

Universidad Siglo 21



Trabajo Final de Grado. Manuscrito Científico

Carrera de Contador Público

“El valor oculto de los intangibles en el mercado argentino”

Autor: Pelassa, Mateo

DNI: 40.028.877

Legajo: CPB05276

Director TFG: Ruiz, Ignacio

Córdoba, Julio 2023

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo representa el punto culminante de un camino individual, pero en el cual he contado con importantes acompañantes que han hecho posible esta travesía tan desafiante. Quiero expresar mi profundo agradecimiento a mi padre, Néstor Miguel Juan Pelassa, quien me ha enseñado el valor de la consistencia en cada paso que doy. A mi madre, Delvi Raquel Druetta, le agradezco su dedicación incansable, que ha sido una inspiración constante en mi vida. También quiero reconocer a mi abuela, Sira Saturnina Fioretta, por transmitirme la importancia de la fe y la capacidad de superar cualquier circunstancia adversa.

Agradezco de manera especial a mi novia, Giuliana Castellan, por ser un pilar inquebrantable en mi vida, por brindarme apoyo y ánimo cuando más lo necesitaba. Su presencia ha sido fundamental en este camino.

No puedo dejar de mencionar a mis amigos, quienes siempre me han comprendido y han tendido su mano en los momentos más difíciles. Su amistad ha sido un verdadero tesoro que valoro enormemente.

A todos ustedes, simplemente quiero decir: ¡Gracias! Su apoyo y presencia han sido fundamentales en el logro de este trabajo.

Índice

Resumen	4
Abstract	5
Introducción	6
Interrogantes planteadas en la investigación:	15
Objetivos generales	15
Objetivos específicos	16
Metodología	17
Diseño, alcance y tipo de investigación.....	17
Población, muestras y participantes.....	17
Resultados	21
Discusión	25
Conclusión	29
Limitaciones y fortalezas de la investigación	30
Futuras líneas de investigación	31
Referencias	33

Resumen

En este estudio se examinó el impacto de los activos intangibles en el valor bursátil de empresas de la bolsa de Buenos Aires. El método aplicado está basado en el enfoque propuesto por Ohlson (1995), adaptado por Ficco, Werbin, Díaz, y Moreno. (2020). Se analizaron datos financieros de los sectores de salud y servicios en 2021 y 2022, junto con cotizaciones de acciones en el primer trimestre de 2022 y 2023. Los resultados indican una conexión directa entre los activos intangibles y la valoración bursátil de las empresas analizadas, pero se observaron variaciones respecto a investigaciones anteriores, resaltando la importancia de considerar el contexto y características específicas de las organizaciones estudiadas. Estos hallazgos proporcionan una base sólida para futuras investigaciones sobre el impacto de los activos mencionados en la valoración empresarial.

Palabras claves: activos intangibles, valor bursátil, Bolsa de Buenos Aires.

Abstract

In this study, the impact of intangible assets on the stock market value of companies listed on the Buenos Aires Stock Exchange was examined. The method applied is based on the approach proposed by Ohlson (1995), adapted by Ficco, Werbin, Díaz, and Moreno (2020). Financial data from the healthcare and services sectors in 2021 and 2022 were analyzed, along with stock quotations in the first quarter of 2022 and 2023. The results indicate a direct connection between intangible assets and the stock market valuation of the analyzed companies, but variations were observed compared to previous research, emphasizing the importance of considering the context and specific characteristics of the organizations studied. These findings provide a solid foundation for future research on the impact of the mentioned assets on corporate valuation.

Keywords: intangible assets, stock market value, Buenos Aires Stock Exchange.

Introducción

Durante el mes de marzo de 2023, en Argentina, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) ha experimentado una variación del 7,7% mensual y del 104,3% interanual, según los datos proporcionados por el Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC). Esta coyuntura ha engendrado un contexto de inestabilidad que demanda que las empresas desarrollen e implementen estrategias con suma cautela, dado que cualquier error estratégico puede poner en peligro su viabilidad y continuidad operativa.

Los autores North y Varvakis (2016) en su artículo “La Pyme dinámica. Estrategias para competir en tiempos turbulentos” consideran como recurso fundamental al conocimiento para que las Pymes se puedan volver ágiles, fuertes y competitivas. Por lo tanto, a día de hoy muchas organizaciones para obtenerlo han adoptado la técnica del benchmarking que fue aplicada por primera vez en los años 80 por la compañía Xerox, según Spendolini (2005). Tal método se basa en el análisis, aplicación y mejora de las estrategias de la competencia para mejorar la eficiencia y la competitividad de la propia organización.

La técnica anteriormente mencionada aplicada al análisis de empresas que cotizan en bolsa, dará beneficios ya que siguiendo lo que Sun-Tzu menciona en su obra “El Arte de la Guerra”: “Si conoces a los demás y te conoces a ti mismo, ni en cien batallas correrás peligro; si no conoces a los demás, pero te conoces a ti mismo, perderás una batalla y ganarás otra; si no conoces a los demás ni te conoces a ti mismo, correrás peligro en cada batalla”; de esta manera permitirá acoplarse a los métodos aplicados por organizaciones de mayor tamaño, reduciendo los efectos de la crisis económica y, debido a sus estructuras, poder descubrir formas de conseguir un crecimiento en escala. Como dijo Sir Bacon (1564-1622), “el conocimiento es poder”.

Por lo mencionado anteriormente, resulta relevante tomar como objeto de estudio a empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires debido a que, para ser parte de esta, hay que cumplir condiciones puntuales y tener un resultado de la que muchas otras organizaciones querrían tener dentro de su vida activa. Tales organizaciones se encuentran regidas por la Ley 26831 (Ley de Mercado de Capitales). En su artículo 2 define al mercado de capitales como “(...) ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados (...), todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV)”. Por ende, estas entidades se ven afectadas por la Resolución General 873/2020 que brinda la información en que las entidades emisoras de acciones y/u obligaciones negociables deben presentar sus estados financieros aplicando la Resolución Técnica (RT) N.º 26 emitida por Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE); en ella se da mención a que aquellas que están bajo el control de la CNV tendrán obligación de aplicar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), éstas son emitidas por el Comité Internacional de Estándares Contables (International Accounting Standards Committee o IASB por sus siglas en inglés). Este organismo ha creado las Normas Internacionales Contables (NIC) y buscan reflejar la esencia económica de las operaciones con una alta calidad y presentar una imagen fiel de la situación financiera de una empresa.

La introducción normativa anterior cumple el objetivo de definir los componentes del problema en cuestión, dado que un error común de los individuos es caer en la trampa de sólo ver la “punta del iceberg” y no lo que hay oculto debajo de ella. La temática de este trabajo es determinar si los activos intangibles (aquello que se encuentra oculto del iceberg) son relevantes en la determinación del valor bursátil de las empresas analizadas, ya que, en caso de serlo, determinaría una generación de valor.

En Argentina, la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE) define estos activos en la Resolución Técnica (RT) número 9 en su apartado A.7 como aquellos que no son tangibles ni derechos contra terceros, representan franquicias, privilegios u otros similares (incluyendo los anticipos por su adquisición) y que expresen un valor cuya existencia depende de la posibilidad futura de poder producir ingresos; esto último deja a otros conceptos que serían relevantes fuera de la definición.

Además, para dar un poco más de margen teórico resulta imposible de evitar el mencionar el apartado 4.1.1. de la RT 16 en el que define que existe un activo cuando un ente tiene control sobre los beneficios económicos que produce un bien, ya sea material o inmaterial, tiene valor de cambio (puede canjearlo por efectivo u otro activo, ser utilizado para cancelar una obligación o ser distribuido entre los propietarios del ente) o valor de uso para la entidad. El valor de un bien se determina por su capacidad para generar un flujo de efectivo positivo en el futuro, pero la contribución debe estar asegurada con certeza, o esperada con un alto grado de probabilidad, y puede ser directa o indirecta. Respalda lo comentado por el autor Calvo (2013) en su artículo “La relevancia de los intangibles en la información financiera” en que una parte de las inversiones en estos activos no son considerados como tales sino como gastos debido a la gran dificultad de lograr una estimación confiable de la capacidad del mismo de generar beneficios futuros.

La NIC número 38 define a los activos intangibles como activos identificables que cuentan con carácter no monetario, o sea por los que no se van a recibir cantidades fijas o determinables de dinero. Dicha norma menciona que no deben contar con apariencia física pero el problema de esta definición ocurre cuando hay desembolsos que contribuyen a generar un valor interno, pero no pueden ser reconocidos como activos debido a que no son un recurso

identificable dejando afuera a la gran cantidad de inversiones en capital intelectual. Mismo problema mencionado en párrafos anteriores. Lo de identificabilidad es para poder diferenciar la llave de negocio de todos los activos inmateriales ya que este puede ser separado y cedido, vendido o intercambiado.

Volviendo a la normativa argentina, la RT 17 en su apartado 5.13.1 llamado “reconocimiento” aporta un poco más de información para reconocer activos intangibles que no se mencionaron en las resoluciones técnicas anteriores, tales como que se requiere que el costo del activo se base en fuentes confiables y precisas; que el activo intangible puede demostrar su capacidad para generar beneficios económicos futuros y su costo puede calcularse de manera confiable (se pueden incluir los costos de organización y preoperativos, siempre y cuando estén directamente relacionados con la nueva actividad u operación y no se mezclen con los costos de bienes de uso). Por último, se excluyen ciertos costos, como los de investigaciones científicas o técnicas, desarrollo de listas de clientes o marcas indistinguibles del costo total del negocio, costos de publicidad o reubicación de una empresa, y costos de entrenamiento no activables como gastos preoperativos. Además, no serán considerados como tales los costos de investigaciones que hayan tenido como objetivo obtener nuevos conocimientos científicos, técnicos o inteligencia; costos del desarrollo de listas de clientes, marcas o valor llave que no puedan ser distinguidos del costo de desarrollar un negocio tomado en su conjunto; costos de publicidad, promoción y reubicación o reorganización de una empresa; y por último los costos de entrenamiento que no puedan ser activados como gastos preoperativos.

En resumen, según las normas internacionales de contabilidad y las resoluciones técnicas citadas, un activo intangible debe cumplir ciertos requisitos para ser considerado como

tal. Debe ser identificable, tener la capacidad de generar beneficios económicos futuros, permitir el control de dichos beneficios, existir certeza o alta probabilidad de que esos beneficios económicos ocurran y su costo debe ser determinado de manera confiable según bases establecidas. Hay autores comentan sobre los cuidados que hay que tener con ellos. Tal es el caso de Lev (2001), Doctor en Contabilidad y Finanzas y profesor en New York University Stern School of Business que sostiene en su libro “Intangibles: Management, Measurement, and Reporting” que los activos intangibles no son considerados adecuadamente en la toma de decisiones empresariales debido a que la contabilidad tradicional no es capaz de medir el valor real de ellos; esta definición se complementa con la mencionada anteriormente por Calvo (2013) ya que este menciona que generan dificultad en la estimación confiable de determinar beneficios futuros.

Para resolver lo mencionado en el párrafo anterior Álvarez, Gustavo, Buxaderas y Ferruz (2015) proponen tres métodos para valorar los activos intangibles:

1. Enfoque del costo: valorar mediante el costo de reposición. Esto podría pensarse como el costo de volver a capacitar un empleado nuevo para una tarea que estaba realizando otro.
2. Enfoque de mercado: determinado por los agentes intervinientes en el mercado
3. Enfoque de los ingresos: capacidad de generar otros activos.

Por otro lado, Sarur Zanatta (2013) brinda instrumentos de medición para los activos intangibles:

1. Cuadro de mando integral: Es una herramienta de gestión utilizada para definir y hacer seguimiento a la estrategia de una organización a través de una serie de

indicadores y métricas para luego evaluar su desempeño. El diagnóstico se desarrolla con la aplicación de distintas herramientas basadas en la teoría administrativa como el enfoque sistémico, CRM, ERP, creatividad e innovación, calidad total, benchmarking, entre otras que modifiquen el estado de productividad y eficiencia actual de la entidad y la proyecten a disminuir las brechas encontradas en su funcionamiento.

2. Monitor de activos intangibles: se centra en tres tipos de activos intangibles: de estructura interna, estructura externa y de capacidad de las personas. Busca mostrar la importancia de los activos intangibles, identificarlos y renovarlos.
3. Tecnology Broker: tiene cuatro categorías, activos de mercado, propiedad intelectual, infraestructura y los referidos al individuo.
4. Métodos de capitalización de mercado: se obtiene mediante la diferencia del capital contable y la capitalización de mercado de la organización.

Stewart (1998) sostiene en su libro “La Nueva Riqueza de Las Organizaciones: El Capital Intelectual” que los activos intangibles son fundamentales para el éxito empresarial en la economía del conocimiento. Así como los autores Edvinsson, y Malone (1997) argumentan que la información, el conocimiento y otros activos intangibles son la base de la ventaja competitiva en el mercado en su libro "Capital Intelectual: Cómo Identificar y Calcular el Valor de Los Recursos Intangibles de Su Empresa”.

Como menciona González (2011) en su artículo “La composición del capital intelectual. Una valoración sociológica”, el capital intelectual tiene tres componentes:

1. Capital humano: este es definido por Edvinsson y Malone (1997) como “combinación de conocimientos, destrezas, inventivas y capacidades de los

empleados individuales de la compañía que incluye también los valores de la empresa, su cultura y su filosofía”.

2. Capital social o relacional: se manifiesta en las relaciones tanto internas como externas de una empresa, teniendo un impacto en la satisfacción de los clientes, la reputación y las alianzas estratégicas. Está fundamentado en valores como la confianza, la reciprocidad, la cooperación y la solidaridad, que influye en la generación de riqueza y bienes públicos. En resumen, el capital social se refiere a la interacción con los stakeholders.
3. Capital estructural: El capital estructural representa el conocimiento que ha trascendido de las capacidades individuales y se ha integrado en las estructuras organizativas de una empresa. Este componente abarca diversos aspectos organizativos, como la forma de organización interna, la tecnología utilizada, las estrategias implementadas, la propiedad intelectual adquirida y la infraestructura informacional establecida en la organización. Los administradores tienen el control sobre este capital, cuyo propósito principal es respaldar las actividades de trabajo valoradas por los clientes y facilitar el flujo eficiente de información dentro de la organización. En este sentido, el capital estructural se convierte en un activo valioso para el funcionamiento y éxito de la empresa, al permitir la generación y retención de conocimientos fundamentales para su desarrollo.

El término “stakeholder” fue mencionado por primera vez en un memorando interno del Stanford Research Institute en 1963, el mismo hace referencia al público interesado en la empresa logrando así que funcione la misma correctamente, pueden ser empleados,

proveedores, gobiernos, clientes, etc. Si la empresa proyecta a los mismos fortaleza, logrará competencia en el mercado.

Como mencionan Ficco et al. (2020) la relevancia valorativa de intangibles se puede apoyar en tres teorías.

1. Teoría de agencia: En el artículo de Jensen y Meckling (1976) se comenta que la divulgación de información permite reducir la asimetría entre los accionistas de la empresa y los directivos (que naturalmente tienen objetivos distintos) reduciendo los costos de agencia y la información de los intangibles les permite a los accionistas tomar decisiones más eficientes ya que tendrían un mayor conocimiento de la empresa.
2. Teoría de stakeholders: Según Freeman (1984) los activos intangibles aumentan el valor percibido que tienen de la empresa debido a que la información sobre intangibles es un elemento que brinda apoyo; el autor Detarsio (2013) en su artículo “Sobrevivir y competir en tiempos de crisis casos de estrategia de PYMES argentinas” mencionan el mantener relaciones con los stakeholders y el tener información y comunicación abierta como buenas estrategias para Pymes ante contextos turbulentos.
3. Teoría de la señal, Ross (1979): Sostiene que el brindar información es un mecanismo que genera en el mercado la sensación de estar en una posición más favorable frente a otras empresas, reduciendo la asimetría de información (Abdenacer y Bilal (2016)) llamando la atención de actuales y futuros stakeholders.

Ortega y Martínez (2013) en su artículo “Los activos intangibles y el capital intelectual: Una aproximación a los retos de su contabilización” reconocen que el conocimiento es considerado una fuente fundamental de competitividad por parte de las organizaciones y concuerdan con Nayir y Uzunçarşılı (2008) en que es considerado como un elemento más importante que muchos activos fijos de una empresa ya que permite ser utilizada en la toma de decisiones y obtención de ventajas.

En el estudio de Del Ángel (2022) llegaron a que en los negocios rurales formalizados como empresas familiares han tenido una mejora notable en la competitividad gracias a la orientación creciente a la propiedad intelectual, siendo este parte de los activos intangibles. Las autoras Pardo-Cueva, Herrera y Rueda (2017) llegaron a una conclusión similar, pero en otro sector, el industrial; la inversión en activos intangibles llevó a que la rentabilidad del ejercicio fuera mayor.

Como se ha mencionado en citas anteriores muchas empresas no cotizantes han sido beneficiadas por inversión en activos intangibles y, en sintaxis con el objetivo de este trabajo, corroborar en que suceda lo mismo con las cinco empresas seleccionadas para que, de ser ese el caso, brindar tal la información a empresas para que comiencen a invertir en estos tipos de activos.

De las cinco empresas que se analizarán, tres son prestadoras de gas como servicio público y dos realizan productos farmacéuticos. Al estudiar sus estados financieros, se identificarán los activos intangibles que poseen y se evaluará cómo éstos afectan al precio de sus acciones y aportan valor a sus organizaciones. Se amplía la información en el apartado metodología de esta investigación.

Además, se analizará la importancia de los activos intangibles que no responden a las características de la normativa contable, como el capital intelectual y sus componentes integrantes. Este análisis permitirá comprender mejor cómo los activos intangibles pueden ser un factor determinante en la valoración de una empresa.

El problema de esta investigación se centra en analizar el papel crucial de los activos intangibles en las empresas seleccionadas y si estos factores influyen (o no) en el valor bursátil de las mismas.

Interrogantes planteadas en la investigación:

- ¿Cuáles son los activos intangibles que poseen las empresas analizadas?
- ¿Cómo afectan los activos intangibles al precio de las acciones de las empresas?
- ¿Cómo aportan valor los activos intangibles a las organizaciones?
- ¿Qué es el capital intelectual y cómo influye en la valoración de una empresa?
- ¿Existe una correlación significativa entre los activos intangibles y el precio de las acciones de las empresas?
- ¿Cuál es el efecto de los activos intangibles en la rentabilidad de las empresas?

Objetivos generales

- Evaluar la relevancia de los activos intangibles en la determinación del valor bursátil de empresas que cotizan en la Bolsa de Buenos Aires y cómo estos pueden afectar el rendimiento financiero de una organización.

Objetivos específicos

- Identificar los activos intangibles que poseen cinco empresas (tres prestadoras de gas como servicio público y dos farmacéuticas) que cotizan en la Bolsa de Buenos Aires.
- Evaluar cómo estos activos intangibles afectan al precio de sus acciones y aportan valor a las organizaciones.
- Determinar los proxies o indicadores necesarios para la medición de los activos intangibles reconocidos y no reconocidos en las muestras a analizar.
- Comprender cómo los activos intangibles pueden ser un factor determinante en la valoración de una empresa.
- Evaluar el impacto de los indicadores considerados en el precio de las acciones de las empresas de la muestra y determinar si existe una correlación significativa entre los activos intangibles y el precio de las acciones, y cuál es su efecto en la rentabilidad de las empresas.

Metodología

Diseño, alcance y tipo de investigación

Este trabajo cuenta con un alcance explicativo ya que el mismo tiene como objetivo principal el proporcionar una comprensión profunda y detallada de un fenómeno o problema en particular; en este caso se buscan las causas del fenómeno de diferencia de precio contable y bursátil de las empresas estudiadas para comprender si esto es debido a los Activos Intangibles.

En cuanto a enfoque, es cuantitativo ya que se hace una recolección de datos numéricos para poder probar la hipótesis.

Ha sido diseñado para un tipo no experimental ya que no se manipulan las variables, sino que se hace una observación de la información extraída de balances y ofrecida por plataformas de inversiones bursátiles fidedignas.

Población, muestras y participantes

Para llevar a cabo esta investigación se ha utilizado un muestreo no probabilístico intencional, este es un método de selección de muestra en el que los elementos o casos se eligen de manera deliberada y a discreción del investigador, en función de su conocimiento y experiencia en el tema de estudio.

En la Tabla 1 se detallan las cinco empresas seleccionadas que cotizan en la Bolsa de Buenos Aires para este estudio. Estas empresas se dividen en dos grupos: uno correspondiente al sector de servicios (distribuidores de gas natural) y otro al de salud (dedicadas al área farmacéutica); al seleccionarlo se buscó que presentaran actividades altamente diferenciadas

con el objetivo de generar una mayor heterogeneidad en los resultados. Esta elección evita posibles efectos de sesgo debido a la pertenencia al mismo sector.

Tabla 1. Listado de empresas que componen la muestra

Empresa	Ticker	Sector	Industria
Camuzzi Gas Pampeana S.A.	CGPA2	Servicios	Distribución de gas natural
Metrogas S.A.	METR	Servicios	Distribución de gas natural
Naturgy BAN S.A.	GBAN	Servicios	Distribución de gas natural
Instituto Rosenbusch S.A.	ROSE	Salud	Farmacéutica
Laboratorios Richmond S.A.C.I.F.	RICH	Salud	Farmacéutica

Fuente: Elaboración propia

Para llevar a cabo esta investigación se dará uso al modelo basado en Ohlson (1995) propuesto por Ficco et al. (2020) en el que posibilita cotejar factores relacionados con activos inmateriales y la valoración que se les otorga en el mercado, tal como se aprecia en la tabla 1. Se toma como variable dependiente el logaritmo natural de precios de las acciones (LnP) en lugar de los precios de las acciones (P) porque el primero reduce el coeficiente de variación de las variables explicativas como puede observarse en la Tabla 9. En cuanto a variables independientes se agrupan en tres categorías. Por un lado, las variables contables fundamentales, el patrimonio neto tangible por acción y los resultados netos después de impuestos (RDO). Por otro lado, los activos intangibles reconocidos por las normativas contables: la Llave de negocio (LLN) y Otros activos intangibles (OAI). Por último, el capital intelectual (CI) que se compone de:

1. Capital humano (CH): compuesto por los gastos de personal (GP) y ventas sobre gastos de personal (VTAS/GP).

2. Capital estructural (CE): integrado por gastos administrativos y de comercialización (GAyC) y gastos de administración y comercialización sobre ventas (GAyC/VTAS).
3. Capital Relacional (CR): incluye las variables ventas (VTAS) y gastos de publicidad (PUB).

Para determinar el valor de gasto de personal (GP), se incluyeron rubros como sueldos y jornales, contribuciones sociales, honorarios de directores y síndicos, bonos, premios, y otros rubros que tengan una función similar que estén dentro de las categorías de gastos administrativos y de comercialización.

En la tabla 2 se muestran de forma resumida las variables a utilizar brindadas por el modelo en cuestión.

Tabla 2. Variables del modelo

Simbología	Definición
Pit+3	Precio promedio por acción de la empresa i en el tercer mes siguiente al cierre del ejercicio t
LN(Pit+3)	Logaritmo natural de precio promedio por acción de la empresa i en el tercer mes siguiente al cierre del ejercicio t
TGPNit	Patrimonio neto tangible (por acción) de la empresa i al cierre del ejercicio t
RDOit	Resultado neto después de impuestos (por acción) de la empresa i para el ejercicio t
LLNit	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)
OAIit	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)
GPit	Gastos de personal (por acción) de la empresa i para el ejercicio t
VTAS/GPit	(Ventas / Gastos de personal) de la empresa i para el ejercicio t

GAyCit	Gastos administrativos y de comercialización (por acción) de la empresa i para el ejercicio t (netos de gastos de personal y de publicidad)
GAyC/VTASit	Gastos administrativos y de comercialización netos de gastos de personal y de publicidad / Ventas) de la empresa i para el ejercicio t
VTASit	Ingresos netos por ventas (por acción) de la empresa i para el ejercicio t
PUBit	Gastos de publicidad (por acción) de la empresa i para el ejercicio t

Fuente: Ficco, et al. (2020).

Resultados

En esta sección, se llevó a cabo un análisis riguroso empleando los datos extraídos de los estados financieros de las empresas mencionadas en la Tabla 1. El análisis abarca el período desde 2021 hasta 2022. Se recopilaron datos sobre los valores de las acciones de estas empresas durante los primeros tres meses de 2022 y 2023 para calcular la variable Pit+3. Este lapso de se basa en la investigación de Ficco (2018), quien indica que este periodo es esencial para que la información de los estados financieros se refleje en los precios de las acciones.

Estos datos son cruciales para calcular las variables definidas en la Tabla 2, las cuales desempeñan un papel central en el análisis llevado a cabo. Para procesar los datos de manera efectiva, se utilizó Microsoft Excel como herramienta para el procesamiento y la organización inicial de los datos. Los resultados se detallan en las Tablas 3 y 4.

Tabla 3. Variables calculadas de la muestra para el período 2021.

Variable	CGPA2	METR	GBAN	ROSE	RICH
Pit+3	52,34	41,08	83,73	12,58	241,74
LN(Pit+3)	3,96	3,72	4,43	2,53	5,49
TGPNit	15,92	22,56	35,73	4,68	41,88
RDOit	-0,85	-7,72	9,84	-0,56	1,04
LLNit	0	0	0	0,00	6,58
OAIit	1,72	7,86	1,47	0,00	18,12
GPit	7,50	6,48	4,45	2,37	15,22
VTAS/GPit	11,89	12,32	26,72	7,75	7,72
GAyCit	8,41	16,34	4,92	2,57	16,69
GAyC/VTASit	0,09	0,20	0,04	0,14	0,14
VTASit	89,26	79,83	118,89	18,35	117,42
PUBit	0,08	0,10	0,10	0,05	0,58

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4. Variables calculadas de la muestra para el periodo 2022.

Variable	CGPA2	METR	GBAN	ROSE	RICH
Pit+3	271,80	117,45	189,20	14,08	392,63
LN(Pit+3)	5,61	4,77	5,24	2,65	5,97
TGPNit	42,11	56,68	86,89	9,33	72,62
RDOit	12,28	9,96	19,16	0,29	2,02
LLNit	0,00	0,00	0,00	0,00	12,60
OAIit	4,55	12,55	4,72	0,08	41,31
GPit	22,45	12,33	8,28	4,22	29,94
VTAS/GPit	6,05	11,30	24,51	7,63	7,64
GAyCit	9,86	27,27	25,00	-0,30	11,19
GAyC/VTASit	0,07	0,20	0,12	-0,01	0,05
VTASit	135,80	139,39	203,01	32,24	228,73
PUBit	0,17	0,13	0,19	0,07	1,08

Fuente: Elaboración propia.

Una vez obtenidos los datos de las dos tablas anteriores, se procesan mediante el software Infostat (2020) para obtener como resultado lo observado en la Tabla 5. Este mismo programa ha sido aplicado para obtener los resultados de la tabla 6, 7, 8 y 9.

Tabla 5. Principales estadísticos descriptivos de toda la muestra.

Variable	Media	Desviación Estándar	Mediana	Mín	Máx	Coef. Variación
Pit+3	141,66	127,88	100,59	12,58	392,63	0,90
LN(Pit+3)	4,44	1,21	4,60	2,53	5,97	0,27
TGPNit	38,84	27,13	38,80	4,68	86,89	0,70
RDOit	4,55	7,98	1,53	-7,72	19,16	1,76
LLNit	1,92	4,28	0,00	0,00	12,60	2,23
OAIit	9,24	12,69	4,64	0,00	41,31	1,37
GPit	11,32	8,89	7,89	2,37	29,94	0,79
VTAS/GPit	12,35	7,32	9,53	6,05	26,72	0,59
GAyCit	12,19	9,13	10,53	-0,30	27,27	0,75
GAyC/VTASit	0,11	0,07	0,11	-0,01	0,20	0,65
VTASit	116,29	66,50	118,16	18,35	228,73	0,57
PUBit	0,26	0,33	0,11	0,05	1,08	1,28

Fuente: Elaboración propia.

Para las tablas 6 y 7 se calcularon las mismas medidas resumen que en la Tabla 5 pero se dividió según la industria de las empresas.

Tabla 6. Principales estadísticos descriptivos de las distribuidoras de gas para ambos periodos.

Variable	Media	Desviación Estándar	Mediana	Mín	Máx	Coef. Variación
Pit+3	125,93	89,16	100,59	41,08	271,80	0,71
LN(Pit+3)	4,62	0,73	4,60	3,72	5,61	0,16
TGPNit	43,31	25,76	38,92	15,92	86,89	0,59
RDOit	7,11	9,70	9,90	-7,72	19,16	1,36
LLNit	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
OAIit	5,48	4,18	4,64	1,47	12,55	0,76
GPit	10,25	6,52	7,89	4,45	22,45	0,64
VTAS/GPit	15,47	8,21	12,11	6,05	26,72	0,53
GAyCit	15,30	9,20	13,10	4,92	27,27	0,60
GAyC/VTASit	0,12	0,07	0,11	0,04	0,20	0,55
VTASit	127,70	44,09	127,34	79,83	203,01	0,35
PUBit	0,13	0,05	0,11	0,08	0,19	0,35

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 7. Principales estadísticos descriptivos de las farmacéuticas para ambos periodos.

Variable	Media	Desviación Estándar	Mediana	Mín	Máx	Coef. Variación
Pit+3	165,26	185,93	127,91	12,58	392,63	1,13
LN(Pit+3)	4,16	1,83	4,07	2,53	5,97	0,44
TGPNit	32,13	31,67	25,60	4,68	72,62	0,99
RDOit	0,70	1,10	0,67	-0,56	2,02	1,57
LLNit	4,79	6,06	3,29	0,00	12,60	1,26
OAIit	14,88	19,57	9,10	0,00	41,31	1,32
GPit	12,94	12,68	9,72	2,37	29,94	0,98
VTAS/GPit	7,69	0,06	7,68	7,63	7,75	0,01
GAyCit	7,54	7,82	6,88	-0,30	16,69	1,04
GAyC/VTASit	0,08	0,07	0,09	-0,01	0,14	0,92
VTASit	99,18	96,83	74,83	18,35	228,73	0,98
PUBit	0,45	0,49	0,33	0,05	1,08	1,10

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en la Tabla 8 las variables TGPNit, LLNit, OAIit, GPit, VTASit y PUBit son estadísticamente positivas con un nivel de confianza del 90% mientras que las variables RDOit, VTAS/GPit, GAyC y GAyC/VTAS no lo son.

Tabla 8. Coeficiente de regresión y estadísticos asociados.

Proxies	Constante	Coef. Regres.	E.E.	LI (95%)	LS (95%)	T	p-valor
TGPNit	3,00	0,04	0,01	0,02	0,06	4,15	<0,01
RDOit	4,09	0,08	0,05	-0,03	0,18	1,65	0,14
LLNit	4,13	0,16	0,08	-0,03	0,35	1,98	0,09
OAIit	3,87	0,06	0,03	<0,01	0,12	2,39	0,04
GPit	3,18	0,11	0,03	0,05	0,18	3,95	<0,01
VTAS/GPit	4,25	0,02	0,06	-0,12	0,15	0,26	0,80
GAyCit	3,54	0,07	0,04	-0,02	0,16	1,89	0,09
GAyC/VTASit	4,36	0,75	6,22	-13,59	15,09	0,12	0,91
VTASit	2,53	0,02	<0,01	0,01	0,02	5,79	<0,01
PUBit	3,82	2,42	0,99	0,14	4,7	2,44	0,04

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados obtenidos al analizar la correlación entre las diferentes variables y el logaritmo natural del precio de las acciones se han recopilado y se presentan de manera concisa en la Tabla 9.

Tabla 9. Coeficiente de correlación para las variables estudiadas.

Variable (1)	Variable (2)	n	Pearson	p-valor
LN(Pit+3)	RDOit	10	0,83	>0,01
LN(Pit+3)	LLNit	10	0,50	0,14
LN(Pit+3)	OAIit	10	0,56	0,09
LN(Pit+3)	GPit	10	0,65	0,04
LN(Pit+3)	VTAS/GPit	10	0,81	0,00
LN(Pit+3)	GAyCit	10	0,09	0,80
LN(Pit+3)	GAyC/VTASit	10	0,56	0,09
LN(Pit+3)	VTASit	10	0,04	0,91
LN(Pit+3)	PUBit	10	0,90	>0,01
LN(Pit+3)	TGPNit	10	0,65	0,04

Fuente: Elaboración propia.

Discusión

El problema de investigación de este trabajo final de graduación es determinar si los activos intangibles impactan en el valor bursátil de las organizaciones, esto debería verse reflejado en el rendimiento de las acciones de las mismas. Para resolverlo, se aplicó el método utilizado por Ficco et al. (2020) para investigar si los activos intangibles reconocidos por las normas contables argentinas e internacionales, emitidas por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE) y el International Accounting Standards Committee (IASB); las variables contables fundamentales y el capital intelectual impactan en el valor de las acciones de las empresas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Para evitar sesgos sectoriales, se seleccionó una muestra que incluye dos sectores diferentes: salud y servicios y para enriquecerla, se analizaron los estados financieros de dos períodos, el año 2021 y 2022, además se utilizaron las cotizaciones de las acciones desde el 1 de enero hasta el 31 de marzo de los años 2022 y 2023 para calcular la variable Pit+3 de cada período.

En esta investigación, se han tomado como muestra organizaciones que ha utilizado los autores mencionados en el párrafo anterior como otras que no; esto se hizo con el propósito de enriquecer el análisis con una muestra diversa y para determinar si los resultados obtenidos por ellos se mantienen consistentes, a pesar de las diferencias temporales en los ejercicios financieros, el entorno social y los nuevos sujetos evaluados. Las empresas que no se han analizado por los autores mencionados en el párrafo anterior son Camuzzi Gas Pampeana S.A., Naturgy Ban S.A. y Laboratorios Richmond S.A.C.I.F. y las que se tiene en común son Metrogas S.A. y el Instituto Rosenbusch S.A.

En la Tabla 5, se puede notar una amplia dispersión de datos, como es el caso de las variables RDOit, OAIit y PUBit. Esto implica que las estimaciones tienen poca precisión, lo

que se traduce en un mayor riesgo e incertidumbre en los resultados. Esta situación puede dificultar la interpretación de los resultados y dificultar la identificación de patrones de comportamiento de manera clara.

En las Tablas 6 y 7, se observa una amplia dispersión de valores en las empresas de la industria farmacéutica, mientras que las distribuidoras de gas muestran una menor. Esta diferencia se debe a las distintas políticas empresariales adoptadas por cada sector, en el primero difieren entre empresas mientras en el segundo, no; sin embargo, en la primera tienen en común como estrategia la importancia de la variable de otros activos intangibles (OAIit), la cual es un 71% mayor en la industria farmacéutica en comparación con el otro sector analizado. Es relevante destacar que las empresas farmacéuticas destinan un gasto publicitario un 246% mayor que el de las distribuidoras de gas. Esto se debe a que las farmacéuticas no gozan de un monopolio como las otras, lo cual implica una mayor competencia en el mercado y la necesidad de invertir en publicidad para mantener su competitividad. Por otro lado, en el caso de las distribuidoras de gas, tienen su enfoque principal en los activos tangibles, el cual se ve reflejado en el patrimonio neto tangible por acción (TGPNit) que es un 35% superior en comparación con la industria farmacéutica.

Para obtener los resultados se utilizó el logaritmo natural del precio promedio por acción durante los primeros tres meses siguientes al cierre de ejercicio como variable dependiente ($\ln Pit+3$), ya que esto reduce el coeficiente de variación en comparación tal variable sin aplicar el logaritmo ($Pit+3$). En la Tabla 5 se pudo observar que el coeficiente de variación fue de 0,27 para el primer caso y de 0,90 para el segundo caso.

Al aplicar la regresión lineal usando como variable dependiente $\ln Pit+3$ y como regresoras las que se mencionan en la Tabla 2 que van desde TGPNit hasta PUBit, se pudo

observar en la Tabla 8 que las variables TGPNit, GPit, VTASit y PUBit mostraron valores de "t" elevados, indicando una alta significancia estadística. Esto sugiere una relación directa entre $\ln(P_{it+3})$ y estas variables. En otras palabras, existe una asociación significativa entre la variable dependiente y las regresoras mencionadas. Sin embargo, es importante destacar que el gasto en publicidad por acción (GPit) presenta un error estándar alto. Esto puede resultar en estimaciones menos confiables y mayor incertidumbre debido a la dispersión de los datos. No obstante, este problema se ve mitigado por el alto coeficiente de regresión, que se muestra en la Tabla 8. Cabe mencionar que las variables LLNit, OAIit, también muestran una relación estadísticamente significativa y positiva con el precio de las acciones ya que cuentan con un valor significativo de t y además con un p-valor mayor al nivel de significación del 10%. Estos resultados respaldan la idea de que tanto el patrimonio neto tangible como algunas variables del activo intangible pueden influir en el desempeño de las acciones en el mercado con un 90% de certeza. Por otro lado, las variables RDOit, VTAS/GPit, GAyC y GAyC/VTAS no presentaron una relación significativa con el precio de las acciones. Estos hallazgos sugieren que estas variables no rechazan la hipótesis nula, lo que en otras palabras significa que una variación en ellas no tiene relación directa con una variación en el precio de acciones de las empresas seleccionadas.

En la Tabla 9 se observó una correlación de las variables que se mostraron estadísticamente significativas y positivas en el párrafo anterior con el logaritmo natural del precio promedio por acción de la empresa en el tercer mes siguiente al cierre del ejercicio. Todos los P-Valores superaron el 10% de significancia establecido para este estudio, excepto las variables que no se mencionaron anteriormente como no significativas. Esto implica que aplicando el análisis de regresión lineal y de correlación de Pearson se llegó al mismo resultado, dando más fuerza a los resultados desarrollados en el presente apartado.

La variable de llave de negocio (LLN) fue analizada en las tablas 3 y 4, donde se observó que solo Laboratorios Richmond S.A.C.I.F la presenta de manera discriminada en sus estados financieros, mientras que las demás empresas no lo hacen. Este hallazgo puede estar relacionado con lo señalado por los autores Calvo (2013) y Lev (2001), quienes explican que algunos activos intangibles no son considerados contablemente debido a la dificultad de calcular sus beneficios futuros.

Conclusión

Con base en los resultados de esta investigación, se determinó que las variables TGPNit, LLNit, OAIit, GPit, GAYCit, VTASit y PUBit están directamente relacionadas con la valoración bursátil de las empresas.

A diferencia de los resultados obtenidos por Ficco, et al. (2020), este estudio encontró que los activos intangibles reconocidos por la contabilidad (LLNit y OAIit), el capital relacional (VTASit y PUBit), así como las variables TGPNit y GAYCit también explican el modelo propuesto por ellos. Sin embargo, las variables RDOit y GAYC/VTASit, que en su estudio explicaban el modelo, no tienen el mismo efecto en este caso.

En esta investigación, se ha resaltado la importancia del valor de los activos intangibles en el mercado de capital al utilizar una combinación de enfoques y métodos, como el enfoque de mercado propuesto por Álvarez et al. (2015) y el método de capitalización de mercado propuesto por Sarur (2013). Esta combinación ha permitido obtener una evaluación más precisa y completa del valor de los activos intangibles.

Es interesante destacar que Laboratorios Richmond S.A.C.I.F. presenta el valor más alto de Pit+3 entre las empresas analizadas. Esto se relaciona con la teoría de la señal propuesta por Ficco et al. (2020), la cual sostiene que proporcionar información adicional genera una percepción más favorable entre los stakeholders; esto se debe a que Laboratorios Richmond es la única empresa que reporta el valor de la variable LLNit en sus estados financieros. Además, de acuerdo con la teoría de agencia mencionada por los mismos autores, el suministro de mayor información permite a los agentes tomar decisiones más acertadas, lo que podría contribuir a una mayor valoración bursátil de la empresa.

Los resultados de este estudio confirman la importancia estadística y la relación positiva de los dos componentes del capital relacional en la valoración bursátil de las empresas analizadas. Estos componentes forman parte del capital intelectual, como menciona el autor González (2011), y desempeñan un papel crucial en la relación con los stakeholders, tal como lo destacan Ficco et al. (2020).

Estos hallazgos son consistentes con los resultados del trabajo de los autores Del Ángel (2022), lo que sugiere que la inversión en activos intangibles puede ser rentable incluso para empresas de menor calibre que las analizadas en este estudio.

Limitaciones y fortalezas de la investigación

Parte de las limitaciones de este trabajo es que la muestra es limitada porque, aunque se menciona que se seleccionaron empresas de diferentes sectores para evitar sesgos, la muestra sigue siendo pequeña y solo toma dos sectores de los muchos existentes. Por otro lado, también está el problema de la precisión y dispersión de datos, esto puede dificultar la interpretación de los resultados y limitar la confiabilidad de algunas conclusiones, puede que sea por los efectos inflacionarios por los que está pasando Argentina durante los períodos estudiados. Otra limitación es el referido a las normas contables ya que algunos activos intangibles no son considerados contablemente debido a la dificultad de calcular sus beneficios futuros; esto podría afectar la inclusión de ciertos activos intangibles en el análisis y limitar la comprensión completa de su impacto en el valor bursátil. Por último, hay limitaciones temporales ya que se basa en los estados financieros de los años 2021 y 2022, así como en las cotizaciones de las acciones hasta marzo de 2023; esto logra limitar la comprensión de las tendencias a largo plazo y no reflejar completamente la dinámica cambiante del mercado bursátil en el presente.

Esta investigación presenta varias fortalezas significativas. En primer lugar, se emplearon metodologías y análisis estadísticos para examinar de manera rigurosa y científica la relación entre los activos intangibles y el valor bursátil. Esta aproximación proporciona un sólido enfoque de estudio. Además, los resultados obtenidos fueron validados utilizando diferentes métodos, lo que aumenta la confiabilidad de los hallazgos. Un aspecto destacable es la inclusión de empresas que no fueron analizadas previamente por Ficco et al. (2020), pero que obtuvieron resultados similares. Esta incorporación refuerza aún más la solidez del método utilizado. Asimismo, es importante mencionar que la información utilizada en el estudio está sometida a auditorías constantes, lo que garantiza su alta confiabilidad. Por último, los resultados obtenidos fueron comparados con investigaciones previas, lo que proporciona un respaldo adicional a los hallazgos y fortalece la credibilidad de los valores obtenidos en el presente estudio.

Futuras líneas de investigación

Se sugiere llevar a cabo un análisis de la relación entre los activos intangibles y el valor bursátil en diversos sectores, con el fin de evaluar cómo estos activos impactan el valor de las organizaciones en distintos contextos. Además, sería pertinente realizar una investigación a largo plazo para examinar el impacto de los activos intangibles en el valor bursátil, considerando cómo pueden variar las relaciones en diferentes etapas del ciclo de vida de una empresa y si estas variaciones se ven afectadas por factores estacionales de la economía. Una línea de investigación futura de gran interés sería analizar la relación entre los activos intangibles y la ventaja competitiva, para explorar cómo la propiedad intelectual, el conocimiento organizacional y la cultura corporativa pueden generar ventajas competitivas sostenibles para las empresas. Por último, se sugiere replicar la metodología en empresas de

distintos tamaños, incluyendo aquellas que no cotizan en bolsa, como las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes). Esto permitiría obtener una comprensión más profunda sobre la viabilidad y las estrategias para aplicar el benchmarking de empresas de gran envergadura en entornos menos estructurados y de menor escala

Referencias

- Abdenacer, R., & Bilal, K. (2016). Intangibles and Value Relevance of Accounting Information: Evidence from UK Companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 12(2), 437-458. <https://doi.org/10.12816/0033358>
- Álvarez, J. T., Gustavo, M., Buxaderas, E., & Ferruz, S. (2015). Los intangibles en el valor de las empresas. El negocio de Fausto. (D. d. Santos, Ed.) España.
- Calvo, L. C. (2013). relevancia de los intangibles en la información financiera. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 60, 41-54. <https://doi.org/10.17533/udea.rc.14683>
- Del Ángel, A. X. B. (2022). *Activos intangibles y la competitividad sostenible en las empresas familiares*. Redalyc.org. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=28071865007>
- Detarsio, R. (2013). *Sobrevivir y competir en tiempos de crisis: casos de estrategia de PYMES argentinas*. Dialnet. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4368266>
- Edvinsson, L. y Malone, M. (1997). *Intellectual Capital. Realizing your company's true value by findings its hidden brainpower*. New York: Harper Collins Publishers.
- Ficco, C. R. (2018). *La relevancia valorativa de los activos intangibles y del capital intelectual en el mercado de capitales argentino (tesis doctoral)*. Universidad Nacional de Córdoba, Córdoba. <http://hdl.handle.net/11086/11368>
- Ficco, C. R., Werbin, E., Díaz, M., & Moreno, M. L. (2020). 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), 262. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2021.2558>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.

- González, R. G. (2011). *La composición del capital intelectual. Una valoración sociológica*. Redalyc.org. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=41620956006>
- INDEC, Instituto Nacional de Estadística y Censos de la REPUBLICA ARGENTINA. (s. f.). *INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina*. <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-5-31>
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Brookings Inst Press.
- Nayir, D. Z., & Uzunçarşılı, Ü. (2008). A cultural perspective on knowledge management: the success story of Sarkuysan company. *Journal of Knowledge Management*, 12(2), 141-155. <https://doi.org/10.1108/13673270810859578>
- North, K., & Varvakis, G. (2016). La Pyme dinámica. Estrategias para competir en tiempos turbulentos. *Economía industrial*, 399, 65-74. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5542784>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Ortega, G. P., & Martínez, P. (2013). Los activos intangibles y el capital intelectual. *Saber, ciencia y libertad*, 8(1), 143-166. <https://doi.org/10.18041/2382-3240/saber.2013v8n1.1891>
- Pardo-Cueva, M., Herrera, R. A., & Rueda, L. M. C. (2017). Valoración del capital intelectual y su impacto en la rentabilidad financiera en empresas del sector. . . *ResearchGate*. https://www.researchgate.net/publication/321833685_Valoracion_del_capital_in%20t

[electual y su impacto en la rentabilidad financiera en empresas del sector%20 industrial del Ecuador](#)

Ross, S. A. (1979). Disclosure regulation in the financial markets: Implications of modern finance theory and signaling theory. New York: Mc Graw Hill.

Sarur Zanatta, M. (2013). La importancia del capital intelectual en las Organizaciones. *Ciencia Administrativa*, 1-7.

Spendolini, M. J. (2005). *Benchmarking*. Editorial Norma.

Stewart, T. A. (1998). *La Nueva Riqueza de Las Organizaciones: El Capital Intelectual*. Ediciones Granica S.A.

Sun-Tzu. (2003). *The Art of War: The Essential Translation of the Classic Book of Life (Penguin Classics Deluxe Edition)*. Penguin.