

Relevancia valorativa de los activos intangibles y del capital intelectual: una revisión de la literatura empírica

Value relevance of intangible assets and intellectual capital: an empirical literature review

Cecilia R. Ficco*

Universidad Nacional de Río Cuarto
cficco@fce.unrc.edu.ar

* Universidad Nacional de Río Cuarto,
Facultad de Ciencias Económicas,
Ruta 36 km. 601, Río Cuarto,
Córdoba, ARGENTINA.

RESUMEN

La investigación tendiente a demostrar la relevancia de los recursos intangibles para la valoración de las empresas a nivel de los mercados de valores, resulta muy significativa en el marco de los cuestionamientos a la utilidad de la información contable para la toma de decisiones. El presente estudio tiene como propósito revisar y analizar la literatura que ha abordado la relevancia valorativa, tanto de los intangibles reconocidos como de los no reconocidos por la contabilidad. Desde el punto de vista metodológico, se ha realizado una investigación descriptiva y de tipo documental, focalizando en la literatura más destacada producida en las últimas dos décadas. La revisión realizada revela la falta de evidencia concluyente sobre la relevancia valorativa de la variada gama de intangibles que pueden tener las empresas. Esta situación da cuenta de la necesidad de continuar estudiando una relación cuyo abordaje se encuentra aún inconcluso, en pos de dar sustento a la construcción de una teoría que permita explicar la influencia de los intangibles en la creación de valor. Se aprecia además la necesidad de aumentar la limitada evidencia existente para mercados de capitales poco desarrollados.

ABSTRACT

Research to demonstrate the relevance of intangible assets for the valuation of companies in capital markets is very significant within the context of the controversy surrounding the usefulness of accounting information for decision making. The purpose of this study is to review and analyze the literature that has examined the value relevance of disclosed and undisclosed assets by accounting. From the methodological point of view, a descriptive and documentary investigation has been carried out, focusing on the most prominent literature produced in the last two decades. The review reveals the lack of conclusive evidence on the value relevance of the varied range of intangibles that companies may have. Further research needs to be carried out, whose approach is still unfinished, in order to support the construction of a theory that better explains the influence of intangibles in the creation of value. There is also a need to increase the existing evidence on underdeveloped capital markets.

INFORMACIÓN ARTÍCULO

Recibido: 18 de Noviembre 2019
Aceptado: 27 de Enero 2020

Palabras Claves:
Activos intangibles
Capital intelectual
Mercados de capitales
Valoración

ARTICLE INFO

Received: 18 November 2019
Accepted: 27 January 2020

Keywords:
Capital markets
Intangible assets
Intellectual capita
Valuation

INTRODUCCIÓN

En el entorno actual que configura la economía del conocimiento, los intangibles se convierten en los recursos estratégicos por excelencia de las empresas, por ser una de las fuentes principales de generación de valor y de ventaja competitiva sostenible.

La contabilidad presenta importantes deficiencias informativas en este contexto, en tanto la postura dominante que han tenido los principales organismos emisores de normas, entre lo que se incluye el *International Accounting Standards Board* (IASB), ha sido restrictiva en lo que respecta a la inclusión de los intangibles en los estados financieros. Los fundamentos de esta postura se asocian a las dificultades que entraña la medición fiable de muchos recursos y actividades intangibles, junto a las que plantea la delimitación clara de su control o propiedad por parte de la empresa (Cañibano y Gisbert, 2007). Esto ha dado lugar a que solo unos pocos intangibles queden incluidos dentro del rubro “activos intangibles” y que una parte importante de ellos quede fuera de dichos estados, por no cumplir con los requisitos previstos para su reconocimiento contable.

De este modo, bajo esta perspectiva dominante en los ordenamientos contables de la mayoría de los países y en la normativa contable internacional, muchos importantes factores de naturaleza inmaterial, determinantes del éxito de las empresas, no son recogidos en los balances. Estos elementos son los que habitualmente se engloban bajo la denominación de “capital intelectual”, siendo ejemplo de ello: el conocimiento de los empleados y otros aspectos relacionados con el capital humano, las rutinas organizativas, la calidad de los procesos, productos y servicios, el capital tecnológico, la capacidad de innovación, las relaciones con los clientes, la imagen de la firma, las alianzas estratégicas con distintos *stakeholders*, entre otros (Ficco, 2019).

Esta situación, que refleja las limitaciones de la contabilidad financiera tradicional para proveer información adecuada sobre los recursos intangibles de las empresas, claves para la creación de valor en el actual contexto, ha dado lugar a importantes cuestionamientos a la utilidad de la información que se produce bajo los modelos contables actuales. Y este cuestionamiento es muy significativo, dado que la contabilidad financiera se enmarca en el enfoque de la utilidad de la información para la toma de decisiones (Scott, 2009), que surgió hacia finales de la

década de los sesenta del siglo pasado, como una “revolución contable” (Beaver, 1981, p. 2) que implicó un verdadero cambio de paradigma en la disciplina, conocido también como paradigma utilitarista.

Bajo este paradigma, el objetivo principal de la información contable es contribuir a la toma de decisiones de los usuarios, siendo los inversores que operan en los mercados de capitales quienes han sido considerados, por los emisores de normas contables, como los usuarios fundamentales de los estados financieros. Así, bajo este enfoque, la información contenida en dichos estados debe ser útil para que los inversores, como proveedores de capital de las empresas, evalúen correctamente los beneficios futuros y el riesgo asociado a las distintas oportunidades de inversión (Cañibano, Sánchez, García y Chaminade, 2002), por lo que debe permitir la predicción de los futuros flujos de caja por parte de los inversores (Giner y Mora, 2019). Tal como lo expresa Beisland (2009), el objetivo principal de los estados financieros es el de proveer a los inversores información relevante para estimar el valor de la firma.

La conocida brecha existente entre el valor en libros y el valor de mercado de las empresas cotizantes en las bolsas de valores, constituye una evidencia clara de las deficiencias de la contabilidad financiera, para brindar información útil para valoración externa de las empresas por parte de los inversores. Esta brecha, documentada inicialmente por Lev (2001) y que se ha mantenido como una tendencia a través del tiempo, que se observa hasta en las investigaciones más recientes (Kimouche y Rouabhi, 2016a y b), revela también la existencia de otras fuentes de información, representativas de la creación de valor, que son tomadas en cuenta por los inversores y que impactan en el valor de mercado de las firmas, las que parecen estar directamente vinculadas a los intangibles y, en particular, al capital intelectual que no tiene reflejo en los estados financieros tradicionales.

La problemática antes planteada ha contribuido al desarrollo de una importante línea de investigación enfocada en examinar y contrastar en qué medida la información sobre intangibles, reconocidos y no reconocidos por la contabilidad, es relevante para la valoración de las empresas en los mercados de capitales. Se trata de una prolífica línea de investigación tendiente a demostrar la “relevancia valorativa” de los intangibles, cuyo desarrollo resulta muy significativo en el marco de los cuestionamientos a

la utilidad de la información contable para la toma de decisiones, en tanto, tal como señala el IASB (2018a), en su marco conceptual, la relevancia es una de las características cualitativas fundamentales de la información financiera útil.

La idea de “relevancia valorativa” o de relevancia para el valor, tiene diversas interpretaciones (Giner y Pardo, 2007). Sin embargo, una de las más usadas, es la que sostiene que la “relevancia valorativa” implica que una cifra contable (o no contable) está asociada con alguna medida del valor de la empresa, siendo el precio de las acciones la medida más comúnmente empleada por los investigadores (Barth, 2000). En este sentido, y tal como aclaran Barth, Beaver y Landsman (2001), una cifra contable (o no contable) es relevante para los inversores si posee una asociación significativa con los precios en el mercado de valores.

De este modo, la línea de investigación referida a la relevancia valorativa de los intangibles se enmarca en la investigación contable orientada al mercado de capitales y, en particular, dentro de la línea explicativa de los estudios involucrados en la perspectiva de la medición, que surgen a mediados de los noventa (Giner, 2001) con el propósito de explicar los precios de mercado, a través de diversos datos contables. En las palabras de Barth, Beaver y Landsman (2000), los estudios de relevancia valorativa apuntan a “evaluar la capacidad de determinadas magnitudes contables para reflejar la información usada por los inversores” (p. 8) para la valoración de la empresa en el mercado, usando generalmente los precios de las acciones como referencia del valor de la firma¹.

En este marco, la presente investigación tiene como propósito revisar la literatura empírica que ha abordado la relevancia valorativa de los intangibles, resaltando las características más importantes de los trabajos y sus principales aportes, con el fin de presentar el estado actual de la investigación en esta temática e identificar las cuestiones cuyo abordaje se encuentra aún inconcluso.

Desde el punto de vista metodológico, se ha realizado una investigación descriptiva y de tipo documental, concretada a través de la revisión y análisis de la li-

teratura más relevante producida en las últimas dos décadas. Se ha adoptado un enfoque integrador para la revisión, por lo que en la selección de los trabajos analizados, se han considerado tanto aquellos que han evaluado la relevancia valorativa de los intangibles reconocidos por la contabilidad, o activos intangibles, como aquellos que han estudiado la del capital intelectual que no tiene reconocimiento contable. Además, se ha focalizado en aquellos estudios que consideran las distintas formas de intangibles incluidas en esas dos grandes categorías, lo que permite mostrar el estado actual de la relevancia para el valor de la extensa variedad de recursos intangibles que poseen las empresas. Asimismo, y a los efectos de aportar un panorama amplio de la línea de investigación en diversos contextos, se han incluido estudios de diferentes países, pertenecientes a los cinco continentes, con mercados de capitales de distinto grado de desarrollo y, también, referidos a empresas que operan en sectores y entornos contables disímiles.

De este modo, y en consonancia con el enfoque amplio e integrador adoptado, se han consultado diversos recursos de información y bases de datos para la búsqueda de trabajos. Concretamente, las bases de las que se obtuvieron los trabajos seleccionados son las siguientes: CiteSeer, Dialnet, Ebscohost, Elsevier, Emerald, IEEE Xplore Digital Library, Redalyc, Taylor y Francis y Wiley Online Library. Así también, se ha elegido un período temporal amplio para el análisis, específicamente, el comprendido entre 2000 y 2019, por ser aquel en el que se han producido los trabajos que responden a las características antes referidas.

En lo que respecta a la estructura del artículo, tras esta introducción, su desarrollo se presenta dividido en cuatro partes. En la primera, se recogen los principales conceptos referidos a los recursos intangibles sobre los que se centra este estudio. En la segunda, se contextualiza la línea de investigación, para los efectos de mostrar el marco en el que surge y los distintos tipos de estudios que involucra. Seguidamente, se describen los trabajos empíricos más significativos en este campo, los que se presentan clasificados en dos grandes grupos, de acuerdo a la categoría de intangibles sobre los que versan. El trabajo finaliza señalando sus principales conclusiones, junto a algunas ideas para futuras investigaciones.

1. Es importante señalar que la investigación en relevancia valorativa se inicia con el objetivo de comprender los efectos valorativos de distintos tipos de información contable (información financiera). No obstante, las investigaciones enmarcadas en esta línea también han examinado la relevancia valorativa de diferentes tipos de información no contable (o no financiera), lo que encuentra sus primeros antecedentes en trabajos realizados hacia finales de los noventa del siglo pasado (Saha y Bose, 2017).

MARCO CONCEPTUAL: LOS ACTIVOS INTANGIBLES, EL CAPITAL INTELECTUAL Y LOS ELEMENTOS QUE LOS COMPONEN

Como se adelantaba en la introducción, los recursos intangibles sobre los que se centra este estudio, incluyen una variada gama de elementos que abarcan todas las formas de intangibles que pueden tener las empresas, las que pueden clasificarse en dos grandes categorías: activos intangibles y capital intelectual.

La expresión “activos intangibles” es la habitualmente utilizada para hacer “referencia exclusivamente a aquellas inversiones de naturaleza intangible que, de acuerdo con las normas contables, pueden ser reconocidas como activos y, consiguientemente, pueden ser reflejadas en el balance de la empresa” (Cañibano y cols., 2002, p. 16).

En este sentido, la definición del IASB, plasmada en su Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 38², establece que “un activo intangible es un activo identificable, de carácter no monetario y sin apariencia física” (párrafo 8); definición en la que quedan pautadas dos condiciones asociadas al reconocimiento contable: la característica de identificabilidad y el cumplimiento de las condiciones correspondientes a todo activo, a saber: control por la empresa como resultado de sucesos pasados y esperanza de beneficios económicos futuros (IASB, 2018b).

Se destaca la incorporación del requisito de identificabilidad³, que plantea la distinción entre activos inmateriales y llave de negocio⁴ (López, Santanatoglia, Pedroni, Albanese y Milanese, 2013). Para algunos autores, como Fowler (2005), esta distinción resulta inadecuada, debido a que la llave de negocio también puede ser considerada, en ciertos casos, como un activo intangible, aunque no es identificable. En realidad, el criterio de identificabilidad permite distinguir las dos categorías fundamentales de activos intangibles, las que son habitualmente designadas como: llave de negocio y otros activos intangibles identificables, siendo, además, los que mayor parte de los cuerpos normativos han diferenciado para regular su tratamiento contable.

En términos generales, y en lo que respecta a los activos intangibles identificables, la NIC 38 regula su reconocimiento y medición diferenciando, básicamente, entre los adquiridos, en forma independiente o en una combinación de negocios, y los generados internamente. Además, explicita ciertos conceptos que no pueden ser reconocidos como activos, como es el caso de los desembolsos vinculados a la investigación u otros realizados para el desarrollo interno de marcas, listas de clientes y similares, que deben imputarse a resultados. Con relación a la llave de negocio, el marco normativo del IASB admite solo el reconocimiento de la que fuera adquirida en una combinación de negocios.

Independientemente de lo anterior, queda claro en la definición misma del IASB de activo intangible, al igual que la mayoría de las que han sido aportadas por la doctrina contable, que va más allá de una conceptualización, puesto que también involucra requisitos para que el intangible pueda ser reconocido como activo, los cuales limitan el alcance del concepto, dejando fuera de la definición a una gran variedad de elementos que son los que conforman el capital intelectual de las empresas.

De este modo, el término “capital intelectual” representa un concepto mucho más amplio, al cual aún no se ha llegado a una definición de aceptación generalizada. No obstante, sobre la base de las principales características que están presentes en la mayoría de los conceptos elaborados, se puede afirmar que el capital intelectual refiere al conjunto de elementos intangibles relacionados entre sí, entre los que destaca el conocimiento disponible, tanto a nivel individual como organizativo, que están en cierta medida ocultos, por no estar en los estados financieros elaborados según la normativa vigente y que permiten a la empresa funcionar, en combinación con los demás recursos inherentes a la misma, siendo fuente de ventaja competitiva y de creación de valor (Edvinsson y Malone, 1997; Stewart, 1998; Roos, Roos, Dragoinetti y Edvinsson, 2001; Ordóñez de Pablos, 2003; Carlucci y Schiuma, 2007; Dumay, 2016).

2. La NIC 38 sobre *Activos intangibles* fue originalmente emitida por el *International Accounting Standards Committee* (IASC) en 1998, habiendo sido adoptada por el IASB en abril de 2001. El IASB la revisó en 2004 y la modificó en 2008 y en 2014.

3. Se cumple si el activo puede ser separado de la entidad para tener la posibilidad de ser comercializado, o bien, surge de derechos contractuales o de otro tipo legal.

4. La expresión “llave de negocio” es la de uso común en Argentina, tanto en la literatura como en las normas contables. En España se utiliza el término “fondo de comercio”, mientras que en otros países de Latinoamérica se lo refiere como “crédito mercantil”. En el idioma inglés, se emplea la expresión *goodwill*, la que, en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) del IASB, ha sido traducida al español, por el propio IASB, como “plusvalía”.

De este modo, el capital intelectual, en una de sus acepciones más usadas -y la que se adopta en esta investigación-, es empleado para hacer referencia a aquellos intangibles que pueden considerarse activos *ocultos*, en virtud de que no aparecen en los estados financieros de las empresas, incluyendo elementos de diversa índole que pueden agruparse en una serie de categorías o dimensiones, siendo las correspondientes a capital humano, estructural y relacional, las que identifican la mayor parte de los autores.

Concretamente, el capital humano está dado por el *stock* de conocimientos individuales que reside en los empleados (Bontis, Chong y Richardson, 2000) e incluye tanto los saberes que poseen los mismos, como sus capacidades, experiencias y habilidades (Cañibano y cols., 2002). Se trata de conocimiento tácito (Bontis, 1998) que presenta dificultades para ser retenido por la empresa.

El capital estructural es la infraestructura que incorpora, forma y sostiene al capital humano (Edvinsson y Malone, 1997) y que a la vez lo potencia, permitiendo optimizar su rendimiento (Bontis, 1998). Es, esencialmente, conocimiento que la organización ha podido internalizar (Ross y cols., 2001), por lo que incluye rutinas organizativas, procedimientos y sistemas que permiten la conversión del conocimiento individual en colectivo (Bollen, Vergauwen y Schnieders, 2005), aunque involucra también los elementos que aluden a la capacidad de renovación de la empresa y los resultados de la innovación (Ochoa, Prieto y Santidrián, 2010), algunos de cuales “pueden protegerse legalmente y convertirse en derechos de propiedad intelectual o industrial, como los derechos de autor o las patentes” (Cañibano y cols., 2002, p. 19). Esto ha dado lugar a la distinción de dos subcomponentes: el capital organizativo o de procesos y el capital tecnológico o de innovación.

El capital relacional se refiere a la red de relaciones de la empresa con diferentes *stakeholders*, entre los que se incluyen: clientes, proveedores, socios aliados y accionistas (Ross y cols., 2001), comprendiendo también las percepciones que estos tienen de la compañía (Cañibano y cols., 2002). Se trata pues de una dimensión externa a la organización que incluye también los nombres de los productos, las marcas y la reputación o imagen de la empresa (Bueno-CIC, 2003; Rubio y Rodríguez, 2016). No obstante, en el valor de esas relaciones, como señala Sveiby (2018), influyen las acciones que desarrollan sus miembros, que son quienes las inician y mantienen.

CONTEXTUALIZACIÓN DE LA LÍNEA DE INVESTIGACIÓN: DIFERENTES TIPOS DE ESTUDIOS INVOLUCRADOS

La investigación en relevancia valorativa tiene reconocimiento como área específica dentro de la investigación orientada al mercado de capitales y ha producido importantes contribuciones a la comprensión de la relación entre dichos mercados y las cifras contables, como así también, de los efectos valorativos de diversos tipos de información no financiera (Beaver, 2002; Saha y Bose, 2017). Dentro de ella se destaca la que se ha enfocado en examinar la relevancia valorativa de los intangibles, en tanto aporta evidencia sobre los determinantes fundamentales del valor de las empresas en el actual contexto, lo que resulta muy significativo para los organismos encargados de la regulación contable para decidir qué información debe ser incluida en los estados financieros, o en estados complementarios, con el fin de incrementar su utilidad.

En este marco, la investigación en relevancia valorativa de intangibles ha tenido un amplio desarrollo, habiendo sido abordada desde diferentes disciplinas que han dado lugar a trabajos de muy variada naturaleza. Estos estudios se refieren a distintas categorías de intangibles y utilizan medidas disímiles para representar el valor de los intangibles y el de las empresas en el mercado. Además, aplican distintos modelos para evaluar la asociación entre dichos valores, aunque la mayoría de ellos está sustentada en el de Ohlson (1995) y en sus refinamientos posteriores.

La preeminencia en el uso del modelo de Ohlson (1995), como base metodológica para los estudios de relevancia valorativa, se relaciona con el rigor y la solidez que posee como modelo de valoración, en tanto proporciona un vínculo formal entre el valor de la firma y las variables contables fundamentales: el patrimonio neto y los resultados, a la vez que incorpora una tercera variable que representa “otra información” útil para la predicción de los resultados futuros; pero que todavía no ha tenido impacto en los estados financieros (Barth, 2000; Giner, 2001). Esta tercera variable es muy importante a efectos valorativos, en tanto permite incorporar la información no contable que es clave en la generación de valor, como es aquella referida al capital intelectual de las empresas.

Otro aspecto destacable en esta línea de investigación surge al analizar las diferentes categorías de

intangibles que se han estudiado, lo que permite identificar dos grandes líneas de trabajo claramente independientes, realizadas dentro de lo que Andriesen (2004) identifica como comunidades diferenciadas: la contable y la del capital intelectual. En la primera línea, se ha estudiado la relevancia valorativa de los intangibles reconocidos contablemente, mientras que en la segunda se ha examinado la de los distintos componentes del capital intelectual.

Dentro de la primera línea se incluyen trabajos que consideran la totalidad de intangibles reconocidos por las empresas, ya sea a nivel global o por tipos o categorías. Estas investigaciones, en virtud del tipo de intangibles sobre los que versan, han tomado, como medida de estos mismos, a la información contenida en los estados financieros de las empresas, lo que es acorde al objetivo básico que persiguen, consistente en establecer si la información sobre intangibles disponible en dichos informes, proporciona información relevante para los inversores.

La relevancia valorativa del capital intelectual ha sido estudiada dentro del campo específico de la denominada "*Intellectual Capital Research*". Esta línea de trabajos, en general, se ha ocupado de examinar la relación entre las distintas dimensiones del capital intelectual y el valor de mercado de las empresas. De este modo, los estudios se concentran sobre elementos que no figuran en los estados financieros y que, además, son de difícil medición.

En este sentido, merece destacarse que, aunque se ha desarrollado una variada gama de métodos y modelos para medir el capital intelectual⁵, no existe una solución de aceptación generalizada para efectuar tal medición. Además, dentro del amplio conjunto de propuestas desarrolladas, algunas apuntan a la medición del capital intelectual en forma global, o bien, de algunos de sus componentes, y otras se enfocan en la medición de los resultados de su gestión, lo que se vincula con la finalidad para la cual se han ideado, en tanto algunos modelos tienen por objeto ayudar a la gestión de los intangibles a nivel interno de las organizaciones mientras que otros, en cambio, pretenden hacer más accesible la información sobre intangibles

a los *stakeholders* externos.

Las investigaciones que apuntan a examinar la relevancia valorativa del capital intelectual se realizan sobre muestras de empresas que cotizan en los mercados de valores, por lo que los investigadores se ven restringidos a aplicar métodos de medición que sean apropiados y confiables para generar medidas representativas del capital intelectual, y que además estén basados en datos que estén disponibles para todas las empresas que se someten a estudio y no presenten una complejidad excesiva en su operativización.

Por ello, muchas investigaciones han optado por el uso de *métodos sencillos de medición, entre los cuales el Value Added Intellectual Coefficient (VAIC)*⁶ es el de aplicación más extendida, tanto en la versión original desarrollada por Pulic (2000), como se aprecia en los estudios de Swartz, Swartz y Firer (2006), Veltri y Silvestri (2011) y Smriti y Das (2018), como en las versiones posteriores que lo han modificado (Nimtrakoon, 2015; Suherman, 2017; Sharma, 2018; Bayraktaroglu, Calisir y Baskak, 2019)⁷. Otra parte importante de los estudios emplea variables *proxy* para medir las distintas dimensiones del capital intelectual y evaluar su relevancia valorativa. Muchas de estas *proxies* toman como base conceptos e indicadores que están involucrados en los distintos métodos desarrollados para la medición del capital intelectual. Además, al igual que el VAIC, se basan en información pública disponible que, principalmente, puede obtenerse de los estados financieros de las empresas. En esta línea, el enfoque más extendido en la literatura es el de la inversión (Goebel, 2015; Forte, Tucker, Matonti y Nicolò, 2017), en el cual se seleccionan *proxies* basadas en gastos que las empresas informan en sus estados financieros y que pueden ser considerados como inversiones en capital intelectual, con capacidad para generar beneficios económicos futuros vinculados al conocimiento existente dentro de la organización.

La revisión de la literatura muestra también algunos trabajos en los que se ha utilizado información no financiera para la medición del capital intelectual. En este caso se han empleado, principalmente, índices que

5. En el trabajo de revisión de los diferentes métodos existentes para la medición del capital intelectual, Ramanauskaitė y Rudžionienė (2013) identifican más de 60 modelos y métodos diferentes.

6. El Coeficiente de valor agregado intelectual (*Value Added Intellectual Coefficient - VAIC*), desarrollado por Pulic (2000), mide la eficiencia en la creación de valor, tanto del capital intelectual como del capital físico. El cálculo de la eficiencia en el uso del capital intelectual (ICE) se realiza de la siguiente forma: $ICE = HCE + SCE$, siendo HCE el indicador de eficiencia del capital humano y SCE el indicador de eficiencia del capital estructural. De forma desagregada, $ICE = VA/HU + ST/VA$; siendo VA el valor añadido generado por la empresa, HU el importe de los gastos de personal y ST la diferencia entre el valor añadido (VA) y los gastos de personal (HU).

7. En estas investigaciones se han extendido el modelo VAIC para lograr una medida más comprensiva de los diferentes elementos que involucra el capital intelectual, dando lugar al MVAIC (VAIC modificado), en el que se agrega un indicador de eficiencia en el uso del capital relacional y una medida del capital de innovación.

son construidos por los propios investigadores para determinar la cantidad de información que las empresas revelan voluntariamente sobre su capital intelectual.

En los epígrafes siguientes se describe el contenido fundamental y los principales aportes de los estudios más significativos realizados dentro de las dos grandes líneas: la contable y la del capital intelectual, considerando trabajos de diferentes países, con mercados de capitales de distinto grado de desarrollo y, también, referidos a empresas que operan en diversos sectores y entornos contables. Así también, los trabajos seleccionados reflejan la variedad de formas elegidas para medir los componentes del capital intelectual y el valor corporativo, como así también, los modelos considerados para representar la relación entre dicho valor y los distintos elementos intangibles que poseen las empresas.

RELEVANCIA VALORATIVA DE ACTIVOS INTANGIBLES

Las investigaciones pioneras realizadas dentro de la comunidad contable, se enfocaron en estudiar la relevancia valorativa de alguna categoría en particular de activos intangibles, siendo la llave de negocio la que más se ha estudiado. En efecto, el estudio de Amir, Harris y Venuti (1993), que fue el primero en utilizar el término específico *relevancia valorativa*, examinó, además de otras medidas contables, la relevancia valorativa de este activo, encontrando evidencias de una relación significativa y positiva entre la llave de negocio adquirida y el valor de las firmas en el mercado.

En años más recientes, las investigaciones de la comunidad contable se han concentrado en la totalidad de intangibles reconocidos por las empresas, a nivel global o por tipos o categorías, siendo la clasificación más empleada la que diferencia entre llave de negocio y otros activos intangibles identificables.

Estas investigaciones han estado motivadas, principalmente, por las controversias que aún persisten en torno al tratamiento contable de los activos intangibles, lo que ha generado el interés por estudiar si la información referida a estos activos, disponible en los estados financieros de las empresas, refleja el valor de su beneficio económico futuro y, por tanto, si son percibidos por los inversores como activos legítimos, capaces de

proporcionar información relevante para la estimación del valor de la empresa en el mercado.

Los resultados de estos trabajos revelan la existencia de una asociación significativa y positiva entre la cifra global correspondiente a los activos intangibles, informada a través de los estados financieros, y el valor de mercado de las empresas, tal como lo reflejan los estudios de Choi, Kwon y Lobo (2000), Iñiguez y López (2005) y Priotto, Quadro, Veteri y Werbin (2011). En la misma línea, pero trabajando también con la información complementaria a los estados financieros, Pacheco, Rover y Rodrigues (2018) obtienen evidencia que muestra que el nivel de divulgación de activos intangibles, medido a través de un índice que recoge información financiera y de sus notas explicativas, tiene influencia en la valoración que realiza el mercado.

No obstante, en lo que respecta a las distintas categorías de activos intangibles, las evidencias son sólidas en lo atinente a la relevancia valorativa de los activos intangibles identificables, pero no resultan del todo concluyentes con relación a la llave de negocio. Así, Godfrey y Koh (2001), Ritter y Wells (2006), Dahmash, Durand y Watson (2009), Oliveira, Rodrigues y Craig (2010), Kimouche y Rouabhi (2016a) y Da Silva, Rodrigues y Klann (2017) constatan la relevancia valorativa de las dos categorías. Sin embargo, Kimouche y Rouabhi (2016b) y Ficco, Werbin, Díaz y Prieto (2019), obtienen hallazgos que muestran que los activos intangibles identificables presentan una asociación positiva con los precios de mercado, pero Kimouche y Rouabhi (2016b) encuentran que esa asociación es negativa para la llave de negocio, mientras que Ficco y cols. (2019), al igual que Infante y Ferrer (2017), detectan que este activo no es una variable considerada por los inversores en la fijación del precio de las acciones. Estos resultados se explican, en gran parte, por la particular naturaleza de la llave de negocio, que no resulta directamente observable después de su adquisición, lo que da lugar a que la cifra informada en los estados financieros solo sea representativa del valor del intangible en el momento de la combinación de empresas (Giner y Pardo, 2007).

El proceso por el cual se ha ido estableciendo la obligatoriedad de preparación de los estados financieros de las empresas cotizantes, de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) del IASB⁸, ha dado lugar a una línea de estudios empíricos enfocados en el análisis del impacto de la

8. Este proceso se inició en Europa a mediados de la década de los años 2000 y se ha ido extendiendo progresivamente a la mayoría de los países del mundo.

adopción de las NIIF, en la relevancia valorativa de los activos intangibles.

La mayor parte de estos trabajos ha revelado un incremento en la relevancia valorativa de la llave de negocio a partir de la adopción de las NIIF (Chalmers, Clinch y Godfrey, 2008; Oliveira y cols., 2010; Ficco y Sader, 2019), lo que encuentra su explicación en los criterios de medición que establecen las NIIF, que, al sustituir la depreciación sistemática de este activo por el *test* periódico de deterioro del valor, permiten producir información más relevante y útil para los inversores.

En el caso de los activos intangibles identificables, la evidencia aporta resultados mixtos. Así, los trabajos de Chalmers y cols. (2008), Ji y Lu (2014) y Ficco y Sader (2019), muestran que estos activos han perdido relevancia para el mercado cuando son contabilizados bajo el marco normativo internacional, lo que se interpreta vinculado a las mayores restricciones impuestas por las NIIF para el reconocimiento de este tipo de activos, con relación a las normativas contables locales, que da lugar a unos estados financieros con menor contenido informativo. En cambio, el trabajo de Oliveira y cols. (2010) revela que el cambio a NIIF no tuvo impacto en la relevancia valorativa de los activos intangibles identificables, cuando son considerados globalmente, y el de Ledoux y Cormier (2013) refleja que la relevancia valorativa de estos activos se incrementó significativamente con la adopción de las NIIF. En estos dos últimos estudios, los resultados pueden justificarse por la naturaleza más conservadora de las normas contables locales de los entornos en los que fueron realizados.

La Tabla 1 presenta una síntesis con los principales resultados y características de los trabajos anteriormente referidos.

RELEVANCIA VALORATIVA DEL CAPITAL INTELECTUAL

La línea de investigación sobre relevancia valorativa del capital intelectual ha propuesto, entre sus principales objetivos, demostrar que los inversores perciben al capital intelectual como una fuente de creación

de valor y que, por tanto, lo consideran en la toma de decisiones de inversión a nivel del mercado de capitales. De este modo, estas investigaciones han pretendido evidenciar las limitaciones de los estados financieros tradicionales, para brindar información útil a los inversores y hacer más patente la necesidad de proveer información sobre el capital intelectual a través de dichos estados o de otros que pudieran complementarlos, aportando conocimiento que podría orientar la elaboración de nuevas normas de contabilidad financiera o la modificación de las existentes.

Los trabajos de esta línea y, específicamente, los que han empleado información financiera para medir las distintas dimensiones del capital intelectual y estudiar la asociación de estas mismas con los valores de la empresa en el mercado, arriban a resultados mixtos.

En lo que respecta al capital humano, la literatura aporta evidencias sólidas acerca de su impacto positivo en la valoración externa de la firma. Así, Yu y Zhang (2008), que lo miden con una *proxy* referida a la productividad de los empleados, confirman su relevancia valorativa. Wang (2008), Liu, Tseng y Yen (2009) y Garcia, Kimura, De Barros y Cruz (2010) obtienen resultados en igual sentido, al encontrar que algunas de las *proxies* que emplean para medirlo, se asocian positivamente con los valores de mercado. Ficco y cols. (2019) emplean dos *proxies* para la medición, una referida a la inversión en capital humano y otra a su productividad, y encuentran que ambas poseen una relación significativa y positiva con los precios de los títulos. Los estudios de Swartz y cols. (2006), Nimtrakoon (2015), Suherman (2017) y Bayraktaroglu y cols. (2019), encuentran una asociación significativa y positiva entre el indicador de eficiencia en el uso del capital humano, calculado a partir del VAIC, y los valores de las empresas en el mercado. En cambio, los hallazgos de Smriti y Das (2018) muestran que ese indicador presenta una relación significativa, pero negativa con dichos valores. Estos resultados pueden ser interpretados según los que obtienen Ferraro y Veltri (2011), quienes, aunque no encuentran evidencias de una influencia directa del capital humano en los precios, logran demostrar que posee efecto indirecto cuando se lo examina en su interacción con el capital estructural.

Tabla 1. Literatura empírica sobre la relevancia valorativa (RV) de los activos intangibles

Autor/es	País/es, período y muestra	Activos intangibles estudiados	Medición del valor de mercado de la empresa	Metodología usada para el análisis de RV	Principales resultados
Choi y cols. (2000)	EE.UU., 1978-1994. 219 empresas de distintos sectores.	Activos intangibles a nivel global (AI) y su depreciación.	Precio y rentabilidad de las acciones	Análisis de regresión múltiple (ARM) y metodología de carteras.	- El mercado valora positivamente los AI reconocidos, pero no valora el cargo por depreciación de forma significativa.
Godfrey y Koh (2001)	Australia, 1999. 172 empresas de distintos sectores.	AI, llave de negocio (LLN), activos intangibles identificables (AII) y costos de I+D.	Capitalización bursátil	ARM	- Los AI, en conjunto, la LLN y los AII poseen RV, pero no ocurre lo mismo con los costos de I+D. - La LLN tiene mayor RV que los AII.
Iñiguez y López (2005)	España, 1991-1999. 152 empresas de distintos sectores.	AI	Precio de acciones	ARM – Modelo basado en Ohlson (1995) (MBO (1995)).	- Relación significativa y positiva entre intangibles reconocidos y precio de acciones.
Ritter y Wells (2006)	Australia, 1979-1997. 150 empresas de distintos sectores.	All voluntariamente reconocidos e informados por las empresas.	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- Relación significativa y positiva entre precios y All voluntariamente reconocidos. - La RV de dichos All es mayor para las empresas con niveles “extremos” de ganancias.
Dahmash y cols. (2009)	Australia, 1994-2003. 2611 obs. para empresas no financieras ni mineras.	LLN y AII	Capitalización bursátil	ARM - Modelo basado en Feltham y Ohlson (1995) (MBF-yO (1995)).	- Para la empresa australiana “promedio”, la información sobre LLN y AII posee RV. - Dicha información no es percibida como información confiable: la LLN se percibe infravalorada y los AII sobrevalorados.
Chalmers y cols. (2008)	Australia, 2005-2006. 599 empresas de distintos sectores.	LLN y AII	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- La información sobre AI producida bajo NIIF ha perdido RV en relación con los AII, pero ha ocurrido lo contrario con la información sobre LLN.
Oliveira y cols. (2010)	Portugal, 1998-2008. 354 obs. para empresas no financieras.	LLN y AII, considerando a estos últimos en conjunto y por subcategorías (propiedad intelectual, I+D y otros AI).	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- Relación significativa y positiva entre precios y LLN y AII. - Los AII, en conjunto, poseen RV. La propiedad intelectual y las inversiones en I+D no son relevantes. - El cambio a NIIF no tuvo impacto en la RV de los AII considerados en conjunto, pero tuvo efecto positivo en la RV de la LLN.

Autor/es	País/es, período y muestra	Activos intangibles estudiados	Medición del valor de mercado de la empresa	Metodología usada para el análisis de RV	Principales resultados
Priotto y cols. (2011)	Argentina, 2006-2010. 18 empresas líderes	AI	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- Relación significativa y positiva entre intangibles reconocidos y el valor de mercado de las empresas.
Ledoux y Cormier (2013)	Canadá, 2005-2010. 97 empresas no financieras.	All e información sobre innovación divulgada en forma voluntaria.	Rentabilidad de las acciones	ARM – MBF-yO (1995)	- La RV de los All aumentó con la adopción de NIIF pero la RV de la información sobre innovación divulgada en forma voluntaria disminuyó con la adopción de dichas normas.
Ji y Lu (2014)	Australia, 2000-2009. 6650 obs. para empresas de distintos sectores.	AI, LLN y All	Capitalización bursátil	ARM – MBF-yO (1995)	- La adopción de NIIF produjo una disminución en la RV de los AI a nivel global y por categorías (LLN y All).
Kimouche y Rouabhi (2016a)	Francia, 2005-2013. 186 empresas no financieras.	AI, LLN, All y la depreciación y desvalorización de AI.	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- La LLN y los All poseen RV, pero no ocurre lo mismo con la depreciación y las pérdidas por desvalorización. - Los AI mejoran la RV de la información contable.
Kimouche y Rouabhi (2016b)	Reino Unido, 2005-2013. 193 empresas no financieras.	AI, LLN, All y la depreciación y desvalorización de AI.	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- Los All, así como la depreciación más las pérdidas por desvalorización, poseen RV. - La LLN presenta una relación negativa con los precios. - Los AI mejoran la RV de la información contable.
Da Silva y cols. (2017)	Brasil, 2010-2013. 164 empresas de distintos sectores.	LLN y All	Precio de acciones	ARM	- Los All y la LLN poseen RV. - Dichas partidas no pierden poder explicativo con el transcurso del tiempo.
Infante y Ferrer (2017)	Filipinas, 2012-2016. 30 empresas de distintos sectores.	LLN y All	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- Los All y la LLN no poseen RV, cuando se la analiza conjuntamente con la de las variables contables básicas, pero contribuyen a incrementar la RV de la información contable.

Autor/es	País/es, período y muestra	Activos intangibles estudiados	Medición del valor de mercado de la empresa	Metodología usada para el análisis de RV	Principales resultados
Ficco y cols. (2019)	Argentina, 2009-2015. 46 empresas de distintos sectores.	LLN y AII	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- Los AII tienen RV pero la LLN no tiene impacto en el valor corporativo que asigna el mercado.
Pacheco y cols. (2018)	Brasil, 2017. 75 empresas no financieras.	Divulgación de AI, medida a través de un índice que recoge información financiera y no financiera.	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- La divulgación de AI tiene influencia en el valor de mercado de las empresas.
Ficco y Sader (2019)	Argentina, 2009-2015. 40 empresas no financieras.	LLN y AII	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- La RV de la LLN se incrementó con la adopción de NIIF, pero la RV de los AII disminuyó con la adopción de esas normas.

Fuente: elaboración propia.

En cuanto al estudio de la relación entre el capital estructural y el valor de mercado de las empresas, algunos trabajos, teniendo en cuenta la variedad de componentes que integran esta dimensión, han examinado separadamente el capital de procesos y el capital de innovación. En esta línea, Wang (2008), empleando *proxies* basadas en los gastos administrativos y de comercialización para medir el capital de procesos y los gastos en I+D para medir el de innovación, obtienen resultados que apoyan la relevancia valorativa de ambas dimensiones. Similares resultados obtienen Liu y cols. (2009), aunque usando diferentes medidas para cada una de ellas. Ficco y cols. (2019), utilizando dos *proxies* del capital estructural basadas en los gastos administrativos y de comercialización, encuentran que ambas poseen una relación significativa y positiva con los precios de mercado. Sharma (2018), en cambio, encuentra una asociación significativa, pero negativa, entre el capital de innovación y los valores que asigna el mercado, al igual que Ferraro y Veltri (2011) entre capital de procesos y precios. En este último trabajo, además, y en forma coincidente con Yu y Zhang (2008), se obtienen evidencias de que el capital de innovación no es considerado en la valoración de las empresas. Por su parte, Veltri y Silvestri (2011), Nimtrakoon (2015), Suherman (2017) y Smriti y Das (2018) encuentran una asociación positiva y significativa entre el indicador que mide la eficiencia en el uso del capital estructural (calculado sobre la base del VAIC) y los valores de las empresas en el mercado. En cambio, Swartz y cols. (2006), Sharma (2018) y Bayraktaroglu y cols.

(2019), obtienen evidencias de que ese indicador no es significativo para la formación de precios.

En lo atinente al capital relacional, los estudios no han logrado demostrar de manera contundente su relevancia valorativa. Así, Yu y Zhang (2008) obtienen resultados que muestran que el gasto en publicidad es un generador de valor, pero detectan que el volumen de ventas no influye en la formación de precios. En el estudio de Wang (2008), en cambio, el gasto en publicidad presenta una asociación negativa con los precios, pero la variable que mide la tasa de crecimiento de las ventas se asocia positivamente con los mismos. Ferraro y Veltri (2011), usando a las ventas como *proxy* del capital relacional, y Sharma (2018), tomando como *proxy* al gasto en publicidad, concluyen que esta dimensión del capital intelectual es valorada positivamente por los inversores. Por su parte, Liu y cols. (2009), Nimtrakoon (2015), Suherman (2017), Ficco y cols. (2019) y Bayraktaroglu y cols. (2019), obtienen resultados que muestran que el capital relacional no tiene impacto en el valor corporativo que asigna el mercado.

La literatura empírica que ha empleado información no financiera como subrogado del capital intelectual, incluye una serie de trabajos que ha utilizado indicadores de la divulgación del capital intelectual, para contrastar su relación con el valor de las empresas en el mercado. Esos indicadores se obtienen a partir de la construcción de índices que emplean la información de carácter no financiera que las empresas revelan voluntariamente sobre los distintos componentes de

su capital intelectual, tomando como fuente de información, en la mayor parte de los casos, a los estados financieros anuales y a su información complementaria. La evidencia aportada por estos trabajos tampoco es concluyente. Así, Ferchichi y Paturel (2013) y Al-fraih (2017), obtienen resultados que muestran que la divulgación del capital intelectual está asociada positiva y significativamente con el valor de mercado de las empresas. Sin embargo, otras investigaciones obtienen resultados que apoyan tal asociación, pero con limitaciones, logrando constatarla para empresas de algunos sectores y para ciertos componentes del capital intelectual (Whiting y Miller, 2008), para una

parte de los países de la muestra y solo en empresas manufactureras (Vafaei, Taylor y Ahmed, 2011) o para algunas de las variables empleadas para medir el valor de mercado de la firma (Uyar y Kiliç, 2012). El estudio de Sader (2019), en cambio, no logra constatar la relevancia valorativa de ninguno de los componentes del capital intelectual, encontrando, además, una asociación significativa y negativa entre el capital estructural y el valor de mercado de la empresa.

En la Tabla 2 se sintetizan los principales resultados y características de los trabajos que han estudiado la relevancia valorativa del capital intelectual.

Tabla 2. Literatura empírica sobre la relevancia valorativa (RV) del capital intelectual (CI)

Autor/es	País/es, período y muestra	Elementos del CI estudiados	Medición del CI	Medición del valor de mercado (VM) de la empresa	Metodología usada para el análisis de RV	Principales resultados
Swartz y cols. (2006)	Sudáfrica, 1997-2004. 154 empresas de distintos sectores.	CI por dimensiones	VAIC a través de los tres indicadores que lo componen: eficiencia en el uso del capital empleado (CEE), del CH (HCE) y del CE (SCE).	Precio de acciones	Análisis de regresión múltiple (ARM) - Modelo basado en Ohlson (1995) (MBO (1995)).	- Relación significativa y positiva entre CEE y HCE con los precios del mercado. - No se encuentra relación significativa entre precios y SCE.
Wang (2008)	EE. UU., 1996-2005. 893 empresas del sector electrónico.	CI a nivel global y por dimensiones	Variables <i>proxy</i> referidas a cuatro dimensiones del CI: capital humano (CH), relacional (CR), de innovación (CIn) y de procesos (CP).	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	Resultados mixtos sobre la RV de los distintos componentes del CI: el n° de empleados, la I+D y la tasa de crecimiento de ventas muestran una relación significativa y positiva con el VM, mientras que la productividad de los empleados y los gastos publicitarios muestran una relación negativa con dicho valor.
Yu y Zhang (2008)	China, 2003-2005. 41 empresas de alta tecnología.	CI por dimensiones	Indicadores basados en el Navegador Skandia para tres dimensiones del CI: CH, CR y CIn.	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- El CH, medido a través de un indicador de productividad de los empleados, y el CR, medido a través del gasto en publicidad, tienen una relación significativa y positiva con el VM de las empresas. - Las ventas (CR) y los intangibles reconocidos (CIn) no tienen RV.

Autor/es	País/es, período y muestra	Elementos del CI estudiados	Medición del CI	Medición del valor de mercado (VM) de la empresa	Metodología usada para el análisis de RV	Principales resultados
Whiting y Miller (2008)	Nueva Zelanda, 2003. 70 empresas de distintos sectores.	CI por dimensiones	Índices de revelación de información voluntaria sobre CI para tres dimensiones: CH, CE y CR.	Diferencia entre precio de acciones y valor de empresa en libros (valor oculto) y Ratio obtenido como el cociente entre esa diferencia y el precio de las acciones.	Correlación y ARM	- Solo las empresas que revalúan sus activos tangibles muestran una relación positiva y significativa entre su "valor oculto" y la divulgación voluntaria de CI en sus componentes estructurales internos (CE) y externos (CR).
Liu y cols. (2009)	Taiwán, 2001-2005. 505 obs. para empresas de tecnología de la información.	CI por dimensiones	Variables <i>proxy</i> referidas a cuatro dimensiones del CI: CH, CR, CIn y CP.	Precio de acciones (valor de empresa) y Precio de la acción / valor en libros por acción (valor creado)	ARM - MBO (1995)	- El CP, el CIn y el CH tienen impacto tanto sobre el VM de la empresa como en términos del valor creado. - El CR no tiene impacto sobre valor corporativo.
Garcia y cols. (2010)	Brasil, 2003-2007. 180 empresas de distintos sectores.	CI por dimensiones	Variables <i>proxy</i> referidas a tres dimensiones del CI: CH, CR y CP.	Valor agregado (diferencia entre el precio de las acciones y valor de la empresa en libros)	ARM - MBO (1995)	- Resultados contradictorios sobre el impacto del CH en la creación de valor. - El impacto del CR y del CP fue corroborado solo para un año. - La evaluación simultánea de todas las variables de CI evidencia una influencia significativa de algunos intangibles en la creación de valor.
Ferraro y Veltri (2011)	Italia, 2006-2008. 189 empresas no financieras.	CI por dimensiones	Variables <i>proxy</i> referidas a cuatro dimensiones del CI: CH, CR, CIn y CP.	Precio de acciones	ARM - MBO (1995)	- Solo el CR posee RV. - El CH tiene un efecto moderador en la relación entre los demás componentes del CI y el VM, solo en su interacción con el CP.
Veltri y Silvestri (2011)	Italia, 2006-2008. 48 empresas del sector financiero.	CI por dimensiones	VAIC a través de sus tres indicadores: CEE, HCE y SCE.	Precio de acciones	ARM - MBO (1995)	- Los distintos componentes del CI tienen RV. - El CH tiene un efecto indirecto en la formación de precios, ya que solo es relevante cuando interactúa con otros componentes del CI.
Vafaei y cols. (2011)	Gran Bretaña, Australia, Hong Kong y Singapur, 2005-2006. 220 empresas no financieras.	CI a nivel global	Índice de revelación de información voluntaria sobre CI a nivel global.	Precio de acciones	ARM - MBO (1995)	- La divulgación del CI está positivamente asociada con el VM de las empresas en dos de los cuatro países (Gran Bretaña y Australia) y en industrias no tradicionales.

Autor/es	País/es, período y muestra	Elementos del CI estudiados	Medición del CI	Medición del valor de mercado (VM) de la empresa	Metodología usada para el análisis de RV	Principales resultados
Uyar y Kiliç (2012)	Turquía, 2010. 129 empresas manufactureras.	CI a nivel global	Índice de revelación de información voluntaria sobre CI a nivel global.	Capitalización bursátil y ratio VM/valor en libros (M/B)	ARM	- Se constata la RV de la divulgación voluntaria de CI cuando el VM de la empresa se mide a través de la capitalización bursátil, pero no cuando se mide por el ratio M/B.
Ferchichi y Paturel (2013)	Túnez, 2006-2009. 50 empresas de distintos sectores.	CI a nivel global	Índice de revelación de información voluntaria sobre CI a nivel global.	Q de Tobin	ARM	- Relación significativa y positiva entre la divulgación del CI y el VM de las empresas
Nimtrakoon (2015)	Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia, 2011. 213 empresas de alta tecnología.	CI a nivel global y por dimensiones	MVAIC medido globalmente y a través de cuatro indicadores: CEE, HCE, SCE y RCE (eficiencia en el uso del CR).	Capitalización bursátil	ARM	- Relación significativa y positiva entre el CI, medido globalmente, y el VM de las empresas - Relación significativa y positiva CEE, HCE y SCE con VM. - RCE no es una variable significativa para la formación de precios.
Alfraih (2017)	Kuwait, 2013. 182 empresas de distintos sectores.	CI a nivel global	Índice de revelación de información voluntaria sobre CI a nivel global.	Precio de acciones	ARM - MBO (1995)	- La divulgación del CI está asociada positiva y significativamente con el VM de las empresas.
Suherman (2017)	Indonesia, 2013-2016. 10 empresas minoristas.	CI a nivel global y por dimensiones	MVAIC a través de cuatro indicadores: CEE, HCE, SCE y RCE.	Ratio M/B	ARM	- El indicador ICE (HCE + SCE + RCE) no influye en los VM. - Asociación significativa y positiva entre CEE, HCE y SCE con VM.
Sharma (2018)	India, 2007-2016. Empresas de distintos sectores.	CI a nivel global y por dimensiones	VAIC medido globalmente y a través de sus tres indicadores: CEE, HCE y SCE, junto con variables <i>proxy</i> referidas al CIn y CR.	Ratio M/B	Correlación y ARM	- El CI, medido globalmente, tiene RV. - El CEE y la <i>proxy</i> del CR tienen RV. - Asociación significativa y negativa entre HCE y la <i>proxy</i> del CIn con el VM. - SCE no posee RV.
Smriti y Das (2018)	India, 2001-2016. 710 empresas de producción y servicios.	CI a nivel global y por dimensiones	VAIC medido globalmente y a través de sus tres indicadores: CEE, HCE y SCE.	Q de Tobin	ARM	- CEE y SCE tienen un impacto positivo en el VM, mientras que HCE impacta negativamente.
Ficco y cols. (2019)	Argentina, 2009-2015. 46 empresas de distintos sectores.	CI por dimensiones	Variables <i>proxy</i> referidas a tres dimensiones del CI: CH, CE y CR.	Precio de acciones	ARM - MBO (1995)	- El CH y el CE tienen RV. - El CR no tiene impacto en el VM de la empresa.

Autor/es	País/es, período y muestra	Elementos del CI estudiados	Medición del CI	Medición del valor de mercado (VM) de la empresa	Metodología usada para el análisis de RV	Principales resultados
Bayraktaroglu y cols. (2019)	Turquía, 2003-2013. 400 obs. para empresas manufactureras.	CI por dimensiones	MVAIC a través de cinco indicadores: CEE, HCE, SCE, CCE (eficiencia en el uso del CR y RDE (eficiencia en el uso del CIn).	Ratio M/B	ARM	- Solo HCE tiene impacto en el desempeño de las empresas, cuando este es medido a través del ratio M/B.
Sader (2019)	Argentina, 2009-2015. 47 empresas de distintos sectores.	CI por dimensiones	Índices de revelación de información voluntaria sobre CI para tres dimensiones: CH, CE y CR.	Precio de acciones	ARM – MBO (1995)	- La información voluntaria referida a CH y CR no tiene RV. - La información voluntaria referida a CE presenta una asociación significativa y negativa con el VM.

Fuente: elaboración propia.

CONCLUSIONES

Esta investigación ha tenido como propósito revisar la literatura empírica que ha abordado la relevancia valorativa de los intangibles, con el fin de presentar los avances de la investigación en lo que respecta a la comprensión de los efectos valorativos de las distintas formas de intangibles que pueden tener las empresas. En pos del logro de tal objetivo se ha adoptado un enfoque amplio e integrador, que implicó la revisión de trabajos que han evaluado la relevancia valorativa de esa diversidad de formas intangibles, tanto de las reconocidas como de las no reconocidas por la contabilidad, considerando además estudios desarrollados en contextos diversos y en un período temporal amplio, 2000-2019, que es aquel en el que han proliferado los trabajos con dichas características.

La revisión realizada deja en claro la diversidad de resultados obtenidos, con relación al vínculo entre intangibles y valor de mercado de las empresas, a la vez que confirma que se ha estudiado, separadamente, la relevancia valorativa de los activos intangibles y del capital intelectual.

Permite advertir, además, que los resultados son más consistentes en lo que respecta a la relevancia valorativa de los activos intangibles, principalmente, con relación a los identificables. Sin embargo, los estudios referidos al efecto de la adopción de las NIIF en la relevancia valorativa de estos activos, no logran

arribar a conclusiones contundentes. En cuanto a la relevancia valorativa del capital intelectual, la evidencia previa aporta resultados mixtos, siendo más sólida en lo que respecta al capital humano y al estructural.

Esta situación refleja la necesidad de continuar estudiando una relación cuyo abordaje se encuentra aún inconclusa, en pos de incrementar la evidencia empírica existente en torno al papel que tienen los distintos tipos de recursos intangibles en la valoración de las empresas en los mercados de valores, la cual es necesaria para dar sustento a la construcción de una teoría, aún no desarrollada, que permita explicar la influencia de los intangibles en la creación de valor. Además, esta evidencia también es muy importante por su potencial para contribuir a la regulación contable, en la medida que permite fortalecer la base de conocimiento que podría orientar la elaboración de nuevas normas de contabilidad financiera, o la modificación de las existentes, con el objeto de aumentar la utilidad de la información para la toma de decisiones de sus usuarios fundamentales: los inversores.

Asimismo, la revisión realizada da cuenta de que la mayor parte de los estudios se ha realizado sobre mercados de capitales con un importante grado de desarrollo, por lo que se advierte también la necesidad de acrecentar la evidencia empírica para mercados menos evolucionados y, principalmente, sobre aquellos del contexto latinoamericano, donde la evidencia existente es muy limitada.

De este modo, la relevancia valorativa de los intangibles tiene aún múltiples aristas para ser abordadas en futuros trabajos, lo que abre un importante campo para el desarrollo de nuevas investigaciones en esta línea.

REFERENCIAS

- Alfrah, M. (2017). The value relevance of intellectual capital disclosure: empirical evidence from Kuwait. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 25(1), 22-38.
- Amir, A., Harris, T. y Venuti, E. (1993). A comparison of the value-relevance of US versus non-US GAAP accounting measures using 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31, 230-264.
- Andriessen, D. (2004). Making sense of intellectual capital: Designing a method for the valuation of intangibles. Burlington, USA: Elsevier Butterworth-Heinemann.
- Barth, M. (2000). Valuation based accounting research: Implications for financial reporting and opportunities for future research. *Accounting & Finance*, 40(1), 7-32.
- Barth, M., Beaver, W. y Landsman, W. (2000). The relevance of the value relevance research. Working Paper, Stanford University, USA.
- Barth, M., Beaver, W. y Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77-104.
- Bayraktaroglu, A., Calisir, F. y Baskak, M. (2019). Intellectual capital and firm performance: an extended VAIC model. *Journal of Intellectual Capital*, 20(3), 406-425.
- Beaver, W. (1981). *Financial reporting: An accounting revolution*. New Jersey: Prentice Hall.
- Beaver, W. (2002). Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review*, 77(2), 453-474.
- Beisland, L. (2009). A review of the value relevance literature. *The Open Business Journal*, 2(1), 7-27.
- Bollen, L., Vergauwen, P. y Schnieders, S. (2005). Linking intellectual capital and intellectual property to company performance. *Management Decision*, 43(9), 1161-1185.
- Bontis, N. (1998). Intellectual capital: An exploratory study that develops measures and models. *Management Decision*, 36(2), 63-76.
- Bontis, N., Chong, W. y Richardson, S. (2000). Intellectual capital and business performance in Malaysian industries. *Journal of Intellectual Capital*, 1(1), 85-100.
- Bueno, E. - CIC (2003). *Modelo Intellectus: Medición y Gestión del Capital Intelectual*. Documento Intellectus N° 5. CIC-IADE: Madrid.
- Cañibano, L. y Gisbert, A. (2007). Los activos intangibles en el nuevo Plan General Contable. *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 2-3, 191-212.
- Cañibano, L., Sánchez, M. García, M. y Chaminade, C. (2002). *Directrices para la gestión y difusión de información sobre intangibles (Informe de Capital Intelectual)*. Proyecto Meritum. Madrid: Fundación Airtel Móvil.
- Carlucci, D. y Schiuma, G. (2007). Exploring intellectual capital concept in strategic management research. En L. Joia (Ed.), *Strategies for Information Technology and Intellectual Capital: Challenges and Opportunities* (pp. 10-28). London: Idea Group.
- Chalmers, K., Clinch, G. y Godfrey, J. (2008). Adoption of international financial reporting standards: Impact on the value relevance of intangible assets. *Australian Accounting Review*, 18(3), 237-247.
- Choi, W., Kwon, S. y Lobo, G. (2000). Market valuation of intangible assets. *Journal of Business Research*, 49(1), 35-45.
- Dahmash, F., Durand, R. y Watson, J. (2009). The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. *The British Accounting Review*, 41(2), 120-137.
- Da Silva, A., Rodrigues, T. y Klann, R. (2017). A influência dos ativos intangíveis na relevância da informação contábil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 26-45.
- Dumay, J. (2016). A critical reflection on the future of intellectual capital: From reporting to disclosure. *Journal of Intellectual Capital*, 17(1), 168-184.

- Edvinsson, L. y Malone, M. (1997). *Intellectual Capital. Realizing your company's true value by finding its hidden brainpower*. New York: Harper Collins Publishers.
- Feltham, G. y Ohlson, J. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689-731.
- Ferchichi, J. y Paturel, R. (2013). The effect of intellectual capital disclosure on the value creation: An empirical study using Tunisian annual reports. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 3(1), 81-107.
- Ferraro, O. y Veltri, S. (2011). The value relevance of intellectual capital on the firm's market value: An empirical survey on the Italian listed firms. *International Journal of Knowledge-Based Development*, 2(1), 66-84.
- Ficco, C. (2019). Los activos intangibles en la normativa contable argentina y en las normas internacionales de información financiera. *Contabilidad y Auditoría*, 50, 61-108.
- Ficco, C. y Sader, G. (2019). Relevancia valorativa de los intangibles: Análisis pre-NIIF y NIIF en el mercado de capitales argentino. Trabajo presentado en la XXX Conferencia Académica Permanente de Investigación Contable, Santa Marta, Colombia.
- Ficco, C., Werbin, E., Díaz, M. y Prieto, B. (2019). Relevancia de los intangibles para la valoración externa de las empresas: Evidencias desde el contexto argentino. Trabajo presentado en el XX Congreso Internacional AECA, Málaga, España.
- Forte, W., Tucker, J., Matonti, G. y Nicolò, G. (2017). Measuring the intellectual capital of Italian listed companies. *Journal of Intellectual Capital*, 18(4), 710-732.
- Fowler, E. (2005). *Contabilidad Superior*. Buenos Aires: La Ley.
- García, C., Kimura, H., De Barros, L. y Cruz, L. (2010). The impact of intellectual capital on value added for Brazilian companies traded at the BMF-BOVESPA. Recuperado el 16 de octubre de 2018, desde: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1571576>
- Giner, B. (2001). La utilidad de la información contable desde la perspectiva del mercado: ¿Evolución o revolución en la investigación? *Revista de Contabilidad*, 4(7), 21-52.
- Giner, B. y Mora, A. (2019). A vueltas con los objetivos de la contabilidad: ¿un nuevo paradigma contable? *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de empresas*, 127, 39-42.
- Giner, B. y Pardo, F. (2007). La relevancia del fondo de comercio y su amortización en el mercado de capitales: Una perspectiva europea. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 134(36), 389-415.
- Godfrey, J. y Koh, P. (2001). The relevance to firm valuation of capitalising intangible assets in total and by category. *Australian Accounting Review*, 11(24), 39-48.
- Goebel, V. (2015). Estimating a measure of intellectual capital value to test its determinants. *Journal of Intellectual Capital*, 16(1), 101-120.
- Infante, R y Ferrer, R. (2017). The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: An empirical examination of listed companies in the Philippines from 2012 to 2016. *Proceedings of the Institute for Global Business Research Conference, Las Vegas, USA*.
- International Accounting Standards Board (2018a). *Marco Conceptual para la Información Financiera*. London: IASB.
- International Accounting Standards Board (2018b). *Norma Internacional de Contabilidad N° 38: Activos intangibles*. London: IASB.
- Iñiguez, R. y López, G. (2005). Valoración de los activos intangibles en el mercado de capitales español. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34(125), 459-499.
- Ji, X. y Lu, W. (2014). The value relevance and reliability of intangible assets. Evidence from Australia before and after adopting IFRS. *Asian Review of Accounting*, 22(3), 182-216.
- Kimouche, B. y Rouabhi, A. (2016a). The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: Evidence from French companies. *Intangible Capital*, 12(2), 506-529.
- Kimouche, B. y Rouabhi, A. (2016b). Intangibles and value relevance of accounting information: Evidence from UK companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 12(2), 437-458.

- Ledoux, M. y Cormier D. (2013). Market assessment of intangibles and voluntary disclosure about innovation: the incidence of IFRS. *Review of Accounting and Finance*, 12(3), 286-304.
- Lev, B. (2001). *Intangibles: management, measurement and reporting*. Washington: The Brookings Institution Press.
- Liu, D., Tseng, K. y Yen, S. (2009). The incremental impact of intellectual capital on value creation. *Journal of Intellectual Capital*, 10(2), 260-276.
- López, M., Santanatoglia, J., Pedroni, F., Albanese, D. y Milanese, G. (2013). Activos intangibles. Revisión del marco normativo contable nacional e internacional. *Escritos Contables y de Administración*, 4(2), 55-89.
- Nimtrakoon, S. (2015). The relationship between intellectual capital, firms' market value and financial performance: Empirical evidence from the ASEAN. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 587-618.
- Ochoa, M., Prieto, B. y Santidrián, A. (2010). Estado actual de los modelos de capital intelectual y su impacto en la creación de valor en empresas de Castilla y León. *Revista de Investigación Económica y Social de Castilla y León*, 13, 15-205.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Oliveira, L., Rodrigues, L. y Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*, 42(4), 241-252.
- Ordóñez de Pablos, P. (2003). Intellectual capital reporting in Spain: A comparative view. *Journal of Intellectual Capital*, 4(1), 61-81.
- Pacheco, J., Rover, S. y Rodrigues, E. (2018). Value relevance do nível de evidencição do ativo intangível nas companhias de capital aberto brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(37), 178-199.
- Priotto, H., Quadro, M., Veteri, L. y Werbin, E. (2011). Los activos intangibles: Una prueba empírica en empresas argentinas. Trabajo presentado en el XVI Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática, México.
- Pulic, A. (2000). VAIC™—an accounting tool for IC management. *International Journal of Technology Management*, 20(5-8), 702-714.
- Ramanauskaitė, A. y Rudžionienė, K. (2013). Intellectual capital valuation: Methods and their classification. *Ekonomika*, 92(2), 79-92.
- Ritter, A. y Wells, P. (2006). Identifiable intangible asset disclosures, stock prices and future earnings. *Accounting y Finance*, 46(5), 843-863.
- Roos, G., Roos, J., Dragonetti, N. y Edvinsson, L. (2001). *Capital Intelectual. El valor intangible de una empresa*. Buenos Aires: Paidós.
- Rubio, G. y Rodríguez, M. (2016). Valoración de marcas a través de modelos financieros. Una aplicación a Meliá Hotels International. *Cuadernos de estudios empresariales*, 26, 125-153.
- Sader, G. (2019). La revelación de información voluntaria sobre capital intelectual y su relevancia valorativa en el mercado de capitales argentino. Tesis doctoral, Universidad Nacional de Córdoba, Argentina.
- Saha, A. y Bose, S. (2017). The value relevance of financial and non-financial information: Evidence from recent academic literature. En M. North y J. Akkeren (Eds.), *Value relevance of accounting information in capital markets* (pp. 220-245). Hershey, USA: IGI Global.
- Scott, W. (2009). *Financial Accounting Theory*. Toronto: Pearson Prentice Hall.
- Sharma, P. (2018). Enterprise value and intellectual capital: Study of BSE 500 firms. *Accounting and Finance Research*, 7(2), 123-133.
- Smriti, N. y Das, N. (2018). The impact of intellectual capital on firm performance: a study of Indian firms listed in COSPI. *Journal of Intellectual Capital*, 19(5), 935-964.
- Stewart, T. (1998). *La nueva riqueza de las organizaciones: El capital intelectual*. Buenos Aires: Ediciones Granica.
- Suherman, R. (2017). The impact of intellectual capital toward firm's profitability and market value of retail companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2013-2016. *iBuss Management*, 5(1), 98-112.

- Sveiby, K. (2018). Measuring intangibles: suggested indicators with cases. Recuperado el 8 de marzo de 2019, desde: <https://www.sveiby.com/article/Measuring-Intangibles-Suggested-Indicators-with-Cases>
- Swartz, G., Swartz, N. y Firer, S. (2006). An empirical examination of the value relevance of intellectual capital using the Ohlson (1995) valuation model. *Meditari Accountancy Research*, 14(2), 67-81.
- Uyar, A. y Kilic, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), 363-376.
- Vafaei, A., Taylor, D. y Ahmed, K. (2011). The value relevance of intellectual capital disclosures. *Journal of Intellectual Capital*, 12(3), 407-429.
- Veltri, S. y Silvestri, A. (2011). Direct and indirect effects of human capital on firm value: Evidence from Italian companies. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 15(3), 232-254.
- Wang, J. (2008). Investigating market value and intellectual capital for SyP 500. *Journal of Intellectual Capital*, 9(4), 546-563.
- Whiting, R. y Miller, J. (2008). Voluntary disclosure of intellectual capital in New Zealand annual reports and the "hidden value". *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 12(1), 26-50.
- Yu, F. y Zhang, L. (2008). Does intellectual capital really create value? Trabajo presentado en la 4th International Conference on Wireless Communications, Networking and Mobile Computing, Dalian, China.

