital Relacional

*Nota:* Se puede observar que se usaron *proxies* de activos intangibles reconocidos, no reconocidos y particularmente las q se relacionan con el patrimonio neto y el resultado de ejercicio. Fuente: elaboración propia con base en modelo elegido.

En la tabla 4, 5 y 6 se exponen los resultados de los valores calculados, para el año 2021, 2020 y 2019, respectivamente, de las variables independientes de las empresas.

**Tabla 4**

#### *Tabla de valores de las variables independientes del año 2021*

Proxies	Arcor	Molinos Rio de la Plata	Havanna	Morixe	Molino Agro	Mastellone
TGPNit	0,87	81,81	3,88	10,64	250,26	33,22
RDOit	0,28	14,04	10,01	0,80	142,50	-2,37
LLNit	0,12	11,14	40,41	0,03	7,47	0,09
OAIit	0,05	3,82	0,53	0,11	0,05	0,00
GPit	0,97	46,90	32,13	1,96	66,53	39,62
VTAS/GPit	4,44	7,02	3,63	19,54	69,19	4,44
GAyCit	1,04	69,66	29,47	4,81	189,51	43,52
GAyC/VTASit	0,24	0,21	0,25	0,13	0,04	0,25
VTASit	4,30	329,19	116,78	38,21	4.603,52	176,11
PUBit	0,08	5,67	1,62	0,03	0,00	1,67

*Nota:* Se destaca la atipicidad del proxy: VTASit de Molinos Agro, motivo por el cual fue descartada para el año 2021, al igual que Mastellone fue descartada por su resultado negativo. Fuente: elaboración propia.

**Tabla 5***Tabla de valores de las variables independientes del año 2020*

Proxies	Arcor	Molinos Rio de la Plata	Havanna	Morixe	Molino Agro	Mastellone
TGPNit	0,51	50,53	-4,14	3,42	108,34	39,40
RDOit	0,08	8,67	-12,46	0,02	60,08	-5,28
LLNit	0,08	7,67	27,15	0,02	5,24	0,09
OAIit	0,03	2,61	0,31	0,05	0,07	0,01
GPit	0,59	35,42	25,43	1,20	45,89	41,55
VTAS/GPit	4,26	6,43	2,30	17,09	56,23	4,46
GAyCit	0,62	47,90	19,39	2,65	144,63	44,31
GAyC/VTASit	0,24	0,21	0,33	0,13	0,06	0,24
VTASit	2,53	227,79	58,37	20,42	2.580,48	185,23
PUBit	0,04	4,04	1,06	0,02	0,00	1,89

*Nota:* Se descarta Havanna y Mastellone por sus índices en negativo. Fuente: elaboración propia.

**Tabla 6***Tabla de valores de las variables independientes del año 2019*

Proxies	Arcor	Molinos Rio de la Plata	Havanna	Morixe	Molino Agro	Mastellone
TGPNit	0,46	41,39	18,41	3,48	117,84	20,79
RDOit	0,00	-6,80	3,86	0,23	47,08	-0,08
LLNit	0,08	7,67	26,77	0,03	5,22	0,04
OAIit	0,03	3,02	0,45	0,03	0,10	0,01
GPit	0,65	38,27	28,83	0,84	44,36	17,71
VTAS/GPit	40,60	5,78	3,16	14,03	47,32	5,00
GAyCit	0,69	52,43	26,33	1,36	135,00	21,59
GAyC/VTASit	0,03	0,24	0,29	0,12	0,06	0,24
VTASit	26,20	221,32	91,00	11,85	2.099,44	88,57
PUBit	0,05	5,21	1,29	0,01	0,00	0,86

*Nota:* fueron descartadas Molinos Rio de la Plata y Mastellone por sus índices negativos. Fuente: elaboración propia.

#### *Determinación de las variables dependientes de las empresas*

En la tabla 7 se muestran los resultados para las variables dependientes de las empresas para los años 2019, 2020 y 2021.

**Tabla 7***Variables dependientes por empresa y año*

Empresas por año	Precio promedio por acción al tercer mes del cierre de ejercicio	Log natural del precio
	Pit +3	Ln pit +3
Arcor 2021	19.300,00	9,87
Molinos Rio de la Plata 2021	130,00	4,87
Havanna 2021	145,00	4,98
Morixe 2021	16,60	2,81
Arcor 2020	7.930,00	8,98
Molinos Rio de la Plata 2020	51,60	3,94
Morixe 2020	16,55	2,81
Molinos Agro 2020	459,00	6,13
Arcor 2019	4.330,00	8,37
Havanna 2019	95,00	4,55
Morixe 2019	2,83	1,04
Molinos Agro 2019	362,00	5,89

*Nota:* Únicamente se exponen las observaciones admitidas. El resultado al aplicar logaritmo natural al precio es la obtención de una variable dependiente menos dispersa.  
Fuente: elaboración propia.

*Relación entre variables dependientes e independientes*

Con los valores de las variables se procedió a un análisis estadístico de los datos.

**Tabla 8***Principales valores estadísticos de la muestra*

Variables	Media	Desviación típica	Coficiente de variación	Mediana	Máximo	Mínimo
Log N Pit +3	5,35	2,55	2,66	4,92	9,87	1,04
TGPNit	33,35	42,83	44,74	7,26	117,84	0,46
RDOit	12,10	19,28	20,13	2,33	60,08	0,00
LLNit	8,07	12,27	12,81	2,67	40,41	0,02
OAlit	0,66	1,18	1,23	0,08	3,82	0,03
GPit	19,98	19,60	20,47	15,39	46,90	0,59
VTAS/GPit	18,65	18,03	18,83	10,52	56,23	3,16
GAyCit	38,68	49,94	52,16	15,57	144,63	0,62
GAyC/VTASit	0,16	0,08	0,09	0,17	0,29	0,03
VTASit	462,35	850,79	888,63	64,61	2.580,48	2,53
PUBit	1,07	1,80	1,88	0,05	5,67	0,00

Fuente: elaboración propia

*Relación de las variables para la conclusión del objetivo general*

Se procedió a realizar una regresión de variables. En la tabla 7 se puede apreciar el análisis de regresión lineal y en la Tabla 8 los estadísticos de la regresión.

**Tabla 9**

*Análisis de regresión lineal múltiple*

Variables	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-18,05	1,85	-9,73	0,07	-41,62	5,51
TGPNit	0,38	0,12	3,19	0,19	-1,13	1,90
RDOit	2,84	0,82	3,48	0,18	-7,52	13,20
LLNit	-0,94	0,32	-2,91	0,21	-5,04	3,16
OAIit	-82,83	11,15	-7,43	0,09	-224,47	58,80
GPit	-1,53	0,46	-3,33	0,19	-7,37	4,31
VTAS/GPit	0,65	0,05	12,90	0,05	0,01	1,29
GAyCit	0,62	0,16	3,91	0,16	-1,38	2,61
GAyC/VTASit	103,75	6,71	15,45	0,04	18,43	189,06
VTASit	-0,09	0,02	-4,29	0,15	-0,37	0,18
PUBit	54,87	7,83	7,01	0,09	-44,56	154,30

Fuente: elaboración propia

**Tabla 10**

*Estadísticos de la regresión*

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,99
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,99
R <sup>2</sup> ajustado	0,98
Error típico	0,36
Observaciones	12

Fuente: elaboración propia

Una vez lista la tabla 7 con todos los valores de los coeficientes se procedió a completar la fórmula principal reemplazando los parámetros  $\beta$  por su valor correspondiente, como se muestra en la expresión:

$$\begin{aligned}
 Pit + 3 = & -18,05 + 0,38 \times TGPNit + 2,84 \times RDOit - 0,94 \times LLNit - \\
 & 82,83 \times OAIit - 1,53 \times GPit + 0,65 \times \frac{VTAS}{GPit} + 0,62 \times GAyCit + 103,75 \times \frac{GAyC}{VTASit} - \\
 & 0,09 \times VTASit + 54,87 \times PUBit + 0,36
 \end{aligned}$$

## Discusión

El objetivo general de esta investigación es desarrollar un modelo que permita medir la influencia que pueden ejercer los activos intangibles y el capital intelectual, sobre la valorización que el mercado les da a las acciones de las empresas alimenticias argentinas. Ya que hay una brecha entre el valor de libro y de mercado de las acciones, se intenta descifrar si esa diferencia es debido a estos factores, y a cuáles específicamente. Se analizaron los estados contables de las empresas más importantes del rubro alimenticio, creando estimadores de cada uno de los elementos a investigar y así poder analizarlos entre las empresas y el valor de mercado de cada una. Esto fue para que se pueda comprender cuales de las dimensiones del activo intangible y el capital intelectual son más relevantes en la influencia sobre el precio de mercado, cuales menos relevantes y cuales no poseen relevancia alguna. Se destaca que esta investigación se basa únicamente sobre las empresas alimenticias argentinas, lo cual lo hace más específico y más valedero para esta industria. Por este motivo, es de gran importancia para que las empresas de este rubro puedan conocer sus elementos más valorados por el mercado de capitales y para que puedan centrar sus esfuerzos correctamente para un crecimiento más fuerte.

El primer objetivo específico de esta investigación consiste en lograr identificar cuáles son los *proxies* más adecuados, para las variables independientes, para permitir que el análisis sea completo y aprovechable para las empresas o inversores. Y también calcular su valorización mediante la información de los estados contables de los últimos años de las empresas elegidas como muestra. Los resultados de las *proxies* elegidas son coincidentes con los estudios de Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021), ya que ambos trabajos deciden la utilización de las mismas variables.



Por otra parte, en cuanto a los resultados de los valores de cada *proxy* no sería posible comparar con alguna investigación realizada, por lo que se mencionó anteriormente, este estudio es novedoso en cuanto a la especificación de un único rubro como es el alimenticio. Pero se puede destacar que los resultados son aceptablemente semejantes entre las empresas. Las variables de activos intangibles reconocidos, son las menos dispersas, y en cuanto a los activos intangibles no reconocidos la muestra no resulta completamente representativa de la población, aunque hay algunas variables bastante más dispersas que las de los activos intangibles reconocidos, como son las de capital relacional.

Los valores muy desiguales o negativos son descartados por no ser consistentes con el modelo. Este descarte es coincidente también con el estudio realizado por Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021), porque en el mismo también se encontraron con índices negativos o que se alejaban mucho de la media, que fueron oportunamente descartados, admitiendo solamente los valores de variables positivas y semejantes con todas las demás.

Con respecto a este primer objetivo, y la forma de obtención y cálculo de las variables independientes, cabe destacar que se siguieron los lineamientos del modelo elegido. Sin embargo, otros autores como Villegas González, Hernández Calzada y Salazar Hernández (2017) optaron por seguir otro lineamiento totalmente diferente al de la actual investigación, el cual consistía en una forma de llegar a las variables independientes desde otra perspectiva y luego involucrarlas con indicadores tales como el VAIC™. Esta forma de análisis, llevada a cabo en empresas mexicanas, fue descartada para esta investigación ya que es recomendable para muestras más grandes y con mayor acceso a la información de las mismas. Por este motivo se continuó trabajando con el modelo elegido por su mayor adaptación a la muestra.

Siguiendo con el análisis del primer objetivo específico, otra forma de trabajar sobre el mismo fue el propuesto por Mesquita Zanini y Cañibano Calvo (2006), los cuales agruparon las variables independientes en dos *proxies*, denominadas cualitativas y cuantitativas, y luego analizaron su influencia con el valor de mercado de las empresas mediante la herramienta de la regresión lineal. Si bien el trabajo de estos autores dio buenos resultados en su investigación, exigía un acceso a información muy detallada de las empresas, motivo por el cual se decidió continuar con el modelo elegido.

Se continúa ahora con el segundo objetivo específico de la investigación, el cual consiste en establecer las variables dependientes para cada una de las empresas y realizar su valorización numérica correspondiente. Cabe destacar que se selecciona como variable dependiente el valor del mercado de las acciones individuales de las empresas al igual que los estudios de Mesquita Zanini y Cañibano Calvo (2006). Sin embargo se decidió tomar el valor al tercer mes de concretado el cierre del ejercicio, por el motivo de darle tiempo de impactar en el mercado a los valores de la empresa. Esto y el aplicar el logaritmo natural al valor del precio, para obtener una variable menos dispersa, es coincidente con la investigación llevada a cabo por Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021). Con respecto al valor numérico resultante de las variables dependientes, no podrán coincidir con ningún estudio realizado anteriormente, ya que como se mencionó este estudio es único por su especificación. Pero visualizando la tabla 5 se puede observar que es muy acertado el uso del logaritmo natural para obtener variables menos dispersas. Con los valores resultantes de máximo, mínimo y promedio, se puede decir que son índices aceptables para llevar a cabo la investigación propuesta.

Este lineamiento para llevar a cabo el segundo objetivo específico de la investigación no es coincidente con la de otros autores, tal como Villegas González, Hernández Calzada y Salazar Hernández (2017), quienes utilizaron en su investigación la

variable dependiente ROA (utilidad neta/activo total) en conjunto con el precio de mercado de las acciones de las empresas. Este tipo de variable dependiente es usada cuando las variables independientes son expresadas por medio del estimador VAICTM, y como se mencionó anteriormente, debido a su exigencia de mayor detalle en la información para obtención de los *proxies*, se decidió trabajar con el modelo elegido.

El tercer objetivo específico de la investigación buscaba relacionar las variables independientes con las dependientes, para poder hallar qué tipo de asociación hay entre los distintos *proxies* y el valor que el mercado les da a las empresas. Para esto, se hizo un análisis de las variables con regresión lineal múltiple y entre los resultados se puede distinguir que el valor llave demuestra tener una asociación pequeña pero negativa en relación al precio de mercado de las empresas. Y también se puede observar que no posee significancia relevante debido a su probabilidad de ocurrencia en la población. Esto quiere decir, en primer lugar, que no se demuestra que signifique para la empresa que el valor llave sea un elemento de creación de valor, y por otra que no afecta la valoración que los inversionistas desarrollan de la empresa. Esto es coincidente con la investigación realizada por Kimouche y Rouabhi (2016) y es incongruente con la investigación de Dapena (2014) quien sostiene en sus conclusiones que el valor llave es un recurso que permite generar para la empresa un valor mas alto de sus acciones, para el mercado, que el que estaba asentado en los libros. En el estudio realizado por Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021), es coincidente en que el *proxy* valor llave no posea significancia para la valorización de las acciones en el mercado.

Con respecto al capital humano, el *proxy*: ventas/gastos de personal demostró tener una buena significancia y una asociación positiva con el valor de las acciones. Esto se traduce en que es un buen elemento a tener en cuenta por las empresas debido a que crea valor de mercado y centrar la atención en esta dimensión del capital intelectual puede

ayudar al crecimiento de las compañías. Estos resultados son coincidentes con los obtenidos por la investigación desarrollada por Villegas González, Hernández Calzada y Salazar Hernández (2017), quienes sostienen que el capital humano es la principal fuente del capital intelectual y el más importante factor de creación de valor añadido para las empresas. Con respecto al otro *proxy* de capital humano, gastos de personal, no demuestra tener una relevancia significativa con respecto al valor de mercado de las acciones, lo cual es algo no coincidente con lo concluido por Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021) ya que en el estudio de estos autores la muestra elegida, verificaba un *proxy* de gastos de personal con p-valor significativo.

La variable que demuestra la relevancia más importante es la del capital estructural, la denominada: gastos administrativos y comerciales/total de las ventas. La cual manifiesta una asociación muy positiva con respecto al valor de mercado de las acciones. Esto señala la coincidencia con la investigación de Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021) porque en el trabajo de estos autores, también se logra ver la significancia estadística de la variable, ya que el coeficiente tiene un valor grande y positivo. La segunda variable de capital humano, gastos administrativos y comerciales por acción, no indica una relevancia significativa con el valor de mercado de las acciones al poseer un valor de probabilidad alto. Esto no es coincidente con la investigación mencionada anteriormente, porque en la misma si se visualiza una significancia de la variable, ya que el porcentaje de probabilidad de que en la población suceda y realmente no sea así, es bajo.

Con respecto al capital relacional, una de las variables, ventas por acción, no demuestra ser positivamente asociable con el valor de mercado de las acciones, y tampoco manifiesta una relevancia significativa. En cambio, la variable: gastos de publicidad por acción, expone una fuerte asociación positiva con el valor de mercado de las acciones,

sin embargo, no se puede tener en cuenta debido a que no posee una significancia relevante para el mercado. Esto es congruente con el estudio de Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021) ya que, en este trabajo, también se obtienen resultados de valores muy altos en la probabilidad, para estas dos variables.

Las variables: resultado por acción, otros activos intangibles por acción y patrimonio neto tangible por acción, demuestran no ser relevantemente significativas para los inversores, ya que presentan resultados muy altos para el valor de probabilidad. Esto es coincidente casi totalmente con el estudio de Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021), porque en el estudio de los autores mencionados, también se obtuvieron resultados muy altos para el índice de probabilidad, excepto por el patrimonio neto tangible que demostró ser significativa para los autores.

Los resultados alcanzados en esta investigación, sobre la relevancia de los activos intangibles y el capital intelectual, en el precio que el mercado les da a las empresas, se encuentran limitados por un factor, que es la cantidad de observaciones empleadas. Principalmente la no coincidencia de los resultados de esta investigación con otras investigaciones puede deberse al tamaño de la muestra, más que nada en la significación de algunas variables. Esto es porque en el uso de la herramienta de la regresión lineal múltiple, es más viable la utilización de una gran cantidad de observaciones, como se realizó en el caso de Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021), empleando para el análisis de la regresión lineal un total de 353 observaciones. También ocurre que en el estudio de Villegas González, Hernández Calzada y Salazar Hernández (2017), se utilizaron más de 190 observaciones, contra las 12 utilizadas en el presente trabajo de investigación.

Cabe destacar que algunas de estas incongruencias entre los resultados de los diferentes estudios también pueden deberse a una real diferencia de relevancia entre

variables de diferentes empresas, ya que al estudiar un rubro específico se puede encontrar un comportamiento diferente del que se obtiene al analizar un grupo más grande y de compañías de diferentes sectores.

Desde otro punto de vista, otro factor limitante que asume esta investigación, con respecto al rubro de las empresas y a la economía argentina, es que las empresas, de este rubro y en general, están en constante momentos de cambios. Esto quiere decir, entre otras cosas, que para apalear la crisis 2 empresas se pueden fusionar, lo cual sería un inconveniente porque se reducen la cantidad de observaciones, y como se expresó anteriormente, para el análisis de regresión lineal múltiple lo ideal es contar con la mayor cantidad de observaciones posibles para un análisis más claro y contundente. Otro inconveniente que puede suceder es que, debido a la crisis, o algún otro factor, las empresas presenten resultados negativos al cierre del ejercicio de algún año. Esto también se traduce directamente en algo perjudicial para la investigación debido a que las observaciones negativas son descartadas por ser inconsistentes con el modelo de investigación seleccionado.

Más allá de las limitaciones muestrales, también la investigación actual comprende un factor limitante en lo que se refiere a la metodología. Esto es debido a que se encuentra apegada a un modelo seleccionado de una investigación anterior, el cual es ideal para ciertos tipos de análisis. Si bien en la presente investigación se logra llegar a resultados y conclusiones importantes, quedaron algunos coeficientes no significativos, esto puede deberse a que el modelo no se ajustó apropiadamente a la investigación propuesta, sino a otra investigación anterior. También el factor limitante es el uso de la herramienta estadística denominada regresión lineal múltiple, que se adapta mejor a investigaciones más grandes, ideal para el estudio de las empresas de un país entero, pero

que no reviste mucha adaptabilidad a estudios más pequeños, como es el análisis de un rubro específico.

Sin embargo, la presente investigación se encuentra equipada con una particular fortaleza, la cual es la orientación del análisis hacia un único rubro empresarial, como es el alimenticio. Esto es muy importante porque se investiga profundamente sobre las particularidades de esta porción del mercado, lo cual va a ser muy valedero para los empresarios e inversores dedicados a este rubro específicamente. No como sucede en otras investigaciones que se sumaron empresas de todos los sectores como sucede en los estudios de Ficco, Werbin, Díaz y Prieto Moreno (2021) y Kimouche y Rouabhi (2016) y los resultados pueden no ser exactamente puntuales para lo que se requiere analizar, sino que son más amplios, menos específicos y orientados al total de las empresas del mercado.

Siguiendo con una línea similar, se considera una fortaleza de esta investigación el hecho de contar con nuevos resultados y conclusiones diferentes a los establecidos por investigaciones anteriores, lo cual abre el paradigma y plantea nuevas interrogantes, a la vez que propone nuevos caminos para plantear la importancia de los activos intangibles y de cada uno de los elementos del capital intelectual de las empresas. La importancia de esto radica en que el material presentado, con sus propios resultados y conclusiones, puede usarse como una herramienta novedosa para los inversores y para las empresas del rubro.

Otra fortaleza que posee la presente investigación es que al ser un análisis de empresas que cotizan en la bolsa de Buenos Aires actualmente, la misma podría ser actualizada anualmente, o en el periodo que se considere beneficioso, sin demasiados inconvenientes. Esto es porque estas empresas presentan sus estados contables en páginas webs para el uso público de las mismas, esto quiere decir que se evita tener que hacer,

entre otras cosas, entrevistas o firmar contratos de confidencialidad, etc. Solo requiere de esperar a que las empresas suban su información a la página web, descargar y tomar los datos que se consideran importantes para armar los proxys de las distintas variables. También es una fortaleza de esta investigación el hecho de que la metodología usada para este rubro empresarial, puede ser usado para otro rubro, ya que posee gran adaptabilidad siempre y cuando se sigan los pasos empleados correctamente, puede ser una herramienta útil para cualquier sector.

Finalmente, como conclusión final de esta investigación, el uso de esta herramienta es muy importante para destacar cuales son aquellas dimensiones del activo intangible y el capital intelectual más influyentes sobre el precio que el mercado le otorga a la empresa del sector alimenticio. Es una herramienta de ayuda para los empresarios porque sirve para centrar sus esfuerzos con mas conocimiento sobre cada elemento que posea, para un crecimiento a mayor escala y minimizando los riesgos.

Se puede concluir que el valor llave no tiene la significancia que se esperaba y que no resulta influyente para los inversores en el precio de las acciones. También se logra aclarar que las dimensiones más importantes para las empresas alimenticias son el capital humano y estructural, especialmente los *proxies*: ventas/gastos de personal, que tiene una buena influencia y significancia sobre el precio que los inversores les imponen a las acciones de la empresa, y la más importante: gastos administrativos y comerciales/total de las ventas, la cual demuestra ser líder en relevancia y significancia sobre el valor de mercado. Se recomienda el uso de esta herramienta para los que estén vinculados con este rubro, ya que con esta información el empresario podrá adecuar sus esfuerzos con una mayor visión de lo que el mercado requiere para su buena cotización empresarial.

También se concluye en esta investigación sobre las demás dimensiones del activo intangible y el capital intelectual. Tanto los elementos de otros activos intangibles, el



capital relacional y las variables: resultado por acción, otros activos intangibles por acción, patrimonio neto tangible por acción, gastos administrativos y comerciales por acción, gastos de personal, mas allá de su relevancia positiva o negativa, no poseen una significancia importante. Esto implica que los inversores no le dan valor a estos items, lo cual no quiere decir que no sean importantes para la empresa, sino que no son destacables al momento de buscar una alta valorización en el mercado de la compañía. Se recomienda que esta información no deje de ser importante y representativa para el empresario, ya que también da una noción para visualizar el uso futuro de sus esfuerzos para el crecimiento de la compañía.

Se considera de trascendental importancia, para futuras líneas de investigación, ampliar la cantidad de observaciones, con lo cual se podría encontrar más variables significantes para el análisis de regresión lineal múltiple. Esto se puede desarrollar de varias formas, una es agregar observaciones con datos de las mismas empresas de años anteriores o posteriores, según sea posible el caso, y así lograr aumentar la cantidad de observaciones con la misma cantidad de empresas. Por otro lado resulta factible también agregar empresas de rubros semejantes, como pueden ser el sector agropecuario, de esta forma es probable que se desvirtue un poco el estudio específico del rubro, pero es válido el análisis del mismo. Por último se podrían agregar las pequeñas y medianas empresas (PYMES) que no fueron utilizadas por esta investigación. Una vez agregadas estas pequeñas empresas se podrían analizar juntas o por separado para así comparar los resultados alcanzados.

## Referencias

- Barbei, A. A., & Vivier, J. A. (Noviembre de 2016). *Activos intangibles: revisión teórica e investigación empírica*. Recuperado el 6 de Abril de 2020, de Centro de estudios en contabilidad internacional, facultad de ciencias economicas - universidad de la plata:  
<https://www.econo.unlp.edu.ar/frontend/media/86/10886/a52c33ade6b05d1ad060abb9eb396fc8.pdf>
- Benavides, L. E. (2012). Medición, valuación y determinación del impacto del capital intelectual en la generación de valor de la empresa. *Tendencias*, 13(1), 100-115. Recuperado el 15 de Abril de 2022, de <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/4023998.pdf>
- Consejo de normas internacionales de contabilidad. (2018). *Norma internacional de contabilidad 38 Activos intangibles*. Recuperado el 13 de Abril de 2022, de Federacion argentina de consejos de profesionales de ciencias económicas:  
<https://www.facpce.org.ar/>
- Dapena, J. P. (2014). *Valor de mercado y valor contable de la firma: activos intangibles y valor llave*. Recuperado el 7 de Abril de 2022, de Universidad del CEMA:  
<https://ucema.edu.ar/8/investigacion/dt-549>
- Federacion argentina de consejos profesionales de ciencias económicas. (2020). Resolución tecnica N°17. *Normas contables profesionales: desarrollo de cuestiones de aplicacion general*.
- Ficco, C. R. (2019). Los activos intangibles en la normativa contable argentina y en las normas internacionales de informacion financiera. *Contabilidad y auditoria*, 61-108. Recuperado el 10 de Abril de 2022

- 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: evidencias desde el contexto argentino. *Contaduría y administración*, 66(3), 1-26. Recuperado el 6 de Abril de 2022, de Contaduría y administración: [www.cya.unam.mx/index.php/cya](http://www.cya.unam.mx/index.php/cya)
- Forte, W., Matonti, G., & Nicoló, G. (2019). The impact of intellectual capital on firms' financial performance and market value: empirical evidence from italian listed firms. *African journal of business management*, 13(5), 147-159. Recuperado el 19 de Abril de 2022, de <https://academicjournals.org/journal/AJBM/article-full-text-pdf/4C9507E60218>
- Kimouche, B., & Rouabhi, A. (2016). Intangibles and value relevance of accounting information: evidence from UK companies . *Jordan journal of business administration*, 12(2), 437-458. Recuperado el 7 de Abril de 2022, de <https://journals.ju.edu.jo/JJBA/article/view/9622>
- Mesquita Zanini, F. A., & Cañibano Calvo, L. (2006). Midiendo el capital intelectual de las empresas: propuesta de dos proxies. *Base*, 3(3), 297-310. Recuperado el 16 de Abril de 2022, de <https://www.redalyc.org/pdf/3372/337228630009.pdf>
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Varela, G. J., Tolaba, I. A., & Ruiz, H. M. (s.f.). Llave de negocios. 2018. Tucumán: Trabajo de seminario. Facultad de ciencias economicas de la universidad nacional de Tucumán. Obtenido de

<http://repositorio.face.unt.edu.ar:8920/xmlui/bitstream/handle/123456789/42/LLAVE%20DE%20NEGOCIO.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

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. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.cya.2016.10.002>

Werbin, E., Quadro, M., & Pellegrinet, M. (2019). Reconocimiento de activos intangibles: una aplicación empírica en empresas argentinas. *Contabilidad y Auditoría*(50), 15-60.