

Universidad Siglo 21



Trabajo Final de Grado. Manuscrito Científico

Carrera de Contador Público

“Incidencia de los activos intangibles en el valor de las empresas”

“Incidence of intangible assets in the enterprise value”

Autor: Dubois Marcos

DNI: 24.402.081

Legajo: VCPB25631

Director de TFG: Dra. CPN Myriam De Marco

San Andrés de Giles, Provincia de Buenos Aires

Argentina, noviembre 2022

Índice

Introducción	4
<i>Marco teórico y antecedentes</i>	<i>4</i>
<i>Objetivos específicos</i>	<i>13</i>
Métodos	14
<i>Diseño</i>	<i>14</i>
<i>Participantes</i>	<i>14</i>
<i>Instrumentos</i>	<i>15</i>
<i>Análisis de datos</i>	<i>16</i>
Resultados	19
Discusión	22
Referencias	30

Resumen

El objetivo de esta investigación fue establecer la relevancia de los activos intangibles reconocibles o no en los estados financieros, en la formación del valor de las empresas, representado por el precio de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Para llevarlo a cabo, la muestra tuvo un alcance de cinco empresas pertenecientes al sector alimenticio elegidas por el investigador. Se trabajó con información extraída de sus estados financieros, obtenidos de la Comisión Nacional de Valores. A su vez, los precios de las acciones fueron obtenidos de la bolsa y la se procesó la información en Excel e Infostat versión estudiantil para determinar la correlación entre variables e impacto de estas bajo el modelo que las vincula con el valor de las empresas. El resultado más relevante, aun con las limitaciones que se hallaron, fue que en los cinco casos estudiados los proxys definidos representativos de los activos intangibles mencionados se relacionaron de forma positiva con el valor de las empresas, es decir que de aumentar estos intangibles que pueden no estar registrados como activos, de igual forma aumenta el precio de las acciones de estas empresas. Como conclusión fue muy destacable que el gasto en el personal, asociado el capital humano, tiene gran incidencia en la formación de riqueza de las empresas. Adicionalmente fue muy destacable la simpleza del modelo estudiado, lo que le otorga una gran fortaleza para ser replicado en futuros estudios incorporando aportes y antecedentes al tema.

Palabras clave: capital, intangibles, valor, riqueza.

Abstract

The main object of this research was to establish the relevance of intangible assets, recognizable or not in the financial statements, in enterprises worth, represented by the shares' prices at the Buenos Aires Stock Exchange. The scope was five companies belonging to the food sector chosen by the researcher. The information used was extracted from their financial statements, obtained from the National Values Commission. The shares' prices were obtained from the stock market. The information collected was processed in Excel to generate the variables and proxies defined in the model studied, and subsequent processing in Infostat student version to determine the correlation between variables and their impact under the model that links them with the companies' value. The most relevant result was that even with the limitations that were found, in the five cases studied, the defined proxies representative of the intangible assets mentioned were positively related to the shares' prices, this means that if these intangibles amount increases, the shares' prices will also be increased. A very remarkable conclusion is that the greater the amount that companies spend on personnel, this is an expenditure related to human capital, the greater the impact on the enterprise wealth formation. Additionally, it is very important to highlight the studied model's simplicity, which is very notable characteristics and gives it great strength to be replicated in future studies, incorporating contributions and background to the subject.

Keywords: assets, intangibles, worth, wealth

Introducción

Marco teórico y antecedentes

Desde hace varias décadas la relevancia de los activos intangibles y el capital intelectual en las empresas aumenta sostenidamente, teniendo éstos cada vez un mayor peso en la formación del valor real de éstas. Sin embargo, y a pesar de que esta situación se viene estudiando y analizando hace varios años, aún hoy las normas contables en general no se adecúan en función de reflejar en los estados financieros todo este valor adicional que trae una empresa y que los mercados e inversores si reconocen.

Esa diferencia positiva entre el valor real de mercado y el valor reconocido en los estados contables, surge principalmente de utilizar recursos para lograr mejoras de los procesos y mejoras de los sistemas de gestión, para formar y desarrollar al personal, también en la generación de ideas e innovaciones. Cuando esto se realiza de forma consistente y sostenida a lo largo de los años, crea una cultura empresarial dentro de cada empresa, constituyendo una imagen de cada una que impacta de forma contundente y positiva en la valoración que realizan los *stakeholders*, logrando que ellos deseen relacionarse e invertir en cada una de ellas.

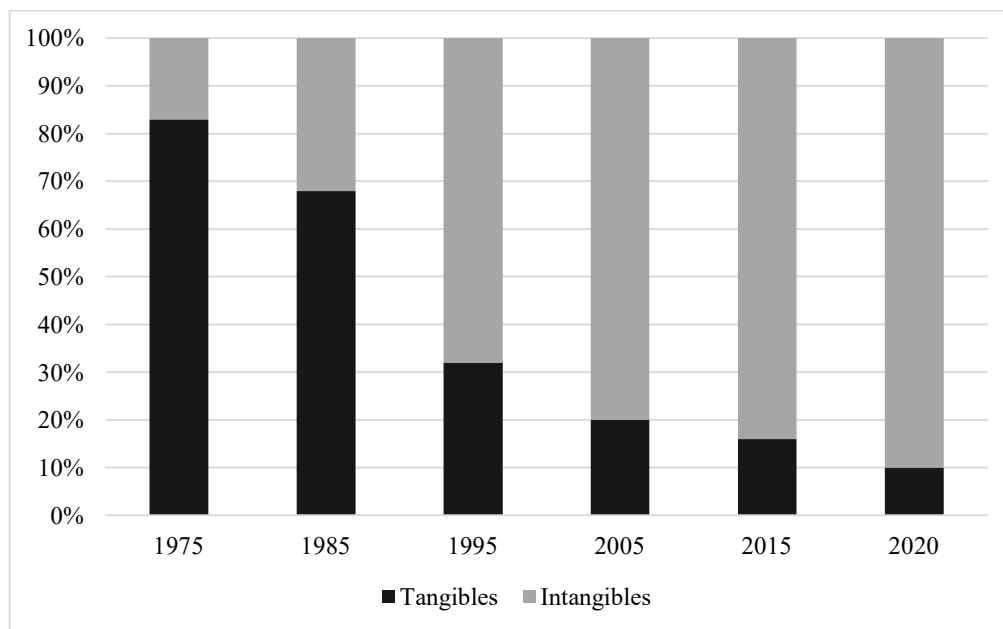
Por ello es también fundamental la información que cada empresa genera para lograr captar la atención de estos *stakeholders*. Esta información surge tanto de la publicidad y comunicación en general que cada empresa realiza, pero también esta información surge de los estados contables que los mismos inversores estudian antes de tomar decisiones, por esto es la importancia de reflejar la realidad sobre los activos intangibles en dichos estados financieros.

Como describen Mozolea y Sorin (2021) en un análisis sobre (Ocean, 2020) puede apreciarse que para diferentes mercados globales que hubo un crecimiento sostenido de

los intangibles como parte del valor de las empresas, de acuerdo a la información que presentan estos investigadores en la figura 1, donde puede observarse por ejemplo la relevancia de los activos intangibles para las empresas de cada uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos, el *Standard & Poor's 500*, en el que agrupa 506 empresas que cotizan en la bolsa de Nueva York y NASDAQ.

Figura 1

Componentes del valor de mercado de participantes del S&P500

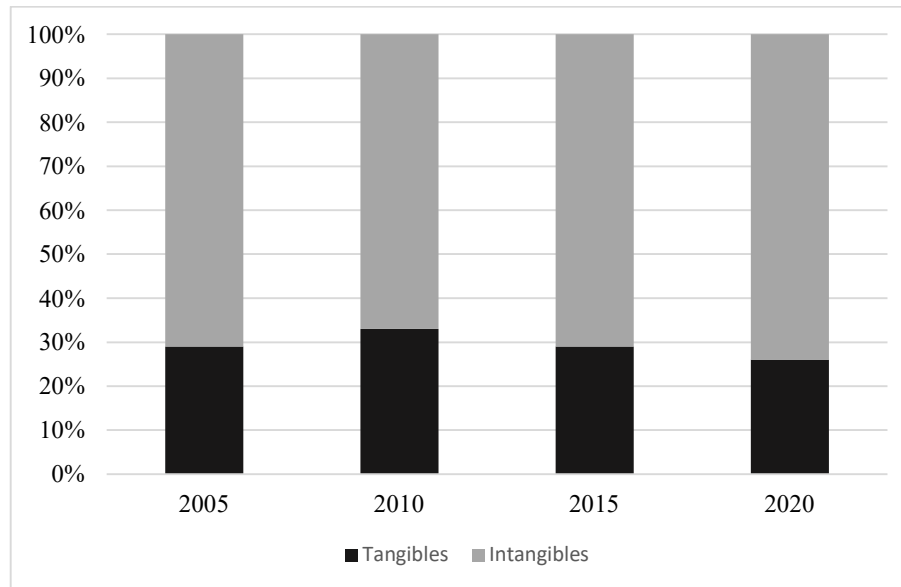


Fuente: Mozolea y Anton (2021).

En el mismo orden, se puede ver en la figura 2 la situación en Europa para las empresas agrupadas en el índice bursátil *Standard & Poor's Europe 350* en el cual las acciones constitutivas se seleccionan por su relevancia para el mercado general, incluido el equilibrio del sector industrial, la longevidad y la liquidez de las acciones

Figura 2

Componentes del valor de mercado de participantes del S&P Europe 350



Fuente: Ocean (2020).

Sumado a esta evidencia respecto a la importancia de los activos intangibles en el valor de las empresas, se observa que existen diferencias entre los valores reales de las empresas y el valor que las mismas reflejan en los estados financieros, y debe empezar a entenderse como sugiere García (2021), que estas diferencias surgen debido a que la normativa contable solo permite reconocer parcial y limitadamente los activos intangibles que existen en estas.

Como refiere Ocaik y Findik (2019) existen muchos tipos de activos intangibles, como por ejemplo desde patentes y licencias, valores llaves o *goodwill*, formulas y recetas, hasta otros como sistemas de distribución y lealtad de la clientela, sobre los cuales el *International Accounting Standards Board* (IASB) ha determinado criterios para contabilizarlos, registrarlos, reportarlos y valuarlos, pero con ciertas limitaciones.

De acuerdo con la Norma Internacional de Contabilidad 38 (NIC 38) estas limitaciones son que el activo intangible sea identificable, es decir que pueda ser separable y se pueda vender, transferir, arrendar o intercambiar, o que el mismo surja de derechos contractuales, como por ejemplo las patentes, marcas, nombres comerciales, licencias, bases de datos, y derechos. Dicha norma además indica que los desembolsos en un proyecto de investigación y desarrollo en curso o adquirido, deben reconocerse como gastos si cumplen con las limitaciones de esta.

En las normas contables argentinas de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE, 2011), en su Resolución Técnica N°16 (RT16) reconoce la dificultad de lograr mediciones objetivas, atributo de neutralidad, sobre algunos activos como los intangibles. Por otra parte, en su RT17 realiza una distinción para los intangibles que cumplen los requisitos para ser considerados como activos, y los separa en dos categorías: llave de negocios (LLN) y otros activos intangibles (OAI). En la misma resolución también se establecen pautas para reconocer costos de organización preoperativos y de desarrollo.

La RT18, regula la forma en que se debe contabilizar el valor de llave de negocio. A diferencia de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) las cuales indican que cuando se paga un valor llave menor al que los activos adquiridos tienen en sus estados financieros de origen, muestran que se debe reconocer una ganancia, mientras que las NCA indican tratar esa diferencia como un valor llave negativo a registrar. La misma RT18 tampoco permite reconocer valores llave autogenerados, ni cambios en el valor llave de negocio que se genere por la gestión de la empresa o por hechos del contexto.

Por otra parte, la RT21 regula la forma en que deben contabilizarse los valores a los que se adquieren los otros activos intangibles identificables, determinado que será a su valor contable corriente, los activos no identificables estarán incluidos en el valor llave de negocio tomando como base su costo de adquisición, y teniendo en cuenta que puede dar lugar a registrar un valor llave de negocio negativo o positivo de acuerdo a las diferencias entre lo pagado y lo registrado en los estados contables de origen.

Como resumen de los más importante que surge luego de relevar lo que indican las normas contables tanto internacionales como nacionales, se observa lo que indica Ficco (2019) cuando concluye que existen múltiples trabas para reconocer contablemente los activos intangibles, ya que las normas eligen el camino de la prudencia frente al gran grado de incertidumbre sobre la generación concreta de beneficios que se pueda asignar provenientes de los activos intangibles y terminan optando por el principio de prudencia.

En la misma sintonía García (2021) sostiene en su análisis que la normativa contable “no tiene en cuenta los intangibles autogenerados como el capital intelectual, inversión en conocimiento, tecnología disponible, la llave autogenerada, la cartera de clientes, la satisfacción y lealtad de los clientes, actitud innovadora, entre otros” (p.23). Además, destaca, la importancia del capital intelectual en la actual economía del conocimiento y alentando a seguir perfeccionando la información voluntaria dentro de los estados financieros, incorporado por ramas de industria y tamaño de empresas, directrices estandarizadas para cuantificar y medir el capital intelectual para cumplir el requisito de comparabilidad de la información, creando valor para las empresas a través del uso de indicadores cualitativos y cuantitativos.

A partir de aquí se hace fundamental adentrarse a entender qué incluyen o cómo pueden dimensionarse los activos intangibles que toda empresa posee. De acuerdo con lo que menciona Falcón (2017):

El capital intelectual puede definirse como el resultado de la asociación de los factores humanos, estructurales, relacionales y sociales que agrupa una organización, enfocados a la generación de valor, incluyendo sus capacidades, experiencias, habilidades, nivel de motivación, comprometimiento y valores organizacionales asociados con el conocimiento de sus miembros, aplicados al trabajo, que expresan un proceso dinámico de acumulación de riquezas derivadas del conocimiento. (p.1)

También Falcón (2017), luego de realizar un relevamiento histórico de cómo fue evolucionando el entendimiento y las clasificaciones de los activos intangibles hasta llegar al concepto de capital intelectual, propone agruparlo en 3 categorías:

- Capital Humano
- Capital Estructural
- Capital Relacional

Villegas González et al., (2017) utilizaron un modelo muy similar al de Ficco et al. (2021) que se usó de base en el presente estudio, y en el mismo concluyeron que el capital intelectual radica en el capital humano, el capital estructural y el capital relacional de las empresas del sector industrial en México, y estos agrupan principalmente los conocimientos, *expertise* y capacidades que poseen las personas que forman parte de las empresas, con procesos y procedimientos propios de cada sistema organizativo así como también las relaciones y vínculos que se construyen y sostienen con los clientes y proveedores, lo cual propicia y genera riqueza en estas empresas.

Los investigadores Xu y Liu (2020) realizaron un estudio sobre modelos originarios de *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC) en el sector industrial del sur de Corea, realizando un repaso de diferentes variables, las mismas que originaron el estudio de Ficco (2019). En este trabajo, modificaron el modelo VAIC original adicionando 2 *proxys*: el capital relacional para el que toma en cuenta los gastos en publicidad y *marketing* y el *proxy* de innovación para el cual tiene en cuenta el gasto en investigación y desarrollo (IyD). Además, propone sumar a los resultados de la empresa los costos laborales de los empleados, ya que deberían considerarse como inversiones y no gastos.

Según Ficco et al., (2019) el componente humano (CH) del capital intelectual está formado, por conocimientos, habilidades, actitudes, de las personas que integran la empresa, mientras que el componente estructural (CE) aglutina los procesos desarrollados dentro de la empresa, actividades y procedimientos sobre cómo se gestiona la misma, capacidad de innovación. Por último, el componente relacional (CR), es la forma en que la empresa se relaciona con el medio donde está inserta, tiene en cuenta sus vínculos con los diferentes *stakeholders*, como los clientes, proveedores, accionistas, inversores, y medioambiente.

De acuerdo con el resumen presentado por Pérez Ortega y Tangarife Martínez (2013), luego de su relevamiento por diferentes investigadores sobre el tema, El capital intelectual está formado por los siguientes 3 componentes:

- i. Capital humano: definido por el conocimiento, educación, desarrollo personal, habilidades, permanencia en la empresa, conocimientos específicos, experiencia, creatividad, motivación.

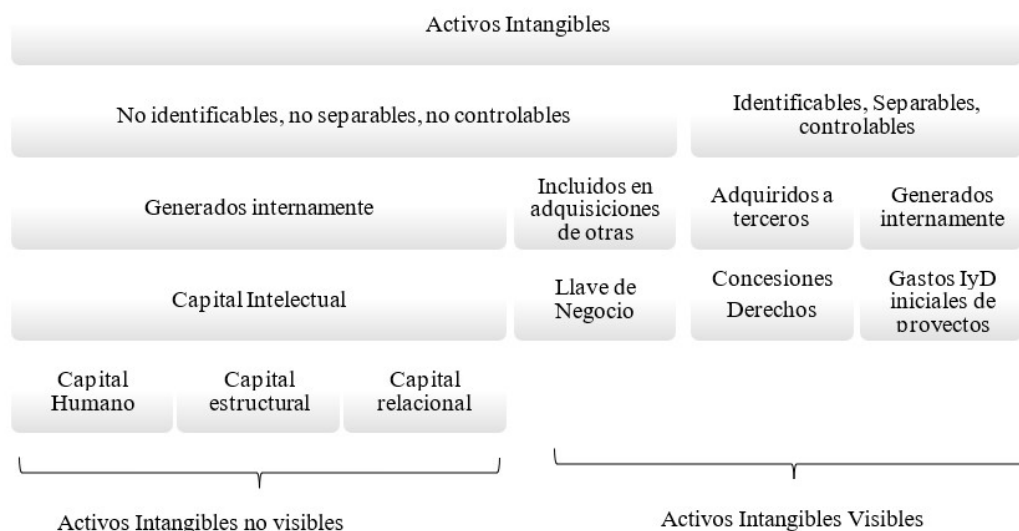
ii. Capital estructural: contemplando competencias en tecnologías de la información, gestión del conocimiento, cultura, valores, estructura, sistemas, procesos, innovación e investigación y desarrollo.

iii. Capital relacional: incluyendo relación con los clientes, relación con los proveedores, alianzas y reputación.

En la siguiente figura 3 se presenta como se integran los diferentes activos intangibles dentro de la estructura total analizada.

Figura 3

Estructura de intangibles



Fuente: Hollander Sanhueza (2015).

Sveiby (2010) indica que al momento de seleccionar un modelo de valuación de activos se debe de tomar en cuenta los aspectos relacionados con la situación específica, el fin o hacia a quien van dirigidos. Pero destaca que siempre es de gran utilidad al llevar a cabo comparativos entre empresas del mismo sector al basarse en normas contables ya establecidas, y esto es lo que permite visualizar mejor el valor financiero de los activos intangibles.

A partir de lo desarrollado, el problema que se manifiesta en el presente trabajo es que actualmente existe un importante desfase entre la información que las normas contables exigen y permiten reflejar en los estados contables respecto a los activos intangibles en comparación con la información que los diferentes *stakeholders* utilizan para tomar decisiones. Esto genera que los diversos actores de los negocios no cuenten con información uniforme, veraz y objetiva, respecto a todo el universo de activos intangibles que incluye a los no registrables.

Es pertinente por lo tanto plantear los siguientes interrogantes:

Teniendo en cuenta que hoy en día los diferentes *stakeholders* antes de tomar decisiones, ya sea para realizar inversiones o para concretar negocios o transacciones con las empresas, complementan la información que surge de los estados financieros con información que reclutan desde la misma empresa que analizan, tanto como de otras fuentes ya sea bancos, y en muchos casos consultores contadores externos que determinan estos valores de activos intangibles, con métodos que suelen replicarse, ¿no sería posible uniformar esta información dentro de los estados contables?.

¿Existe hoy en día cierta información que ya viene clasificada dentro de los estados contables y que permita evaluar los activos intangibles?

¿Es posible con estos activos intangibles estimados establecer posibles relaciones con los valores de las empresas en el mercado de acciones?

Para intentar responder a estos interrogantes, es de gran importancia analizar la información que surge de los estados contables y del mercado, para sumar sustento sobre la relación que existe entre los activos intangibles y los resultados que las empresas obtienen y cómo con su valor de mercado, y finalmente que esto sirva de base para lograr acuerdos en que al hablar de destinar recursos a construir y gestionar los activos

intangibles se está hablando de inversiones y no de gastos, por lo tanto se debería seguir sumando esfuerzos para encontrar la forma más adecuada de reconocer tanto estas inversiones como valores adicionales generados dentro de los estados contables.

Objetivo general

Determinar la correlación que existe tanto de los activos intangibles como del capital intelectual con la formación de valor de las empresas argentinas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en el año 2022.

Objetivos específicos

- ◆ Presentar una breve descripción de las empresas que conforman la muestra.
- ◆ Extraer la información necesaria para la investigación, desde los estados financieros de las mismas y de las cotizaciones de estas en la bolsa.
- ◆ Valorar los indicadores o *proxys* utilizando información obtenida para ponderar los activos intangibles visibles en los estados contables como llave de negocio y otros activos intangibles y no visibles como el capital humano, el capital estructural y el capital relacional.
- ◆ Analizar la estadística de los valores hallados para las variables y *proxys* de la muestra.
- ◆ Realizar un análisis de regresión entre las variables del modelo, para permitir estudiar la relación entre las variables independientes y las dependientes. De formar que pueda analizarse la relevancia de los activos intangibles en relación el precio de las acciones en el mercado de valores.

Métodos

Diseño

El trabajo de investigación planteado fue de alcance descriptivo, donde se logró evidenciar la importancia de los activos intangibles y el capital intelectual en el valor de las empresas, destacando la relevancia que los mismos poseen y la necesidad de considerar a éstos dentro de los estados contables para que todos los *stakeholders* puedan hacer uso de esta información y redundar en mejores decisiones.

El enfoque fue mixto es decir de tipo cualitativo en cuanto al relevamiento de normas contables y cuantitativo para ponderar la influencia de los activos intangibles. Se utilizó también una técnica de análisis de regresión estadístico para determinar el grado de correlación entre las variables dependientes e independientes.

El diseño de investigación fue no experimental, ya que se llevó adelante sin manipular deliberadamente las variables. La recolección de datos para cada empresa fue de tipo transeccional, es decir para un único momento en el tiempo, estos datos fueron los que surgen de los estados contables de las empresas estudiadas cerrados cada uno en una fecha determinada.

Participantes

La población incluyó todas las empresas argentinas cotizantes en la bolsa de comercios de Buenos Aires, independientemente si éstas incluyeran o no activos intangibles reconocidos en sus estados contables.

Se confeccionó un muestreo no probabilístico, se seleccionaron cinco estados contables de empresas argentinas que cotizan en la bolsa de comercio de Buenos Aires. Como punto de partida para la selección de estas empresas se pensó en un sector en el cual para ser competitivo fuera imprescindible estar a la vanguardia de técnicas y

procesos, cuestión ésta que alienta a los directivos de estas empresas a necesariamente invertir tanto en desarrollo como en mejoras y avances de sus técnicas productivas, y resulta ser el sector alimenticio un buen ejemplo de ello. El segundo punto que se tomó en cuenta para definir la muestra fue la cantidad de años que dichas empresas vienen cotizando en la bolsa, con el objetivo de contar con datos de casos que sostenidamente a lo largo de varios años han invertido y gestionando en estos recursos mencionados, por ello se pensó en seleccionar empresas con más de cinco años de antigüedad en el mercado accionario. Estas son:

- Ledesma S.A.A.I
- Havana Holding S.A.
- Compañía Introdutora de Buenos Aires S.A.
- Sociedad Anónima Importadora Y Exportadora De La Patagonia
- Molinos Rio de la Plata S.A.

Instrumentos

Se recabó información de múltiples fuentes bibliográficas académicas, como otros trabajos de graduación, investigaciones académicas, notas publicadas en revistas especializadas, como así también normas contables internacionales y nacionales.

Asimismo, se recogieron los estados contables de la muestra de la página web oficial de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Se utilizó una planilla de Excel para estructurar y relacionar los datos y luego se desarrolló la técnica cuantitativa de regresión lineal múltiple con el apoyo de un *software* denominado InfoStat

Análisis de datos

Para realizar el análisis de los datos, se escogió la información presentada en los estados contables de las empresas seleccionadas sobre los activos intangibles y el capital intelectual y se investigó la relación entre estos y el precio de las acciones, estudiando previamente a diferentes autores que investigaron el tema en cuestión y utilizando como base el modelo planteado por Ficco, et al., (2021) definido como:

$$P_{it+3} = \beta_0 + \beta_1 \text{TGPN}_{it} + \beta_2 \text{RDO}_{it} + \beta_3 \text{LLN}_{it} + \beta_4 \text{OAI}_{it} + \beta_5 \text{GP}_{it} + \beta_6 \text{VTAS/GP}_{it} + \beta_7 \text{GAYC}_{it} + \beta_8 \text{GAYC/VTAS}_{it} + \beta_9 \text{VTAS}_{it} + \beta_{10} \text{PUB}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Se exploró la posible vinculación y tipo de relación que existe entre el valor de las acciones a los 3 meses de fecha de cierre de los balances para las empresas de la muestra, definido en la expresión como P_{it+3} , y sus activos intangibles, tanto los que vienen detallados en sus estados contables, como aquellos otros que no, utilizando las mismas variables definidas en la mencionada investigación, y que completan la previa ecuación, en la que junto con el resto de variables definidas en la tabla 1 determinan el precio de las respectivas acciones, el cual es una resultante en el mercado de la apreciación que hacen los inversores sobre el valor de una empresa, en función de sus expectativas de futuras ganancias.

Es necesario contemplar posibles problemas de dispersión de los valores de la variable dependiente (P), por lo que se realizara una transformación de dicha variable al logaritmo natural del precio de la acción (lnP). Quedando el modelo a estimar de la siguiente forma:

$$\text{Ln}P_{it+3} = \beta_0 + \beta_1 \text{TGPN}_{it} + \beta_2 \text{RDO}_{it} + \beta_3 \text{LLN}_{it} + \beta_4 \text{OAI}_{it} + \beta_5 \text{GP}_{it} + \beta_6 \text{VTAS/GP}_{it} + \beta_7 \text{GAYC}_{it} + \beta_8 \text{GAYC/VTAS}_{it} + \beta_9 \text{VTAS}_{it} + \beta_{10} \text{PUB}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Tabla 1*Definición de variables*

Simbología	Definición
P_{it+3}	Precio promedio por acción de la empresa i en el tercer mes siguiente al cierre del ejercicio t
$TGPN_{it}$	Patrimonio neto tangible (por acción) de la empresa i al cierre del ejercicio t
RDO_{it}	Resultado neto después de impuestos (por acción) de la empresa i para el ejercicio t
LLN_{it}	Llave de negocio (por acción) informada en los estados financieros de la empresa i al cierre del ejercicio t (neta de las depreciaciones acumuladas y de las pérdidas por desvalorización)
OAI_{it}	Otros activos intangibles (por acción) informados en los estados financieros de la empresa i al cierre del ejercicio t (netos de las depreciaciones acumuladas y de las pérdidas por desvalorización)
GP_{it}	Gastos de personal (por acción) de la empresa i para el ejercicio t
$VTAS/GP_{it}$	(Ventas / Gastos de personal) de la empresa i para el ejercicio t
$GAYC_{it}$	Gastos administrativos y de comercialización (por acción) de la empresa i para el ejercicio t (netos de gastos de personal y de publicidad)
$GAYC/VTAS_{it}$	(Gastos administrativos y de comercialización* / Ventas) de la empresa i para el ejercicio t . * netos de gastos de personal y de publicidad
$VTAS_{it}$	Ingresos netos por ventas (por acción) de la empresa i para el ejercicio t
PUB_{it}	Gastos de publicidad (por acción) de la empresa i para el ejercicio t

Fuente: Ficco et al. (2021).

Dentro de las variables detalladas en la tabla 1, se encuentran los *proxys* que define Ficco et al. (2021) y hacen referencia a cada componente de activo intangible no reconocido dentro de los EECC, los mismos se detallan en la tabla 2:

Tabla 2

Definición de variables

Dimensión del CI	Variables proxy seleccionadas
Capital humano (CH)	Gastos de Personal (GP) Ventas / Gastos de Personal (VTAS/GP)
Capital estructural (CE)	Gastos administrativos y de comercialización (GAyC) Gastos administrativos y de comercialización / Ventas (GAyC/VTAS)
Capital relacional (CR)	Ventas (VTAS) Gasto de Publicidad (PUB)

Fuente: Ficco et al. (2021)

Una vez procesados los datos extraídos de los estados contables dentro de una planilla Excel, se volcaron los mismos dentro del sistema *InfoStat* para analizar la correlación entre las variables mencionadas.

Finalmente se exhibieron y analizaron con un enfoque cuantitativo los principales estadísticos descriptivos de la muestra en una tabla.

Resultados

Luego de obtenidos los datos de la muestra definida, desde los estados contables y desde la publicación del precio de las acciones a los tres meses de la fecha de cierre de estos, se procedió a volcar los mismos a tablas de Excel para realizar su análisis en función de los objetivos planteados.

En la tabla 3 se agrupan los casos seleccionados para el análisis mencionado, incluyendo información descriptiva de las empresas.

Tabla 3

Descripción de la muestra

Empresa	Industria	Ticker	FCEECC	Cotiza desde	Empleados
Ledesma	Agroindustria/Alimenticia	LEDE HAV	31/5/2022	1993	4.705
Havanna	Alimenticia	A	31/12/2021	2016	1.100
Introductora	Alimenticia	INTR	30/6/2022	2009	180
Patagonia	Alimenticia/Comercio	PATA	30/6/2022	1994	1.890
Molinos	Alimenticia	MOLI	31/12/2021	1991	2.948

Fuente: Elaboración propia en base a los EECC y CNV.

Se extraen los datos para cada variable de los EEFF de cada empresa que fueron utilizados en el modelo bajo estudio, y se agrupan en la tabla 4.

Tabla 4

Información de las variables para desarrollar el modelo

Datos (miles de \$)	Ledesma	Havanna	Introductora	Patagonia	Molinos
PN total	34.298.797,0	2.105.727,7	4.750.630,8	39.917.549,0	19.490.458,0
LLN	-	1.898.200,1	16.879,9	247.892,0	-
OAI	185.592,0	25.108,6	106.418,8	50.525,0	3.012.582,0
TGPN	34.113.205,0	182.419,1	4.627.332,2	39.619.132,0	16.477.876,0
RDO	5.712.215,0	440.687,3	171.737,9	3.634.675,0	2.739.906,0
GAyC Total	20.100.987,0	1.943.954,5	2.125.559,5	59.908.046,0	14.721.382,0
PUB	152.799,0	75.875,4	116.530,6	54.041,0	1.142.418,0
GP	15.393.274,0	1.509.376,8	1.764.448,8	33.013.010,0	9.446.696,0
GAyC netos	4.554.914,0	358.702,3	244.580,1	26.840.995,0	4.132.268,0
VTAS	78.742.773,0	5.485.771,1	7.316.271,4	233.536.445,0	66.303.412,0

Fuente: Elaboración propia en base a los EECC y CNV.

Con los datos de las variables agrupados en la tabla 4 se procede a desarrollar y calcular los proxys definidos en la tabla 5, que se relación para estudiar el modelo bajo la siguiente expresión:

$$\text{LnPit}+3 = \beta_0 + \beta_1 \text{TGPNit} + \beta_2 \text{RDOit} + \beta_3 \text{LLN}it + \beta_4 \text{OAI}it + \beta_5 \text{GP}it + \beta_6 \text{VTAS/GP}it + \beta_7 \text{GAyC}it + \beta_8 \text{GAyC/VTAS}it + \beta_9 \text{VTAS}it + \beta_{10} \text{PUB}it + \epsilon it$$

Tabla 5

Variables explicativas

Proxys	Ledesma	Havanna	Introductora	Patagonia	Molinos
Q _i acciones (miles un)	439.714,3	46.976,1	121.085,8	500.000,0	201.415,1
P _{it+3}	140,4	150,4	28,0	69,0	135,8
Ln P _{it+3}	4,9	5,0	3,3	4,2	4,9
TGPN _{it} *	77,6	3,9	38,2	79,2	81,8
RDO _{it} *	13,0	9,4	1,4	7,3	13,6
LLN _{it} *	-	40,4	0,1	0,5	-
OAI _{it} *	0,4	0,5	0,9	0,1	15,0
GP _{it} *	35,0	32,1	14,6	66,0	46,9
VTAS/GP _{it}	5,1	4,7	3,6	7,1	3,7
GAyC _{it} *	10,4	7,6	2,0	53,7	20,5
GAyC/VTAS _{it}	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
VTAS _{it} *	179,1	116,8	60,4	467,1	329,2
PUB _{it} *	0,3	1,6	1,0	0,1	5,7

Nota: * Valores en miles de pesos (\$) por acción. Fuente: Elaboración propia en base a los EECC y CNV.

Con los datos para cada variable obtenidos de los estados financieros de cada empresa, y que fueron agrupados dentro de la tabla 5, luego se realiza un ingreso de estos en el programa Infostat en su versión estudiantil utilizando su herramienta de carga masiva de datos, el cual permite realizar diversos tipos de análisis estadísticos de muestras, para determinar las principales estadísticas de esta. Los resultados obtenidos se extrajeron de dicho programa a la tabla 6.

Tabla 6*Principales estadísticas descriptivas de la muestra*

Variable	Media	D.E.	CV	Mínimo	Máximo	Mediana
Pit+3	104,7	53,6	51,2	28,0	150,4	135,8
Ln Pit+3	4,5	0,7	16,0	3,3	5,0	4,91
TGPNit	56,2	34,3	61,1	3,9	81,8	77,58
RDOit	8,9	4,9	55,3	1,4	13,6	9,38
LLNit	8,2	18,0	219,3	-	40,4	0,14
OAIit	3,4	6,5	191,9	0,1	15,0	0,53
GPit	38,9	19,1	49,0	14,6	66,0	35,01
VTAS/GPit	5,4	1,6	29,6	3,6	7,1	5,12
GAyCit	18,8	20,6	109,3	2,0	53,7	10,36
GAyC/VTA-Sit	0,1	0,0	43,7	0,0	0,1	0,06
VTASit	230,5	166,0	72,0	60,4	467,1	179,08
PUBit	1,7	2,3	130,5	0,1	5,7	0,96

Fuente: Elaboración propia en base a los EECC y CNV utilizando Infostat.

Utilizando la misma herramienta Infostat se realizó un análisis de correlación entre las variables independientes con el término LnP_{it} , para poder estudiar la relevancia valorativa, y grado de correlación de cada variable explicativa del modelo estudiado.

Tabla 7*Relevancia valorativa de los activos intangibles y del capital intelectual*

Variables explicativas	Coficiente	Error estándar	Estadístico t	p-valor
TGPN_{it}^*	3,90	27,48	0,14	0,89
RDO_{it}^*	6,38	1,48	4,31	0,02
LLN_{it}^*	10,17	13,23	0,77	0,50
OAI_{it}^*	2,81	4,95	0,57	0,61
GP_{it}^*	9,34	14,34	0,65	0,56
VTAS/GP_{it}	0,32	1,27	0,25	0,82
GAyC_{it}^*	0,74	16,56	0,04	0,97
GAyC/VTAS_{it}	0,01	0,02	0,60	0,59
VTAS_{it}^*	46,05	130,79	0,35	0,75
PUB_{it}^*	1,11	1,71	0,65	0,56

Fuente: Elaboración propia en base a los EECC y CNV utilizando Infostat.

Discusión

En la investigación desarrollada a lo largo de este trabajo, se pretende como objetivo general determinar qué tipo de relación existe tanto de los activos intangibles como del capital intelectual con el valor de las empresas argentinas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en el año 2022. Se resalta que, para tal fin el trabajo se centra en empresas del sector alimentario o relacionado con él, y utiliza información proveniente de sus estados contables con fecha de cierre que van desde diciembre 2021 a junio 2022.

A lo largo del trabajo se analiza y pone de manifiesto cuales son aquellos activos reconocidos o no dentro de los estados contables, que forman parte del acervo de información que utilizan los propios directivos de las empresas para decidir sobre el curso de éstas, o los *stakeholders* para relacionarse con ella en diversos tipos de negocios, y también los inversores para basar sus decisiones de compras o ventas de acciones en el mercado.

Cabe destacar como importante y relevante el esfuerzo en la presente investigación por presentar y luego acrecentar los antecedentes que existen sobre cuál es y qué tipo de información utilizan todos estos actores para la toma de decisiones, y cómo se relaciona la misma con los diferentes activos intangibles, para ponderarlos y evaluarlos, ya que se revela en el presente trabajo que, de acuerdo con los autores referenciados, estos activos tienen un gran peso relativo dentro del valor de las empresas en el mercado, y a lo largo de los últimos años es una tendencia que va en aumento.

Esta cuestión mencionada respecto de la creciente importancia de los activos intangibles explica el por qué los diferentes actores de los negocios buscan información para analizar al respecto. Esta información es concerniente al capital intelectual de las

empresas, el cual está formado por el capital humano, el estructural y el relacional. Como esta información no se presenta de forma directa y homogénea entre todas las empresas, se utilizan *proxys* formulados con información que surge de los estados financieros.

Como primer objetivo se realiza la descripción de las empresas que logran encuadrarse dentro de las limitaciones o criterios de selección utilizados: que pertenezcan al sector alimentario o relacionado, deben tener una antigüedad cotizando en la bolsa de más de 5 años, y para que técnicamente puedan realizar un aporte a la investigación deben incluir en sus estados contables activos intangibles reconocidos, idealmente tanto llaves de negocio como otros activos intangibles, o al menos uno de ellos, y no deben presentar pérdida en el periodo contable bajo análisis. Este criterio va en línea con lo planteado en un inicio respecto a lo que indican Ocak y Findik (2019), puesto que a pesar de que estas empresas no tienen valores de llave de negocio activadas, si tienen otros activos intangibles que coadyuvan a incrementar el valor de las empresas pero que no pueden ser registrados contablemente por no cumplir las limitaciones que impone el IASB y las NIC38.

Se observa que las empresas de la muestra permiten incluir situaciones diversas como diferentes cantidades de años cotizando en la bolsa, diferentes tamaños de empresas de acuerdo con la cantidad de empleados que componen a cada una, y también nivel de facturación. Todas tienen un nombre que ya es conocido por alguna razón, esto no es poco importante, cuando hablamos de lo que las empresas invierten en dar a conocer información sobre sí mismas, cuestión que también termina impactando en las relaciones con el mercado y los *stakeholders*.

Para alcanzar el segundo objetivo se busca en los estados financieros de las empresas de la muestra, los datos e información de las variables necesarias para

desarrollar el modelo, también se obtiene el precio de sus acciones extrayendo información de las páginas Bolsar e Investing, en las cuales es posible obtener los datos históricos necesarios. En este punto es interesante observar que los datos que surgen de notas de los estados contables pueden variar en cuanto a clasificación de estos entre unas y otras.

Lo que son los gastos en personal, de acuerdo con los que surge de los estados contables se tratan en general de sueldos, horas extras, sueldos complementarios y aportes de seguridad social. Sería muy importante poder contar con información sobre gastos en capacitaciones, cómo y dónde consideran los gastos la seguridad e higiene de los recursos, esto está en orden con lo que concluye García (2021), respecto a las trabas y limitaciones para registrar inversiones en conocimiento; componente del capital intelectual, quedando librado a que cada empresa clasifique esos gastos según un criterio propio, y no un criterio regulado o normalizado para todos, que haga comparables a las empresas unas con otras.

Con los datos obtenidos, se persigue el tercer objetivo que es el desarrollo y valoración de los *proxys* definidos por el modelo de Ficco (2019) tomado como referencia. Donde además de los datos de Ventas, Resultados, y Patrimonio, se valoran los *proxys* mencionados que ponderan los componentes del capital intelectual, siendo estos el capital humano, el capital estructural y el capital relacional. Ya en este punto se observa que las diferentes empresas mantienen esquemas de inversiones o gastos en diferentes niveles en comparación con las ganancias relativas que cada una obtiene. Esto da una primera impresión de que cada empresa define políticas diferentes para la gestión de estos activos intangibles otorgándole mayor o menor importancia a los mismos, esto puede deberse a una falta de información al respecto por parte de los directivos de las empresas, o ya sea por el hecho de que dichas sumas la normas no permiten tratarlos

como inversiones, en orden con lo observado por los investigadores Xu y Liu (2020) y terminan registrados como gastos en lo que pareciera impactar de forma negativa en los resultados, perdiendo de vista que una buena gestión de estos activos intangibles aporta en definitiva a la construcción de valores de la empresa, como concluye Pérez Ortega y Tangarife Martínez (2013)

Como cuarto objetivo se realiza un análisis estadístico de los datos de la muestra, utilizando a tal fin el software Infostat en su versión estudiantil para obtener los datos de la medias y medianas de cada variable y *proxys*. Los datos indican que se trata de una muestra con gran dispersión entre sus valores, con los *Proxys* del capital estructural y capital humano con menor dispersión que el resto de las variables, dado que sus desvíos estándar son mucho más bajos que los desvíos del resto de las variables. El coeficiente de variabilidad muestra que los valores llave de negocio y otros activos intangibles poseen mayor dispersión que el resto de las variables, indicando esto en principio que no sería una variable posible de tomar en cuenta para realizar comparaciones entre empresas y posterior correcta toma de decisiones de inversión.

Dado estos resultados estadísticos para la muestra, el análisis no acompaña lo propuesto por Sveiby (2010) sobre analizar muestras con aspectos relacionados a una situación específica, como ser pertenecer al mismo rubro de negocios para realizar comparativos entre las mismas, para finalmente visualizar mejor el valor financiero sus los activos intangibles, aunque esto puede ser producto de tratarse de una muestra pequeña, pero también de una población que resulta a su vez pequeña, empresas que cotizan en el mercado de valores de Buenos Aires.

El quinto y último objetivo se centra en determinar el grado de incidencia y de relación de las variables independientes, es decir los diferentes *Proxys*, y en definitiva los

componentes del capital intelectual con la variable dependiente del modelo LnP_{it} , que refleja el valor de la empresa en el mercado de valores. A primera vista todas las variables e indicadores se comportan de forma positiva respecto al precio de las acciones, esto quiere decir que cada uno de los términos del modelo contribuyen de forma positiva a aumentar el valor de la empresa a medida que cada uno de ellos aumenta.

Para la muestra seleccionada el coeficiente de regresión, que indica cuantas unidades cambia la variable dependiente por cada unidad que cambia una de las variables independientes mientras las otras permanecen constantes, se observa que las variables que mayor incidencia tienen en el precio de las acciones son, en primer orden, las ventas de las empresas y en segundo orden el valor llave. Pero vale destacar que el gasto de personal, asociado al capital humano, también tiene gran influencia en el precio de la acción de acuerdo con los resultados hallados.

También los *proxys* definidos para el capital estructural tienen una correlación positiva con los precios de las acciones, pero lo hacen con menor fuerza que el resto de las variables, esto es así dado que el recorte de empresas que agrupa la muestra tiene gastos administrativos y comerciales con menos peso relativo dentro de su estructura de gastos en comparación con el gasto en personal. Lo mismo sucede con el indicador del capital relacional, en el cual indica una correlación positiva, pero con menor incidencia en el precio de las acciones.

Es fundamental destacar que la presente investigación se desarrolla con ciertas limitantes que pueden condicionar o influenciar sus resultados, con la implicancia de que las conclusiones solo sean aplicables a la muestra seleccionada, y no puedan ser generalizadas al resto de la población. La principal limitante está relacionada con el pequeño tamaño de la muestra definida en cinco empresas que coticen sus acciones en el

mercado de valores de Buenos Aires, y que sean pertenecientes a un mismo sector de negocios, y que además cumplan los requisitos técnicos que requiere el modelo, como lo es tener resultados positivos en el ejercicio en estudio, y poseer activos intangibles registrados en los estados financieros.

Una segunda limitante que se desprende de la primera es que, para el reducido número de casos de la muestra, los datos que surgen de sus estados contables son muy dispares de una empresa a otra, esto impacta en los valores estadísticos de la muestra, y finalmente en los valores estadísticos de la correlación de variables llevada adelante. Donde el estudio arroja valores de Pearson muy altos para los *proxys* definidos, esto quiere decir que la probabilidad de que las variables adopten los valores que arroja el modelo sea muy baja.

Sin embargo, aun dadas estas limitantes, resulta muy destacable la fortaleza de la investigación, que radica en la posibilidad de poder analizar en profundidad el tratamiento actual de los intangibles, principalmente el capital intelectual. Observar la importancia que le dan las empresas al mismo, detectando lo que invierten en su personal o en sus gastos relacionados al capital estructural y relacional. Otra fortaleza es que incluso aun con muestras pequeñas como la presente, es posible realizar análisis estadísticos que sigan aportando datos a las investigaciones que se vienen realizando sobre el tema bajo estudio.

Como conclusión en base a los resultados obtenidos, se observa que las cinco empresas de la muestra, que pertenecen o se relacionan directamente con el sector alimentario, destinan sumas de dinero, que finalmente contribuyen a desarrollar su capital intelectual, en sus tres componentes, capital humano, capital estructural y capital relacional, y los resultados del modelo indican que esto tiene impacto positivo en el precio de sus acciones en el mercado de valores de Buenos Aires.

Se observa de todas formas que las mismas empresas solo informan correctamente lo mínimo necesario en notas adicionales en los estados financieros sobre las sumas de dinero destinadas a gastos en el personal, en publicidad. Y Dejan de lado hacer un uso estratégico de los estados financieros como fuente de información y publicidad adicional que es muy valiosa para los inversores y *stakeholder*, como puede ser incluir y mostrar toda aquella información que haga saber qué dinero destinan las empresas en capacitar al personal, ya sea para mejorar procesos, en sostener programas de mejoras continuas, para capacitaciones a los proveedores o a los clientes. Esta información sería útil y analizable por todos, para estimar el capital intelectual y contribuir a aumentar el valor de las empresas, como también lo mencionan Ficco et al., (2019).

Por esto último es muy recomendable que las empresas comiencen a entender el poder estratégico de los estados financieros, y utilicen los mismos incluyendo toda aquella información que se conoce que hoy en día buscan y utilizan todos los posibles inversores y *stakeholders*, cuando en la actualidad la costumbre es que la misma sea solicitada adicionalmente a las propias empresas, o a los bancos o se recurra a otras fuentes de información externas o se contraten otros profesionales para completar estas valoraciones.

Pero más potente aun es la idea ya mencionada que de todas estas erogaciones en el personal, funcionan en realidad como inversiones, ya que acrecientan en definitiva los ingresos, sea por lograr disminuciones en los costos, o por encontrar una forma de comercialización más eficiente, o por tener menor cantidad de trabajo por trabajar con personal correctamente entrenado. Un inversor que pueda conocer estos temas y contar con información respecto a los montos de dinero destinados a estos temas, será un

inversor que pueda tomar mejores decisiones, y que quiera relacionarse con estas empresas.

Por esto es altamente recomendable que las empresas comiencen a incluir toda esta información relacionada al capital intelectual en los estados financieros, con la mayor apertura y claridad posible, y que los diferentes usuarios de estos estados, comiencen a solicitar que esta información venga ya incluida. Con el objetivo de divulgar los beneficios de esto, y de esta forma comenzar o seguir influyendo en quienes definen las diferentes normas contables, para que estos temas sean finalmente tratados y normados para que cumplan los principios de estas normas contables ya conocidos.

Es pertinente proponer seguir realizando este tipo de investigaciones, flexibilizando las restricciones para definir las muestras, por ejemplo tomar un mínimo de diez ejercicios financieros, para no menos de ocho empresas de un mismo rubro, y no descartar empresas con resultados negativos, si no solo descartar ese periodo que sea negativo y quedarse con todos los casos de periodos positivos, ampliando significativamente la cantidad de casos, lo que permitirá obtener valores estadísticos con mayor grado de probabilidad y una dispersión más homogénea.

Finalmente sería muy interesante y de gran valor, poder estudiar qué impacto tiene el hecho que una empresa realice consistentemente a lo largo de varios años, esos tipos de gastos que terminan formando el capital intelectual. Qué relevancia tendría esto en la cultura de una empresa, y si finalmente, no sería por este rumbo que podría ser explicado por qué una empresa tiene más éxito que otra en la obtención de resultados, impactando en última instancia en su imagen y en las expectativas positivas que generan en los posibles inversores y diferentes *stakeholders*.

Referencias

- Falcón, V. V. (2017). Una mirada al concepto de capital intelectual. *Uniandes Episteme: Revista de Ciencia, Tecnología e Innovación*, 4(4), 491-503. Obtenido de <http://45.238.216.13/ojs/index.php/EPISTEME/article/view/825/327>
- Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. (2009). Normas Contables Argentinas. *Resolución Técnica N°18*. Argentina.
- Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. (2009). Normas Contables Argentinas. *Resolución Técnica N°21*. Argentina.
- Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. (2011). Normas Contables Argentinas. *Resolución Técnica N°16*. Argentina.
- Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. (2015). Normas Contables Argentinas. *Resolución Técnica N°17*. Argentina.
- Ficco, C. (2019). *Contabilidad y Auditoría*, 50. (F. d. UBA, Editor) Recuperado el 2019, de <https://ojs.econ.uba.ar/>:
<https://ojs.econ.uba.ar/index.php/Contyaudit/article/view/1591>
- 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*. Ciudad de México.
- García, M. D. (2021). *Los activos intangibles: El capital intelectual como generador de valor en las entidades financieras*. Universidad Nacional de Entre Ríos, Facultad de Ciencias Económicas. Paraná: Ejes de Economía y Sociedad.

- Hollander Sanhueza, R. (2015). Los activos intangibles: presentación de algunos modelos desarrollados. *4(1)*. Obtenido de Horizontes Empresariales: <http://revistas.ubiobio.cl/index.php/HHEE/article/view/2069>
- IASB. (2014). Norma Internacional de Contabilidad 38. *NIF*.
- Mozolea, R. G., & Sorin, G. A. (2021). The Impact of Investments in Intangible Assets and Implications on. (S. o. Administration, Ed.) *Ovidius, XXI(2)*.
- Ocak, M., & Findik, D. (2019). ReserchGate. *Sustainability, 11*.
doi:10.3390/su11195359
- Ocean, T. (2020). <https://www.oceantomo.com/>.
- Pérez Ortega, G., & Tangarife Martínez, P. (2013). Los activos intangibles y el capital intelectual: una aproximación a los retos de su contabilización. *Saber Ciencia y Libertad, 8(1)*.
- Sveiby, K. E. (2010). *Methods for Measuring Intangible Assets*. Obtenido de Sveiby: <https://www.sveiby.com/article/Methods-for-Measuring-Intangible-Assets>
- 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,. *62(1)*, 184-206. Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0186104216300602>
- Xu, J., & Liu, F. (2020). The impact of intellectual capital on firm. *Journal of Competitiveness, 12(1)*, 161–176. Obtenido de <https://doi.org/10.7441/joc.2020.01.10>