

MOTIVOS “EXTERNOS” E “INTERNOS” PARA LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LOS INTANGIBLES: ANTECEDENTES Y CONSECUENTES

García Merino, J. D.
Arregui Ayastuy, G.
Rodríguez Castellanos, A.
Vallejo Alonso, B.
Universidad del País Vasco

RESUMEN: Este trabajo pretende analizar la relación entre la percepción de las empresas del País Vasco sobre la importancia de la valoración de los intangibles y los resultados que obtienen. Para el logro de este objetivo se ha realizado una encuesta a 440 directores financieros. Del análisis de sus respuestas y de los resultados económico-financieros de sus empresas, se concluye que las empresas que consideran importante la valoración financiera de sus intangibles, especialmente por motivos internos, obtienen mejores resultados aunque las mejoras no son estadísticamente significativas. Asimismo, las empresas más interesadas en la valoración de sus intangibles por motivos externos presentan una mayor necesidad de presentar garantías frente a terceros sobre su capacidad de generar rendimientos.

PALABRAS CLAVE: Intangibles; Valoración Financiera de Intangibles, Opinión Directivos, Resultados Empresariales.

CLASIFICACIÓN JEL: M10, O16, G30.

“EXTERNAL” AND “INTERNAL” REASONS FOR THE FINANCIAL VALUATION OF INTANGIBLES: PRECEDENTS AND CONSEQUENTS

ABSTRACT: This paper aims to analyse the Basque Country companies' view about the financial valuation of intangibles relevance and its influence on business performance. To achieve this objective, a field study has been done with 440 telephone calls to Basque Country companies' financial managers. Then, their responses and their firm's performance are analysed. The results show that the companies that are interested in the financial valuation of the intangibles, specially for internal motivation, perform better, however, this improvement is not statistically significant. Otherwise, the companies that are more interested in the valuation of their intangibles for external reasons need to provide information to stakeholders about their ability to generate income.

KEY WORDS: Intangibles; Financial Valuation of Intangibles, Managers' Opinion, Business Performance.

JEL CLASSIFICATION: M10, O16, G30.

1. INTRODUCCIÓN¹

La riqueza y el crecimiento en la economía de hoy en día vienen determinados principalmente por los recursos intangibles (Lev y Zambon, 2003). La importancia de los intangibles como recursos estratégicos no es algo novedoso. Marshall (1890) ya reconoce la importancia del conocimiento, elemento constitutivo común de la mayoría de los intangibles, como un importante recurso y un poderoso factor de producción. Sin embargo, es a mediados de los años noventa cuando se acrecienta el interés por su gestión y por el desarrollo de modelos de medición y valoración (Edvinsson, 1997; Edvinsson y Malone, 1997).

Dos son las características de la economía actual, a juicio de Lev (2001), que han propiciado este cambio: la intensificación de la competencia empresarial y el advenimiento de las tecnologías de la información. Se han agotado las economías de escala en las que se sustentaban las actividades productivas tradicionales, intensivas en activos materiales. Las inversiones en activos materiales y financieros no permiten la obtención de ventajas

competitivas sostenibles, siendo el conocimiento incorporado en las personas el inductor de ventajas competitivas (Prahalad, 1983). Son numerosos los trabajos que encuentran evidencias de la relación positiva existente entre inversión en intangibles y creación de valor de la empresa (Tan *et al.*, 2007; Firer y Williams, 2003; Engström *et al.*, 2003; Riahi-Belkaoui, 2003; Sáenz, 2005; Iñiguez y López, 2005; Prieto y Revilla, 2006).

El interés por los intangibles no se limita al terreno académico. En el ámbito empresarial también se detecta una creciente preocupación por los mismos. Trabajos como los de Hall (1992), Gray *et al.* (2004), Gallego y Rodríguez (2005), Ochoa *et al.* (2007), Lonnqvist *et al.* (2008) o García Merino *et al.* (2008) así lo constatan. Estos trabajos recogen el convencimiento de los directivos empresariales sobre el papel determinante que los intangibles tienen en el desarrollo de ventajas competitivas. Rodríguez y Ordóñez (2003) señalan que la mayor parte de las empresas está centrando sus esfuerzos en los intangibles, y en mejorar su gestión.

La relevancia de los recursos intangibles para la generación de ventajas competitivas y la creación de valor en las empresas (Hall, 1992, 1993; Teece, 1998), y las evidentes limitaciones de la información proporcionada por los mercados y los sistemas contables, han impulsado una corriente de investigación, surgida en la década de los noventa del s. XX, en torno a la identificación y evaluación de los recursos intangibles de las empresas. La mejora en el conocimiento sobre los intangibles y su valoración, entre otros beneficios, permite una asignación eficiente de los recursos (Cañibano *et al.*, 1999), reducir el riesgo de comportamientos oportunistas por parte de los gestores (Abbody y Lev, 2000) y reducir los costes de capital (Botosan, 1997; Lev 2001)

Es amplia la publicación de trabajos sobre medición y valoración de los intangibles. También son numerosos los estudios realizados sobre la relación entre la inversión en intangibles y los resultados empresariales (Bontis *et al.*, 2000; Bontis y Fitz-enz, 2002; Riahi-Belkaoui, 2003; Chen *et al.*, 2004; Sáenz, 2005; Chen, 2005; Chen *et al.*, 2005; Bollen *et al.*, 2005; Tan *et al.* 2007). Sin embargo, son escasos los que analizan si existe una relación entre los motivos impulsores que pueden llevar a desarrollar un proceso de valoración financiera de los intangibles y los resultados empresariales obtenidos. Así, Brennan y Connell (2000) concluyen que las empresas preocupadas por mejorar la gestión de sus intangibles presentan un comportamiento exitoso de un modo duradero. Por su parte, Salojärvi (2004), en un estudio realizado a PYME finlandesas, encuentra que las empresas capaces de desarrollar prácticas activas de gestión de sus intangibles obtienen mejores resultados en innovación y desarrollo de nuevos productos. Chaminade (2001) destaca que las empresas no están interesadas en valorar todos los intangibles, sino sólo aquellos que puedan gestionar. Es decir, se plantean únicamente el uso interno de la información sobre los intangibles. Lonnqvist (2008) encuentra, igualmente, que las empresas prestan una mayor atención, a la hora de medir sus intangibles, a los motivos internos que a los motivos externos.

Debido a esta carencia de estudios empíricos, hemos analizado la relación entre los motivos impulsores de un proceso de valoración y los resultados obtenidos. Para ello, se parte de una encuesta realizada a responsables empresariales, en la que se les ha preguntado sobre la importancia de la valoración de sus intangibles y los motivos por los que estiman que resulta útil esa valoración. Con esta información y con los datos sobre los resultados económico-financieros alcanzados por las empresas, se ha tratado de verificar la existencia de la relación anteriormente indicada. El estudio muestra que las empresas que consideran importante la valoración financiera de sus intangibles por motivos internos obtienen mejores resultados, sin que estas diferencias

sean estadísticamente significativas. Por otro lado, las empresas que consideran importante la valoración financiera de sus intangibles para facilitar información a agentes externos, es porque se ven presionadas a ello, ya que disponen de niveles de endeudamiento superiores, y el peso de los recursos intangibles sobre los recursos totales es mayor.

El trabajo se estructura del siguiente modo. En primer lugar, se justifica el papel determinante de los intangibles en la competitividad empresarial, a partir de la teoría de los recursos y capacidades. Posteriormente, se analizan las ventajas y las dificultades que genera la valoración financiera de los intangibles, así como las distintas metodologías desarrolladas hasta la actualidad. En el tercer apartado, se plantean las hipótesis de este trabajo, es decir, si los distintos motivos que impulsan a las empresas a realizar una valoración financiera de sus intangibles tienen reflejo en los resultados económicos y están condicionados por la estructura económico-financiera. En el siguiente epígrafe, se describe la metodología seguida para contrastar las hipótesis. Esta metodología se basa en la realización de una encuesta a una muestra representativa de directivos de empresas de la Comunidad Autónoma del País Vasco y en el análisis de sus respuestas en relación con la estructura económico-financiera y los rendimientos que obtienen sus empresas. A continuación se explican los resultados y, finalmente, se presentan las principales conclusiones que se obtienen de este estudio.

2. LOS INTANGIBLES COMO RECURSOS ESTRATÉGICOS, SU VALORACIÓN FINANCIERA Y LOS MOTIVOS PARA ELLA

2.1. Los recursos intangibles como fuente de ventaja competitiva

En dirección estratégica coexisten dos perspectivas complementarias para entender la creación de valor: el enfoque basado en las actividades, o en el sector, y el basado en los recursos. Durante las dos últimas décadas se ha producido un cambio fundamental en el campo de la dirección estratégica a la hora de explicar las diferencias en los resultados interempresariales, pasando del predominio del primer enfoque (Porter, 1980, 1996) al desarrollo y consolidación del segundo (Hoopes *et al.*, 2003).

Bettis y Hitt (1995) afirman que, en entornos altamente cambiantes, los límites tradicionales de los sectores se difuminan, los mercados se entremezclan y solapan, por lo que la determinación de lo que constituye un sector es más difícil y menos evidente. Por ello, la definición de la estrategia debe realizarse en términos de lo que la empresa es capaz de hacer, en lugar de tomar como referencia a los clientes y sus necesidades (Quinn, 1992). La estrategia tiene que ver con el ajuste de los recursos y capacidades de una empresa a las oportunidades que surgen en su entorno (Grant, 2002).

Pero no todos los recursos son igual de importantes para el éxito empresarial. Barney (1991) justifica que esos recursos deben ser valiosos, poco frecuentes, difíciles de imitar y sin sustitutos. Con raras excepciones, los recursos que cumplen estos criterios –*Value, Rareness, Inimitable, Non-substitutable* (VRIN)– resultan ser de naturaleza intangible (Itami y Roehl, 1987; Hall, 1992; Barney, 1991; Grant, 1991, 1996; Galbreath, 2004; Díaz *et al.*, 2006; Kristandl y Bontis, 2007). Una ventaja competitiva sólo es sostenible si está basada en activos heterogéneos e imperfectamente móviles (Amit y Schoemaker, 1993; Grant, 1991; Barney, 1991; Rumelt, 1984; Lippman y Rumelt, 1982). Barney (1991) añade otro requisito y es la duración de la misma, la cual no hace referencia a un periodo de existencia, sino a la

imposibilidad de duplicación competitiva. En consecuencia, la fuente de valor y riqueza económica ya no reside en la producción de bienes materiales, sino en la creación y gestión de recursos intangibles. La gestión de los intangibles de una empresa es el factor clave para desarrollar y consolidar una ventaja competitiva (Boisot, 1998; Cañibano *et al.*, 1999; Teece, 2000). Sus características específicas les hacen tener un fuerte potencial diferenciador respecto de los competidores (Salas, 1996; Bueno, 1998; Villalonga, 2004) y resultan muy difíciles de imitar por parte de los competidores (Kaplan y Norton, 2004; Rodríguez y Ordóñez, 2003; Vicente, 2000).

Sin embargo, los recursos intangibles no son productivos por sí mismos, su valor se obtiene en conjunción con otros recursos, y dentro de un grupo de trabajo y con un objetivo concreto. Si bien los recursos pueden ser considerados como *inputs* del proceso productivo y configuran la unidad básica de análisis (Grant, 1991), es la combinación de recursos, asociados a un contexto competitivo específico, lo que determina las capacidades de una empresa.

Bajo este planteamiento, cabe distinguir entre la posesión de un recurso y la capacidad de utilizarlo de forma eficaz y eficiente (Ventura, 1996). En un tercer nivel estarían las competencias que coordinan e integran las capacidades, presentando un carácter interfuncional (Grant, 1991). Por tanto, aunque todos los recursos son susceptibles de crear valor, la literatura reciente ha prestado más atención a las competencias. Las competencias son los medios mediante los cuales las empresas despliegan sus recursos de un modo característico. Dentro de las competencias, Prahalad y Hamel (1990), definen las “competencias básicas” (*core competencies*) como aquellas que son fundamentales para la empresa en sus resultados y estrategia. Este tipo de competencias, según estos autores, son las que generan un significativo valor o beneficio para el cliente o determinan la eficiencia con la que es generado ese valor, y supone la base para entrar en nuevos mercados. Las ventajas competitivas sostenibles de una empresa se fundamentarán esencialmente sobre los activos intangibles que posea, y concretamente sobre sus capacidades y competencias (Fernández *et al.*, 1997; Camisón, 1997a, 1997b, 1999; Sonnenberg, 1994 y Grant, 1991). La capacidad de que un recurso pueda crear una ventaja competitiva sostenible va ligada a su combinación con capacidades y competencias que le inyecten complejidad social, y subsiguientemente oscurezcan la relación causal (Camisón, 2002).

La Teoría de Recursos y Capacidades ha evolucionado en los últimos años, orientándose principalmente en tres direcciones: el Enfoque basado en el Conocimiento, el Enfoque Relacional, y el Enfoque basado en el Capital Intelectual. Este último sostiene la primacía de los recursos intangibles y las capacidades en el logro de resultados empresariales superiores sostenibles en el tiempo (Reed *et al.*, 2006). Este es un enfoque teórico-pragmático que representa una focalización o especialización de la Teoría de Recursos y Capacidades en aquellos recursos o factores de naturaleza intangible que pueden llegar a ser los responsables del éxito empresarial (Martín de Castro *et al.*, 2009). Surgido desde la práctica profesional (Brooking, 1996; Edvinsson y Malone, 1997 y Bueno, 2003), distingue diferentes bloques de intangibles, en torno a los cuales existe cierto consenso: *i*) capital humano, o conocimientos, habilidades, experiencias y actitudes que poseen los miembros de una organización (Bueno, 2003; Subramaniam y Yound, 2005); *ii*) capital estructural, que incluye el conocimiento responsable de dotar de coherencia e hilo conductor a toda la organización (Edvinsson y Malone, 1997) y *iii*) capital relacional, que surge de los procesos de relación que mantiene la organización con los agentes externos que la rodean (Bueno, 2003 y Reed *et al.*, 2006).

Concretamente Reed *et al.* (2006) señalan que los distintos tipos de intangibles son recursos complementarios, de modo que la dotación en cada uno de ellos eleva la dotación en los otros, resultando en un nuevo recurso indivisible que afecta directamente al desempeño de la organización. Precisamente, esta característica incrementa la dificultad de valorar los intangibles, ya que no resulta sencillo determinar los rendimientos que es capaz de generar un determinado intangible. Se puede considerar que la complejidad es un rasgo esencial a la hora de evaluar el potencial estratégico de las capacidades, ya que afecta significativamente a las posibilidades de ser imitadas y/o sustituidas por la competencia (Lippman y Rumelt, 1982; Reedy DeFillipi, 1990; Black y Boal, 1994; Miller y Shamsie, 1996; Vicente, 2001; Wilcox-King y Zeithaml, 2001; González y Nieto, 2005; Díaz *et al.*, 2006; Nieto y Pérez, 2006).

2.2. Valoración financiera de los intangibles

La importancia de los intangibles, en general, y de las competencias básicas, en particular, como determinantes de la posición competitiva, se enfrenta con la dificultad, ya indicada, para identificarlos y cuantificarlos (Grant, 1991). Desde la década de los noventa del siglo pasado ha aumentado enormemente el interés tanto por la medición como por la valoración financiera de los recursos intangibles.

Con respecto a la medición, en 1995 se produce un avance importante, con la publicación por Skandia del primer informe sobre intangibles debidos al conocimiento (Skandia, 1995). Otros estudios pioneros al respecto fueron los de Brooking (1996), Kaplan y Norton (1996), Edvinsson y Malone (1997), Sveiby (1997a, 1997b), y, más recientemente, Bueno (2003). La medición se ocupa básicamente de dos tareas: por una parte, trata de identificar y ordenar de forma estructurada los intangibles, esto es, descubrir qué tipos de intangibles existen en la empresa, cuáles son los generadores de competencias básicas, qué relaciones existen entre ellos, etc.; y por otra, busca indicadores que permitan medirlos, esto es, realizar el seguimiento de su desarrollo, así como, en su caso, comparar la situación de la empresa con otras entidades de referencia. Estos indicadores pueden ser financieros o no financieros y, según el nivel de especificidad, podrán ser: específicos de la empresa, específicos de una industria y generales. Dichos indicadores deben cumplir una serie de propiedades, señaladas por Cañibano *et al.* (2002): útiles, relevantes, comparables, fiables y factibles. De esta forma, suelen plantearse como ratios², por lo que la medición de los intangibles se ha considerado, básicamente, como de naturaleza no monetaria.

Otros esfuerzos han ido encaminados a lograr medir en términos monetarios la contribución de cada uno de los elementos que configuran los recursos intangibles, lo que se ha denominado “valoración financiera”. Los principales métodos desarrollados en esta línea se pueden agrupar, en función de la metodología utilizada, en³:

- los que parten del supuesto de eficiencia en los mercados de valores, entre los que se encuentran los de Caballer y Moya (1997) y Rodov y Leliaert (2002);
- los basados en el descuento de flujos, como los de Khoury (1998), Andriessen y Tissen (2000), Lev (2001), Gu y Lev (2001), Andriessen (2004), Rodríguez Castellanos *et al.* (2006, 2007), McCutcheon (2007) y Olivé (2008);
- los que se fundamentan en la teoría de opciones, como los de Pakes (1986), Newton y Pearson (1994), Mayor *et al.* (1997), Kossovsky (2002), Bose y Oh (2003) y Rodríguez Castellanos *et al.* (2006, 2007).

Todos ellos presentan ventajas e inconvenientes⁴, por lo que la búsqueda de métodos y modelos para la valoración financiera de los intangibles, que sean a la vez veraces y sencillos, no resulta tarea fácil. Según señala Olivé (2008), para la mayoría de los intangibles no hay procedimientos estandarizados, sino que hace falta analizar a fondo el intangible en cuestión. Esto dificulta la aplicación de modelos generalmente aceptados.

La medición, pero sobre todo la valoración financiera de los intangibles, ayudan a reconocer los intangibles críticos y permiten acelerar los procesos de aprendizaje, identificar las mejores prácticas y difundirlas por la empresa, e incrementar la innovación y las actividades de colaboración (Kannan y Aulbur, 2004). Johanson *et al.* (2001) indican que uno de los principales problemas en la gestión de los intangibles es la falta de información financiera fiable sobre los mismos. Como afirman Ross y Ross (1997) y Liebowitz y Suen (2000), para poder mejorar la gestión de un recurso es necesario ser capaz de medirlo. Por ello, la realización de un proceso de valoración de los intangibles de una empresa conducirá a una mejora en el conocimiento y la gestión de los mismos.

La insuficiencia de información sobre el alcance de los intangibles y su papel en la generación de valor disminuyen los incentivos para mejorar su gestión (Cañibano, 1999). Asimismo, la falta de una valoración explícita de los recursos intangibles genera la existencia de asimetrías de información e ineficiencias en la asignación de recursos. Un mayor conocimiento de estos recursos, entre otros efectos, facilitaría el acceso al mercado de capitales en mejores condiciones de coste. Pero las mejoras en la comprensión de los intangibles van más allá, pues, y ésta sea tal vez la contribución más decisiva, permiten a los gestores repensar su negocio (Lev y Zambon, 2003). En este mismo sentido, Nevado y López (2007) afirman que no es tan importante determinar un valor exacto como conocer cuál es su evolución para poder reconducirla, en su caso; es decir, gestionarlo.

Las reglas y los principios de gestión aplicables a los recursos materiales y financieros no son completamente aplicables a los recursos intangibles. Lev (2001) destaca algunas de estas diferencias: no-rivalidad y escalabilidad (costes de oportunidad escasos), importancia de las economías de red, dificultad para transmitir los intangibles, propiedad difusa y mayor riesgo inherente. Esto dificulta los procesos de valoración de este tipo de recursos.

Los gestores deben conocer en qué medida las decisiones que están adoptando incrementan, o no, el valor de los recursos intangibles y su aprovechamiento. Para ello es necesario saber cuál es su valor, y cómo una determinada decisión les puede afectar. En definitiva, se precisa una valoración explícita de los intangibles.

2.3. Motivos para la valoración financiera de los intangibles: externos e internos

Los motivos por los que una empresa inicia un proceso de valoración de sus intangibles pueden resultar determinantes, tanto en el establecimiento de la metodología de valoración a aplicar como en los resultados esperables de este proceso. Así, Marr y Gray (2002) señalan que los motivos que pueden llevar a iniciar un proceso de valoración pueden ser de diversos tipos, pudiéndose subdividir en externos e internos. En concreto, Marr *et al.* (2003) señalan los siguientes:

1. Ayudar a formular la estrategia. Para formular la estrategia resulta fundamental conocer los recursos de los que se dispone, las relaciones existentes entre los intangibles y el resto de los recursos, y la conexión de los intangibles con la ventaja competitiva y la rentabilidad obtenida (Grant, 1991).

2. Valorar el éxito en la implantación de la estrategia (Meyer y Gupta, 1994; Neely *et al.*, 1996; Kaplan y Norton, 1996; Bassi y Van Buren, 1999). Los intangibles forman parte de los *inputs* con los que cuenta una empresa para la ejecución de una determinada estrategia empresarial, pero al mismo tiempo son *outputs* del desarrollo de la misma.
3. Usar el valor de los intangibles como referencia en el establecimiento de sistemas de remuneración e incentivos. La mayor parte de las empresas han comprendido que confiar únicamente en las medidas financieras puede incentivar un funcionamiento con una perspectiva excesivamente cortoplacista (Johnson y Kaplan, 1987; Kaplan y Norton, 1992), sobre todo si los sistemas de incentivos se vinculan a las mismas (Bushman *et al.*, 1995). Además, los indicadores financieros tradicionales son una medida de la actuación inmediatamente anterior de la empresa, y están dirigidos básicamente a cuantificar los resultados obtenidos para los accionistas o propietarios, obviando los objetivos de otros grupos de interés. Los sistemas de incentivos deben establecerse en función de la consecución de incrementos en la capacidad de la empresa para generar valor en un futuro, la cual va a depender en gran parte del desarrollo de sus intangibles.
4. Ayudar en la toma de decisiones de expansión y diversificación (Teece, 1980; Montgomery y Wernerfelt, 1988). Los cambios acaecidos en el entorno económico en las últimas décadas han dado origen a numerosas operaciones de fusión, por lo que la información económico-financiera que se deriva de esos procesos no puede quedar al margen (Apellániz, 2004). Muchas empresas desean explotar mejor sus recursos, y planifican diversificarse, fusionarse o llegar a acuerdos de colaboración con otras empresas. Lev (2001) sugiere que, a este respecto, las economías de red y las sinergias asociadas a las inversiones en I+D y otros intangibles son fundamentales. Por su parte, Morck y Yeung (2003) encuentran que la diversificación genera valor en presencia de intangibles relacionados con el I+D o la publicidad, pero destruye valor en caso contrario. Por esta razón, resulta fundamental conocer los recursos intangibles con los que cuenta una empresa y las posibilidades de combinarlos con los recursos de otras empresas para generar sinergias.
5. Comunicar el valor de los recursos de los que dispone la empresa a los grupos de interés. Aunque la publicación de información sobre los intangibles aún no es obligatoria, algunas empresas sí lo hacen (DATI, 2000; Williams, 2001; Cañibano *et al.*, 2002). La falta de información sobre los intangibles genera perjuicios derivados de: (i) posibles comportamientos oportunistas por parte de los gestores, si éstos explotan internamente aquella información sobre los intangibles desconocida por el resto (Aboody y Lev, 2000); (ii) volatilidad excesiva y una incorrecta valoración de los títulos y (iii) un incremento en el coste de capital (Leadbeater, 2000 y Gu y Lev, 2001). La mayor parte de los analistas creen que una estrategia de comunicación abierta conduciría a un precio de las acciones más alto y más estable (Rylander *et al.*, 2000). Otros estudios empíricos han puesto de manifiesto que las empresas capaces de revelar sus perspectivas a largo plazo alcanzan valoraciones de mercado más satisfactorias (Narayanan *et al.*, 2000 y Gu y Lev, 2001). En general, la difusión de información sobre intangibles tiene un impacto positivo en la imagen de la empresa (Cañibano *et al.*, 2002).

Se consideran motivos externos los relativos a la comunicación de información sobre los intangibles a los agentes externos: accionistas, acreedores, proveedores, posibles *partners* en una futura fusión, y público en general. En este sentido, de los motivos que se acaban de apuntar, el quinto, y también el cuarto, en lo que se refiere a posibles fusiones, entran dentro de esta categoría.

Son motivos internos los relacionados con la generación de información para los agentes internos, fundamentalmente los gestores. Lev (2001) considera que los gestores presentan carencias informativas significativas sobre los recursos intangibles que poseen, lo cual resulta especialmente grave, ya que son éstos los que permiten, en la mayoría de los casos, la obtención de ventajas competitivas sostenibles. Por tanto, la valoración de los intangibles impulsada por motivos internos está asociada a la gestión de la empresa, incluyéndose dentro de este interés los tres primeros arriba apuntados, y también el cuarto, en lo referente a estrategias de crecimiento interno.

3. METODOLOGÍA

3.1. Hipótesis

3.1.1. Consideraciones previas

En el análisis de los antecedentes y consecuentes de los motivos por los que las empresas valoran los intangibles debemos plantearnos dos cuestiones: el “por qué” y el “para qué”.

Así, comenzando por los motivos externos, exponer posibles respuestas al “por qué” nos conduce a plantearnos el tipo de empresas que pueden tener tal motivación. Serán empresas que busquen llegar a algún acuerdo con agentes externos, ya sean acuerdos de colaboración con posibles socios, fusiones o captación de fondos. En este último caso, tal vez el más corriente, serán empresas que dependen especialmente de las fuentes de financiación externas, y que disponen de importantes recursos intangibles sobre los que pueden informar.

Ahora bien, si planteamos el “para qué”, uno de los objetivos de una estrategia de revelación de información sobre los intangibles a los agentes externos es la mejora de los resultados, mediante la reducción del coste de la financiación.

Los resultados obtenidos por una empresa pueden ser de distinta índole, en función del enfoque utilizado, por lo que se hace necesario definir qué entendemos por “resultados” en este contexto. Firer y Williams (2003) opinan, al igual que otros muchos autores (Cuervo, 1991; Edvinsson, 1997; Stewart, 1997; Bontis, 1998, 1999, 2001, 2002, 2003; Pulic, 1998, 2000; Sveiby, 2000, 2001), que las medidas tradicionales de *performance*, basadas en los principios contables, son inadecuadas en la nueva economía, en la que las ventajas competitivas están basadas en los intangibles. Sin embargo, dado que las medidas tradicionales siguen siendo imperantes⁵, resulta necesario determinar en qué grado la revelación de información sobre los recursos intangibles mejora su valor. Dentro de estas medidas tradicionales, las más habituales son el ROE, el ROA, el crecimiento de los beneficios y el crecimiento del volumen de facturación. En el caso que nos ocupa, si se pretende la disminución del coste de la financiación –en especial del endeudamiento–, ello debería manifestarse en una mejora en el ROE (variable económico-financiera), sin que se vean modificadas las variables únicamente económicas (ROA, crecimiento del beneficio de explotación y del volumen de facturación).

Si consideramos los motivos internos, respecto del “por qué”, no parece haber una respuesta diferente de la que se plantea en el “para qué”. Dado que los recursos intangibles son los recursos básicos de las empresas, una mayor atención a la valoración de los intangibles se debería traducir en una mejor comprensión de los procesos generadores de valor en los que intervienen, y en un uso más eficiente de los mismos. En consecuencia, los resultados obtenidos por las empresas que presentan un mayor conocimiento de sus intangibles deberían ser superiores. El conocimiento de los intangibles es necesario para la adopción de decisiones eficientes, siendo clave en este sentido conocer el efecto de los intangibles sobre el rendimiento de las empresas (Cañibano *et al.*, 1999).

A este respecto, resulta difícil identificar *a priori* características empresariales que impulsen en mayor medida a la valoración de intangibles por motivos internos, ya que la importancia de los recursos intangibles es generalizada para cualquier tipología de empresa. En cuanto a los resultados esperados de una mejor gestión de estos recursos, serán fundamentalmente económicos, afectando a las cuatro variables anteriormente señaladas (ROE, ROA, crecimiento del beneficio de explotación y crecimiento del volumen de facturación).

3.1.2. La valoración de los intangibles impulsada por motivos externos

Como ya se ha indicado, los motivos externos son aquellos relacionados con la generación de información para los agentes externos. En la mayoría de los casos, la fuente fundamental de información de la que disponen tales agentes es la información financiera contable. Ahora bien, muchos autores subrayan la inadecuación en el tratamiento de la información sobre los activos intangibles en los estados financieros, lo cual es causa de las diferencias entre el valor contable y el valor de mercado en las empresas cotizadas (Lev, 1989; Lev y Zarowin, 1998; Martínez Ochoa, 1999).

Para que un determinado recurso pueda ser contabilizado, las distintas normativas contables exigen, entre otros criterios, la existencia de derechos de propiedad claramente definidos sobre los rendimientos que será capaz de generar un activo. En concreto, la NIC 38 establece que para que el recurso intangible sea reconocido en el Balance es necesario que: a) sea identificable, b) sea controlado por la empresa como resultado de sucesos pasados, y c) se espere obtener de él, en el futuro, beneficios económicos para la entidad. Además será necesario que a) que sea probable que los beneficios económicos anteriores reviertan en la empresa, y b) que se pueda estimar de manera “fiable” el valor del activo en cuestión (Gisbert y Cañibano, 2003). Sin embargo, la mayor parte de los intangibles, o al menos los considerados más significativos para la generación de ventajas competitivas, como son las capacidades y las competencias, no cumplen estos requisitos. La NIC 38 enumera, de un modo específico, una serie de ejemplos, tales como los recursos humanos de la empresa, la cartera de clientes, las marcas, etc. como ejemplos de recursos intangibles que no cumplen los requisitos necesarios para considerarse activos intangibles (Gisbert y Cañibano, 2003). En este contexto, las empresas que deseen reducir la asimetría informativa existente deberán optar por publicar información voluntaria sobre sus intangibles. Pero, tal y como señalan Rylander *et al.* (2000), existen frenos para publicar este tipo de información: (i) el miedo de los gestores a facilitar información sensible para los competidores y (ii) los gastos suplementarios en los que es necesario incurrir, costes asociados a la obtención y descubrimiento de la información. Por lo tanto, las empresas que revelen voluntariamente información sobre sus intangibles deben tener incentivos concretos para revelar dicha información. Por ello, se plantea la siguiente hipótesis:

H₁: Las empresas que consideran importantes los motivos externos como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, tienen incentivos para revelar el valor de los intangibles a agentes externos.

Ahora bien, ¿qué características de las empresas pueden generar esos incentivos?

Planteando una primera respuesta a esa pregunta, una característica bastante tratada por la literatura es el nivel de endeudamiento. Así, según la perspectiva de la teoría de agencia, cuanto mayor es el endeudamiento de las empresas más probables son los conflictos entre los agentes internos y los externos –acreedores y propietarios externos–, lo que implicaría más costes de agencia, tal y como contrastan numerosos trabajos (Kim y Sorensen, 1986; Brennan, 1995; Giner, 1997; Leland, 1998). Vicente (2001) encuentra que los recursos altamente específicos y opacos (en concreto analiza las inversiones internas en I+D y la inversión en capital humano altamente específico) limitan la capacidad de endeudamiento de la empresa. Por tanto, a mayor deuda mayor propensión de la dirección a revelar información sobre los activos intangibles, tratando de reducir en parte los costes de agencia.

También la teoría de la señalización justifica el endeudamiento como factor explicativo de la necesidad de revelar información sobre los intangibles empresariales, pues de esta forma, al reducir las asimetrías de información, se incrementa la confianza de los agentes externos en la empresa endeudada. Por tanto, un mayor endeudamiento debería incrementar el interés de la empresa en revelar información sobre sus intangibles, como modo de justificar necesidades de fondos (Macagnan, 2005).

Aunque esta relación ha sido abundantemente investigada, los resultados al respecto son contradictorios. Así, es confirmada en estudios como los de Apellániz y Zardoya (1995), Mitchell *et al.* (1995), Cooke (1996), Richardson y Welker (2001), Vicente (2001), Camfferman y Cooke (2002), Watson *et al.* (2002), Guimón (2005) y Prencipe (2004). En cambio, Chow y Wong-Goren (1987), Craswell y Taylor (1992), McKinnon y Dalimunthe (1993), Christopher y Hassan (1995), Meek *et al.* (1995) y Gómez Jiménez (2007) no pueden validarla. Por tanto, es oportuno plantear su contraste con nueva información. De esta forma, planteamos la siguiente hipótesis secundaria:

H_{1a}: Las empresas que consideran importantes los motivos externos como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles presentan un mayor nivel de endeudamiento.

Para que un intangible sea aceptado como una garantía debe ser fácilmente identificado y mantener su valor cuando se extrae de la empresa, condiciones que muy pocos intangibles cumplen (Guimón, 2005). Bezant y Punt (1997) concluyen que en muy pocas ocasiones los intangibles son aceptados como garantías. Es más, los analistas tienden a detraer los intangibles del balance cuando calculan los ratios financieras (FASB, 2002), para compensar las diferentes criterios contables que pueden presentar las empresas.

Por tanto, aquellas empresas con mayor volumen de recursos intangibles disponen, en términos comparativos, de menores recursos para presentar como garantías frente a prestamistas y padecerán más agudamente los perjuicios, ya mencionados, que acarrea la falta de información sobre los intangibles, en especial el mayor coste de la financiación, por lo que también tendrán incentivos para revelar el valor de sus intangibles. Así, por ejemplo, Shi (1999) encontró que, para las compañías cotizadas, incrementos en los gastos de I+D –en

realidad, inversión en un importante intangible– están asociados con incrementos en el coste de la deuda. Por su parte, Lev *et al.* (2000) examinaron más de 1.500 empresas intensivas en I+D, y encontraron que las empresas con una elevada tasa de crecimiento de las inversiones en I+D, pero con una tasa de crecimiento de los resultados relativamente baja (típica de las empresas jóvenes intensivas en intangibles), son sistemáticamente infravaloradas. De hecho, las carteras de acciones de empresas con los mayores niveles de inversiones en I+D, en proporción a sus valores de mercado, mostraron rentabilidades sistemáticamente positivas y elevadas. Esta infravaloración de las acciones implica un coste de capital excesivo para las empresas.

Ahora bien, ¿cómo conocer cuáles son las empresas con mayor volumen de intangibles? Aunque resulta difícil responder a esta pregunta, una posibilidad puede ser emplear como *proxy* la ratio Valor de Mercado/Valor contable; pero esto sólo es posible en empresas cotizadas, cuando, como veremos, la gran mayoría de las empresas de la población considerada no cotizan en Bolsa. Ahora bien, como la normativa contable española permite activar algunos intangibles, como los gastos de I+D⁶, las patentes, las licencias, las marcas, etc., emplearemos como *proxy* el valor contable de los intangibles (Inmovilizado Inmaterial). En este sentido, planteamos que las empresas con una mayor proporción de intangibles contabilizados tienen un mayor interés en revelar información sobre los mismos, para que éstos sean considerados como recursos de los que dispone la empresa. En consecuencia, formulamos la siguiente hipótesis secundaria:

H_{1b}: Las empresas que consideran importantes los motivos externos como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, presentan un mayor nivel de intangibles contables.

Como ya se ha indicado anteriormente, entre las consecuencias previsibles de una estrategia de revelación de información sobre el valor de los intangibles se encuentra una disminución del coste de la financiación, que debería repercutir en un aumento del ROE. Por ello, planteamos la siguiente hipótesis:

H₂: Las empresas que consideran importantes los motivos externos como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, tienen un mayor ROE.

3.1.3. La valoración de los intangibles impulsada por motivos internos

Respecto de los motivos internos para la valoración de los intangibles, en las empresas en las que prevalecen estos motivos el objetivo prioritario es mejorar su gestión. Dadas las carencias informativas apuntadas por Lev (2001), y la necesidad de este tipo de información, el desarrollo de un proceso de valoración financiera de los intangibles empresariales debe generar beneficios en las empresas. Una eficiente gestión estratégica debe estar necesariamente apoyada en información cuantitativa y cualitativa sobre los intangibles (Vitale *et al.*, 1994; López, 1996; Sánchez, 1996). Esta mayor eficiencia debe conducir a mejores resultados. Y a este respecto, no parece que una medida de resultados sea más adecuada que otra, por lo que las siguientes hipótesis y subhipótesis se plantearán considerando todas las anteriormente indicadas.

H₃: Las empresas que consideran importantes los motivos internos, como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, obtendrán mejores resultados

H_{3a}: Las empresas que consideran importantes los motivos internos, como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, obtendrán un mayor ROE.

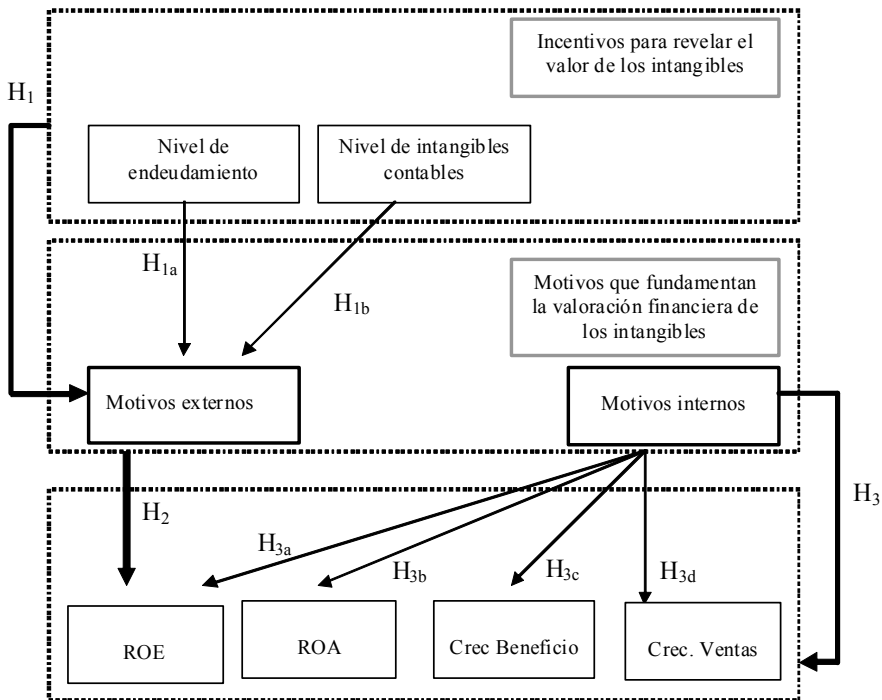
H_{3b}: Las empresas que consideran importantes los motivos internos, como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, obtendrán un mayor ROA.

H_{3c}: Las empresas que consideran importantes los motivos internos, como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, obtendrán un mayor crecimiento de los beneficios.

H_{3d}: Las empresas que consideran importantes los motivos internos, como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, obtendrán un mayor crecimiento del volumen de facturación.

A continuación en la Figura 1 se representa gráficamente el conjunto de las hipótesis planteadas con respecto a los incentivos para revelar el valor de los intangibles, tanto internos como externos.

Figura 1. Hipótesis del estudio



3.2. Proceso de obtención de los datos

3.2.1. Presentación del proceso

Para la obtención de los datos necesarios en orden a contrastar las hipótesis señaladas, en primer lugar se realizó una encuesta telefónica a los directivos empresariales sobre aspectos relativos a los intangibles empresariales y su valoración, el grado de conocimiento que poseen

sobre los mismos y los motivos que les impulsan a realizar tal valoración. Ello requirió la elaboración del cuestionario, la selección de la población, la obtención de la muestra y la realización del trabajo de campo. Posteriormente se recogió información sobre las variables económico-financieras necesarias para contrastar las hipótesis planteadas empleando la base de datos SABI. A continuación se describen con más detalle las fases de este proceso.

3.2.2. Elaboración del cuestionario

Con respecto al cuestionario utilizado (ver Anexo), el equipo de investigación elaboró una primera propuesta. Posteriormente, a fin de poder mejorarlo y contrastar su validez antes de ser enviado a las empresas seleccionadas, se llevó a cabo un *pre-test* en colaboración con los miembros del Foro de Gestión y Finanzas del País Vasco, consistente en la realización de entrevistas semi-estructuradas con los directores financieros de once empresas pertenecientes a dicho Foro. Mediante las mismas se pudo recabar la opinión de los directivos sobre el cuestionario, recoger sus sugerencias de mejora e identificar los problemas existentes en la interpretación de los ítems, así como simplificarlos, pues a medida que las cuestiones son más simples se encuentran más similitudes en las interpretaciones por parte de los encuestados (Baruch, 1996).

3.2.3. Selección de la población

El estudio se ha centrado en las empresas de la Comunidad Autónoma del País Vasco. La elección de este ámbito territorial ha obedecido a diversos motivos, relativos a sus características diferenciadoras:

- El País Vasco, situado en el Norte de España, es una comunidad autónoma con capacidad legislativa en ciertos ámbitos y un gobierno propio. Su población es de algo más de dos millones de habitantes, lo que supone alrededor del 5% de la población total española.
- Otro aspecto destacado es que los tres territorios que la integran tienen autonomía fiscal, pues recaudan todos los impuestos y tienen cierta capacidad para establecer las características de los mismos.
- El País Vasco, a pesar de carecer desde hace tiempo de recursos naturales, y de no disfrutar de otras ventajas como las “economías de proximidad” a la capital de España, ha sido una de las zonas de España con fuerte tradición industrial y empresarial. Dada precisamente esta falta de recursos naturales y de economías de proximidad, estimamos que las empresas vascas valorarán de forma especial sus recursos intangibles.

La información sobre las empresas se ha obtenido de la base de datos SABI. De la población inicial, compuesta por 44.637 empresas, se excluyeron debido a su tamaño reducido las microempresas, es decir, aquellas que cuentan con menos de diez empleados o facturan menos de dos millones de euros al año. La población considerada de esta forma se redujo a 3.477 empresas.

Partiendo de la población, se obtuvo una muestra aleatoria de 517 empresas, que proporciona un nivel de confianza del 95% y un nivel de error máximo del $\pm 4\%$.

3.2.4. Trabajo de campo.

El trabajo de campo se realizó durante los días 20 de noviembre de 2007 al 14 de enero de 2008 por una empresa especializada, con un número de contactos medio con las empresas que han contestado de 2,6. Previamente a la realización de la encuesta, se envió a 1.500

empresas una carta de presentación en la que se adjuntaba el cuestionario, dirigida al director financiero o en su defecto a la persona que realizase dicha función en la empresa.

3.2.5. Recogida de información sobre importancia de motivaciones internas y externas.

Para conocer cuál era el motivo que podía impulsar a los directivos de una empresa a realizar un proceso de valoración financiera, era preciso previamente analizar si consideraban importante la valoración financiera de sus intangibles, entendiendo que en caso contrario el motivo impulsor no tenía relevancia, ya que ninguno de los motivos iba a resultar importante.

Para conocer si era importante la valoración de los intangibles desde un punto de vista interno o si lo era desde un punto de vista externo, se plantearon distintas motivaciones que pueden impulsar un proceso de valoración financiera. Las dos primeras están relacionadas con motivos internos (“Mejorar la gestión de la empresa”, y “Evaluar correctamente la situación económica y financiera de la empresa”), mientras que las otras dos están relacionadas con motivos externos (“Mostrar mayores garantías para la obtención de financiación”, “Determinar el precio de la empresa en el caso de transacciones empresariales (compraventa de empresas, salida o entrada de socios, fusiones, herencias...)”). Hemos calculado la valoración media de las motivaciones internas y externas. Entendemos que consideran importante los motivos internos (o externos) si la valoración obtenida alcanza como mínimo una valoración media de 4.

3.2.6. Recogida de información sobre resultados empresariales

Tras recoger la opinión de los directivos mediante el trabajo de campo, se ha procedido a recabar información sobre los resultados económico-financieros de las empresas cuyos directivos han contestado al cuestionario. Los datos correspondientes se han obtenido de las cuentas anuales recogidas en base de datos SABI.

El horizonte temporal para el cual se ha recabado información económico-financiera ha sido de cuatro ejercicios anteriores a la realización de la encuesta, es decir, el periodo 2004-2007. En algunos casos para algunas empresas, y por diversos motivos, no existían datos de los tres ejercicios anteriores, por lo que han sido excluidas del análisis. Igualmente han sido eliminados casos muy extremos, que se alejaban de la media en más de cuatro veces la desviación típica. Así el número total de empresas objeto de análisis ha sido de 440, lo que proporciona un nivel de error máximo del $\pm 4,4\%$, para un nivel de confianza del 95%. Las características básicas del proceso se resumen en la Tabla 1.

Tabla 1. Ficha técnica del estudio

Población	3.477 empresas con sede en la CAV
Muestra para la encuesta	517 encuestas válidas a directivos financieros
Error aleatorio de la muestra para la encuesta	$\pm 4\%$, con un nivel de confianza del 95%, $p=q=0,5$
Técnica de recogida de datos para la encuesta	Entrevistas telefónicas a directores financieros
Calendario de la encuesta	20 de noviembre a 14 de enero de 2008
Recogida de datos sobre resultados	Base de datos SABI
Calendario de recogida de datos de resultados	Octubre - 2009
Muestra final	440 empresas
Error aleatorio de la muestra final	$\pm 4,4\%$, con un nivel de confianza del 95%, $p=q=0,5$

Para contrastar la hipótesis H_{1a} , la variable “nivel de endeudamiento” se ha medido a través de la ratio Pasivo/ Patrimonio Neto. Por otro lado, para contrastar la hipótesis H_{1b} se ha definido la variable “nivel de intangibles contables” como el cociente entre el Inmovilizado Inmaterial y el Activo Total. En el caso del crecimiento de los beneficios y del crecimiento del volumen de facturación, se ha considerado el crecimiento experimentado en los periodos 2004-2005, 2005-2006 y 2006-2007. En todos los casos, para la realización de los contrastes se ha tomado el valor medio de los valores considerados. En el cálculo del ROA y del crecimiento de los beneficios se ha considerado el beneficio de explotación.

3.3. Análisis estadístico

En primer lugar, para averiguar en qué medida los datos responden a las relaciones apuntadas por las hipótesis, se ha realizado un análisis descriptivo de los mismos. En segundo lugar, se ha realizado el contraste de las hipótesis propiamente dicho.

Al contrastar H_{1a} resulta que para la variable “logaritmo del nivel de endeudamiento” no se rechaza la hipótesis de normalidad al 5%, según el test de Kolmogorov-Smirnov. Tras comprobar la homogeneidad de varianzas con el estadístico de Levene, se ha llevado a cabo una prueba ANOVA de un factor para analizar la diferencia de medias.

Sin embargo, respecto de H_2 y H_3 , dado que, realizada la prueba de Kolmogorov-Smirnov, las variables obtenidas no se ajustan a una distribución normal, y que las transformaciones habituales para lograr la normalidad no han dado sus frutos, se han realizado contrastes no paramétricos. Igualmente sucede en el caso de la variable “intangibles contables”, al contrastar la hipótesis H_{1b} . En concreto, y dado que en estas hipótesis se trata de comparar el comportamiento entre dos submuestras, se ha recurrido a la prueba U de Mann-Whitney (Mann y Whitney, 1947).

4. RESULTADOS

En relación con las dos primeras hipótesis se observa, en la Tabla 2, que las empresas que consideran importantes los motivos externos como impulsores de un proceso de valoración financiera de los intangibles sí tienen mayores incentivos para iniciarlo. Es decir, el nivel de endeudamiento y el peso del inmovilizado inmaterial sobre el activo total son mayores que en las empresas que no consideran importantes los motivos externos como impulsores de un proceso de valoración financiera. Como fruto de este interés por realizar una valoración financiera de sus intangibles, logran una pequeña mejora de la rentabilidad financiera.

Tabla 2. Motivos externos para la valoración de intangibles y resultados empresariales. Estadísticos descriptivos

		N	Media	Desv. típica
Consideran importante, por motivos externos, la valoración financiera de los intangibles	Media Endeudamiento (%)	189	234,02	185,61
	Media Inmovilizado Inmaterial/Activo Total (%)	204	3,58	5,35
	Media ROE (%)	197	11,07	13,54
No consideran importante, por motivos externos, la valoración financiera de los intangibles	Media Endeudamiento (%)	218	210,70	189,21
	Media Inmovilizado Inmaterial/Activo Total (%)	228	2,36	3,99
	Media ROE (%)	218	11,06	13,02

A la hora de comprobar estadísticamente la existencia de diferencias significativas en los resultados se observa (Tabla 3) que la diferencia en el nivel de intangibles contables es significativa al 5%, y por tanto se puede aceptar la hipótesis H_{1b} . Garantizada la homogeneidad de las varianzas (test de Levenne), el contraste de diferencias en el logaritmo del nivel de endeudamiento entre los dos colectivos se muestra significativo al 10% (Tabla 4), por lo que la hipótesis H_{1a} también es aceptada.

Tabla 3. Motivos externos como impulsores para la valoración de intangibles, inmovilizado inmaterial y resultados empresariales.

	U de Mann-Whitney	W de Wilcoxon	Z	Sig. Asintótica (bilateral)
Media Inmovilizado Inmaterial/Activo Total (H_{1b})	20237	46343	-2,332	0,020
Media ROE (H_2)	20908	44779	-0,463	0,643

Sin embargo, esta propensión a la difusión de información sobre los intangibles de la empresa no se traslada a los resultados. Si bien la rentabilidad financiera es superior, las diferencias no son significativas (Tabla 3), por lo que no podemos aceptar la hipótesis H_2 . Una posible explicación podría ser que las empresas que están más endeudadas o que poseen mayores recursos intangibles contabilizados parten de una situación con elevados costes de financiación, y la mejora en el coste de la financiación, como consecuencia de facilitar información sobre sus intangibles, no les permite alcanzar unas condiciones de financiación mejores a las empresas menos endeudadas o con un mayor peso de los recursos materiales y financieros en su Balance.

Tabla 4. Motivos externos como impulsores para la valoración de intangibles y logaritmo del nivel de endeudamiento.

	Grados de libertad	F	Sig. Asintótica (bilateral)
Inter-grupos	1	3,377	0,067
Intra-grupos	405		

Con respecto a la tercera de las hipótesis, del análisis de los estadísticos descriptivos se observa que los resultados empresariales obtenidos por las empresas que consideran importante el realizar un proceso de valoración financiera de los intangibles impulsada por motivos internos son superiores (Tabla 5), salvo en el caso del crecimiento de las ventas.

Tabla 5. Motivos internos como impulsores para la valoración de intangibles y resultados empresariales.

		N	Media	Desviac. típica
Consideran importante , por motivos internos, la valoración financiera de los intangibles	Media ROE (%)	219	11,38	14,00
	Media ROA (%)	236	5,31	6,94
	Media Crec. B° Explotac. (%)	219	-0,44	144,68
	Media Crec. Ventas (%)	229	5,91	11,19
No consideran importante , por motivos internos, la valoración financiera de los intangibles	Media ROE (%)	196	10,71	12,40
	Media ROA (%)	204	5,29	6,32
	Media Crec. B° Explotac. (%)	184	-6,48	157,35
	Media Crec. Ventas (%)	196	6,10	11,23

Para el contraste de la hipótesis, dado que las variables no se ajustan a una distribución normal, y que las transformaciones habituales para lograr la normalidad no han dado sus frutos, hemos realizado un contraste no paramétrico. Los resultados ponen de manifiesto que tanto el ROE, como el ROA, así como el crecimiento del beneficio de explotación, son mayores en el caso de las empresas que consideran importante la valoración de sus intangibles impulsada por un motivo interno, sin embargo las diferencias no son estadísticamente significativas, según la prueba U de Mann-Whitney (Tabla 6). Por tanto, no podemos aceptar el cumplimiento de la hipótesis H_3 , ni de las secundarias H_{3a} , H_{3b} , H_{3c} , H_{3d} . Cabe destacar que en el caso del crecimiento de las ventas, los resultados son contrarios a los pronosticados, si bien no son estadísticamente significativos.

Tabla 6. Motivos internos para la valoración de intangibles y resultados empresariales. Estadísticos de contraste para H_3

	U de Mann-Whitney	W de Wilcoxon	Z	Sig. Asintótica (bilateral)
Media ROE (H_{3a})	20346	39652	-0,915	0,360
Media ROA (H_{3b})	24003	51969	-0,052	0,959
Media Crec. B° Explotac. (H_{3c})	19696	36716	-0,388	0,698
Media Crec. Ventas (H_{3d})	22289	41595	-0,121	0,904

Una posible explicación a la discrepancia en resultados sobre los pronosticados, en la hipótesis H_3 , es que pueden existir actuaciones dirigidas a fortalecer los intangibles de una empresa, reforzando su posición en el mercado, pero que dañan sus resultados más inmediatos. Muchas de las inversiones en intangibles tienen la consideración de gasto en el ejercicio. Las políticas de formación del personal, los gastos publicitarios, etc., aunque suponen un incremento en el valor de los recursos de la empresa y en la capacidad de generar rendimientos, afectan negativamente al resultado del ejercicio más inmediato, de modo que los efectos beneficiosos en los resultados se ven atenuados en los primeros años. La intencionada prudencia de las medidas contables de beneficio tienden a infravalorar notablemente los rendimientos derivados de las inversión en intangibles (Vicente, 2000).

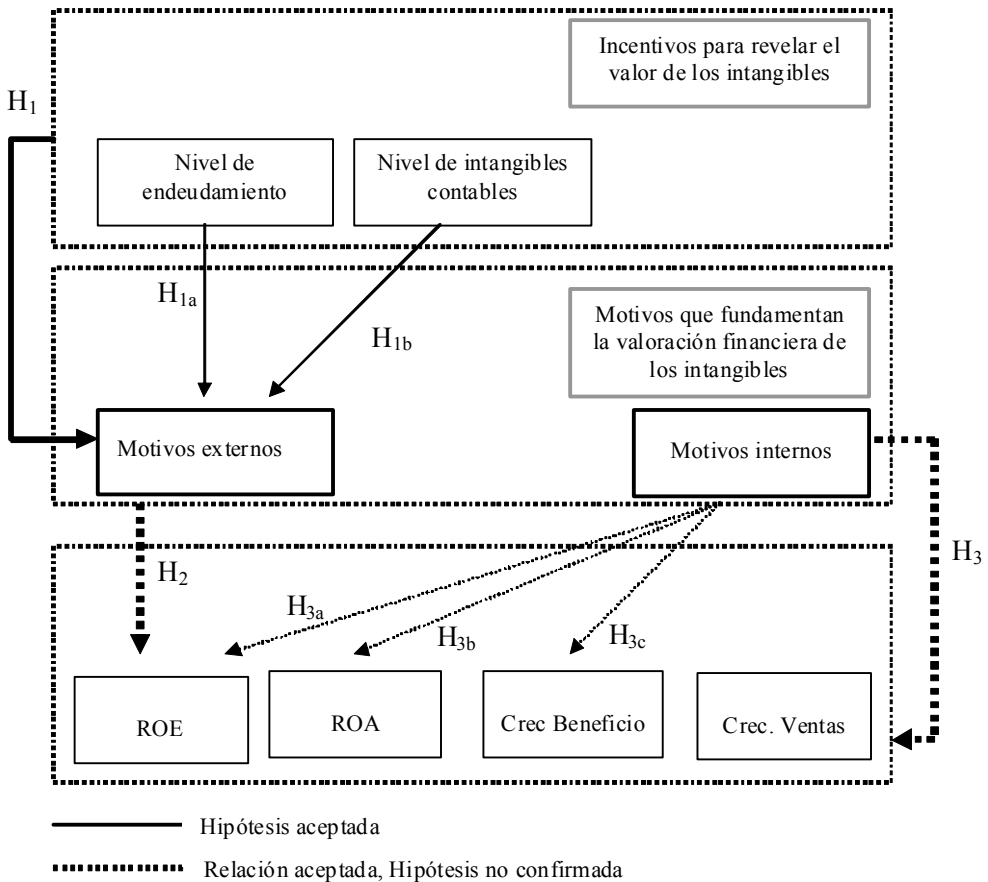
Otra posible explicación, tal y como recoge Rodríguez Domínguez (2004) a través de un estudio similar, es que aunque la valoración de los intangibles es considerada como fundamental para las empresas, esta opinión no va acompañada por políticas activas de gestión de intangibles. La preocupación por la valoración de los intangibles denota un cambio en la mentalidad de las empresas, pero si no se traslada a prácticas concretas difícilmente se obtendrán resultados sustancialmente mejores.

Una tercera justificación para la discrepancia en los resultados es que la realización de un proceso de valoración financiera de los intangibles presenta, teóricamente, ventajas tanto internas como externas; sin embargo, el desarrollo de un proceso de valoración supone incurrir en una serie de costes. Además de los costes de identificación y recogida de la información, hay otros relacionados con la revelación de esta información. En cuanto que los intangibles son recursos estratégicos para las empresas, la difusión de información sobre los mismos puede provocar la posibilidad de una pérdida de ventaja competitiva (Macagnan, 2005). Este peligro se deriva tanto del riesgo de que sean imitados por los competidores, como del hecho de que, en muchas ocasiones, es la propia ambigüedad causal, la fortaleza que convierte a los intangibles en ventaja competitiva. Como señalan Gray *et al.* (2004) las empresas sólo recogen

información sobre sus intangibles, y por lo tanto incurren en estos costes, cuando están obligados a ello. Los gestores podrían no encontrar incentivos suficientes para mejorar el conocimiento de sus intangibles a través de un proceso de valoración financiera. Sin embargo, la publicación de información externa sí genera efectos inmediatos y reduce los costes de capital, tal y como contrasta Botosan (1997), por lo que en este caso los gestores son más proclives a realizar esfuerzos para dar información sobre sus intangibles.

A modo de síntesis, en la Figura 2 se representan los resultados alcanzados en cada una de las hipótesis planteadas.

Figura 2. Resultados del estudio



5. CONCLUSIONES

Los intangibles se han convertido en el recurso básico para la generación de ventajas competitivas, tal y como señala la Teoría de Recursos y Capacidades. La gestión de los intangibles es uno de los principales retos dentro del campo de la Economía de la Empresa. Esta gestión se encuentra con numerosas dificultades, debidas en gran medida a la falta de información, consecuencia precisamente de este carácter intangible. La información contable

cada vez es menos relevante y la valoración financiera de los intangibles puede ayudar a reducir, al menos en parte, las carencias informativas existentes. Bajo este planteamiento, toda medida destinada a la mejora en la gestión de los intangibles deberá contribuir a la obtención de mayores resultados. Este trabajo es un intento de medir la relación existente entre la preocupación de las empresas por la valoración financiera de sus recursos intangibles, los motivos impulsores de esta valoración y los resultados económico-financieros que obtienen.

Los resultados muestran que los gestores entienden que facilitar información a agentes externos sobre sus intangibles puede facilitar la obtención de financiación. Esta predisposición a proporcionar información es mayor a medida que se incrementa el peso que los recursos intangibles tienen sobre el resto de recursos de la empresa, y a medida que la necesidad de financiación ajena es mayor. A tenor de los resultados, podemos afirmar que los gestores consideran que la presentación y elaboración de informes voluntarios sobre los intangibles de la empresa les reportará ventajas, entre otras mejoras, en las condiciones de financiación. La publicación de este tipo de informes reducirá las asimetrías de información y los costes de agencia, lo que cuál debería trasladarse a una mejora en la imagen de la empresa, en general (Díez *et al.*, 2007) y en particular, una mejora de la imagen por parte de los acreedores. Cabe pensar que las mejoras en la imagen de la empresa no se limitan únicamente en las empresas que presentan niveles de endeudamiento elevados o que poseen importantes recursos intangibles, y por tanto con importantes incentivos externos, sino a todo tipo de empresas. Por tanto, aunque las empresas no padezcan una presión externa fuerte (debido a que no están fuertemente endeudadas o a que presentan recursos materiales y financieros suficientes como garantes de sus deudas), la elaboración de informes sobre los intangibles les reportaría igualmente beneficios, en forma de mejora de imagen, por lo que ésta debería ser una práctica generalizada.

La falta de información sobre los intangibles se produce tanto en los gestores como en el resto de agentes externos. Por ello, cabe pensar que aquellas empresas que consideren importante la valoración de sus intangibles, y que, por tanto, se planteen la posibilidad de incrementar el conocimiento que poseen sobre éstos, deberían poder gestionarlos mejor y obtener mejores resultados. No obstante, el análisis de los resultados de este estudio muestra que aunque se producen mejoras en los resultados, estas mejoras no son sustanciales. Una posible explicación sería que los gestores no tienen los incentivos suficientes para hacerlo. Cuando las empresas poseen un mayor nivel de endeudamiento y/o disponen de un mayor proporción de recursos intangibles y se ven obligadas a mostrar su capacidad de generar rendimientos frente a terceros, las empresas sí encuentran la motivación necesaria para iniciar un proceso de valoración financiera que les permita reducir su coste de capital. Sin embargo, cuando la motivación es de carácter interno y no existe una presión concreta, los resultados obtenidos son mejores (mayor ROA, ROE y crecimiento en el beneficio) pero no de un modo significativo. Es necesario establecer modificaciones en los sistemas de remuneración de los gestores, que obliguen a los directivos a mejorar la gestión de los elementos clave de competitividad, los intangibles. Los sistemas tradicionales de incentivos están basados en medidas contables que pueden desincentivar la inversión en intangibles, ya que reducen los beneficios inmediatos.

La realización de un proceso de valoración supone incurrir en una serie de costes, que minoran los efectos positivos que puede tener la mejora en el conocimiento de los intangibles. Estos costes dependen de la dificultad para identificar los intangibles de una empresa y de la complejidad del método de valoración aplicado. Por tanto, es necesario destinar esfuerzos, por

parte de la comunidad científica, para desarrollar modelos de valoración que sean aplicables a las empresas, y viables, desde un punto de vista de coste. Por tanto, modelos intensivos de información pueden hacer inviable su aplicación, por su elevado coste. Salojärvi (2004) y García Merino *et al.* (2008) encuentran que son las grandes empresas las que muestran mayor interés por la valoración de sus intangibles, posiblemente debido a que cuentan con más recursos para su identificación y gestión. Cabe destacar que muchos de los trabajos existentes sobre los intangibles empresariales y los resultados obtenidos son aplicados en empresas que cotizan en Bolsa. Una de las aportaciones de nuestro trabajo ha sido precisamente analizar la relación entre los intangibles, las motivaciones que pueden desencadenar un proceso de valoración financiera y los resultados económico-financieros en todo tipo de empresas, no restringiendo las conclusiones a las empresas cotizadas.

Una de las limitaciones de nuestro estudio es que considera únicamente el efecto que un mayor interés por la valoración financiera de los intangibles tiene sobre los resultados inmediatos, y además recogidos a través de medidas tradicionales de resultados. Cabe plantearse si este mayor interés por la valoración de los intangibles, impulsado por motivos tanto externos como internos, mejorará los resultados futuros de la empresa. Para comprobar este efecto, podría repetirse el análisis una vez transcurridos varios años. También se podría analizar esta relación, realizando otro estudio en el que se recojan medidas de rendimiento subjetivas, es decir, incluyendo preguntas sobre el rendimiento esperado en los resultados de la realización de un proceso de valoración, motivado por aspectos internos o externos. De esta forma se podría solventar las dificultades que plantean las medidas contables utilizadas.

Un trabajo a realizar en el futuro sería el contraste de las relaciones planteadas no en un momento de bonanza económica, sino en un periodo de crisis económica, para de esta forma averiguar en qué medida los resultados de las empresas con mayor interés por sus intangibles han podido quizá resentirse menos que los de aquellas otras que no han mostrado preocupación por su gestión.

Adicionalmente, el análisis realizado en este trabajo debe ser generalizado a otros ámbitos territoriales. Aunque estimamos los argumentos expuestos a favor de la relevancia del País Vasco como ámbito territorial adecuado para el análisis realizado, no podemos dejar de reconocer que sigue siendo un espacio limitado, y por tanto es evidente la conveniencia de realizar estudios similares en otros territorios.

NOTAS

¹ Este trabajo ha sido desarrollado por el Grupo de Investigación VALINTE, financiado por la Universidad del País Vasco (UPV/EHU) con referencia GIU 07/49

² Nevado y López (2007) agrupan estas ratios en dos categorías: (i) indicadores absolutos: medidos en unidades monetarias y sin relación con otra magnitud y (ii) indicadores de eficiencia: índices porcentuales que fluctúan entre 0 y 1, siendo 0 la cota que indica una situación más desfavorable y 1 la más favorable.

³ Para un mayor debate sobre el tema, véase Rodríguez y Araujo (2005).

⁴ En Rodríguez-Castellanos *et al.* (2007) se puede consultar una revisión de los diferentes métodos para la valoración financiera de los intangibles.

⁵ Vicente (2000) propone la utilización del cociente entre valor de mercado de los recursos propios y patrimonio neto contable. Sin embargo, aunque esta medida puede ser más adecuada no sería aplicable en nuestro estudio dado que muchas de las empresas de nuestra muestra no cotizan en mercados organizados, por lo cuál no se dispone del valor de mercado.

⁶ La legislación contable vigente hasta el 2007 permitía activar la mayor parte de los gastos incurridos en labores de I+D.

BIBLIOGRAFÍA

- ABOODY, D. y LEV, B. (2000): “Information asymmetry, R&D and Insider gains”, *Journal of Finance*, Vol. 55, Nº 2, pp. 747-766.
- AMIT, R. y SCHOEMAKER, P. (1993): “Strategic assets and organizational rent”, *Strategic Management Journal*, Vol. 14, pp. 33-46.
- ANDRIESSEN, D. (2004): *Making sense of Intellectual Capita, Designing a method for valuation of intangibles*, Elsevier Butterworth Heinemann, Boston.
- ANDRIESSEN, D. y TISSEN, R. (2000): *Weightless Wealth: Find Your Real Value in a Future of Intangibles Assets*, Financial Times Prentice Hall, London.
- APELLÁNIZ, T. (2004): “El fondo de comercio en las fusiones de empresas. Un caso particular de la valoración de activos intangibles”, *ESIC-Market*, Nº 117, pp. 49-82.
- APELLÁNIZ, P. y ZARDOYA, A. (1995): “La publicación de información por segmentos no regulada: perfil característico de las empresas españolas”. En AECA (ed.): *Internacionalización de la empresa: un desafío para el 2000, VIII Congreso de AECA*, Vol. 1, AECA, Sevilla, pp. 47-68.
- BARNEY, J. B. (1986): “Strategic factor markets: expectations, luck and business strategy”, *Management Science*, Vol. 32, Nº 10, pp. 1231-1241.
- BARNEY, J. B. (1991): “Firm resources and sustained competitive advantage”, *Journal of Management*, Vol. 17, Nº 1, pp. 99-120.
- BARUCH, Y. (1996): “Self-performance appraisal versus direct-manager appraisal: a case of congruence”, *Journal of Managerial Psychology*, Vol. 11, Nº 6, pp. 50-65.
- BASSI, L. J. y VAN BUREN, M. E. (1999): “Valuing investments in intellectual capital”, *International Journal of Technology Management*, Vol. 18, pp. 414-432.
- BETTIS, R. A. y HITT, M. A. (1995): “The new competitive landscape”, *Strategic Management Journal*, Vol. 16, pp. 7-19.
- BEZANT, M. y PUNT, R. (1997): *The use of intellectual property as security for debt transactions*, The Intellectual Property Institute, London.
- BLACK J. A. y BOAL, K. B. (1994): “Strategic resources: Traits, configurations and paths to sustainable competitive advantage”, *Strategic Management Journal*, Vol. 15, pp. 131-148.
- BOISOT M. H. (1998): *Knowledge assets: securing competitive advantage in the information economy*, Oxford University Press, New York.
- BOLLEN, L., VERGAUWEN, P. y SCHNIEDERS, S. (2005): “Linking intellectual capital and intellectual property to company performance”, *Management Decisions*, Vol. 43, Nº 9, pp. 1161-1185.
- BONTIS, N. (1998): “Intellectual capital: An exploratory study that develops measures and models”, *Management Decision*, Vol. 36, Nº 2, pp. 63- 76.
- BONTIS, N. (1999): “Managing Organizational Knowledge by Diagnosing Intellectual Capital: Framing and advancing the state of the field”, *International Journal of Technology Management*, Vol. 18, Nº 5/6/7/8, pp. 433-462.
- BONTIS, N. (2001): “Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital”, *International Journal of Management Reviews*, Vol. 3, Nº 1, pp. 41-60.
- BONTIS, N. (2002): “Managing organizational knowledge by diagnosing Intellectual Capital: framing and advancing the sated of the field”. En Bontis, N. (ed.): *World Congress on intellectual capital readings*, Butterworth Heinemann, Boston, pp. 621-642.
- BONTIS, N. (2003): “Intellectual capital disclosure in Canadian corporations”, *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, Vol. 7, Nº 1-2, pp.9-20.
- BONTIS, N. y FITZ-ENZ, J. (2002): “Intellectual capital ROI: a causal map of human capital antecedents and consequents”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 3, Nº 3, pp. 223-247.
- BONTIS, N., KEOW, W. C. y RICHARDSON, S. (2000): “Intellectual capital and business performance in Malaysian industries”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 1, Nº 1, pp. 85-97.
- BOTOSAN, C. (1997): “Disclosure Level and the Cost of Equity Capital,” *The Accounting Review*, Vol. 72, pp. 323-349.
- BRENNAN, M. (1995): “Corporate finance over the past 25 years”, *Financial Management* Vol. 24, pp. 9-22.
- BRENNAN, N y CONNELL, B. (2000): “Intellectual capital: current issues and policy implications”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 1, Nº 3, 2000, pp. 206-240.
- BROOKING, A. (1996): *Intellectual Capital. Core assets for the third Millenium Entreprise*, International Thomson Business Press, London.
- BUENO, E. (1998): “El capital intangible como clave estratégica de la competencia actual”, *Boletín de Estudios Económicos*, Nº 164, pp. 207-229.
- BUENO, E. (Dir.) (2003): “Model for the measurement and management of Intellectual Capital: Intellectus Model”, *Intellectus Documents*, nº 5, Knowledge Society Research Centre, Madrid.
- BUSHMAN, R. M., INDJEKIAN, R. J. y SMITH, A. (1995): “Aggregate performance measures in business unit manager compensation: The role of intrafirm interdependencies”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 33, pp. 101-28.

- CABALLER, V. y MOYA, I. (1997): "Companies valuation: an analogical stock market empirical approach". En Topsacalian, P. (ed.): *Contemporary Developments in Finance*, Éditions ESKA, Paris.
- CAMFFERMAN, K. y COOKE, T. (2002): "An analysis of disclosure in the annual reports of U.K. and Dutch companies", *Journal of International Accounting Research*, Vol. 1, pp. 3-30.
- CAÑIBANO, L. (1999): "La medición de los intangibles: Nuevo desafío para la contabilidad en el siglo XXI". En AECA (ed): *Libro de ponencias presentadas al X Congreso AECA, La empresa española ante el siglo XXI*, AECA, Madrid, pp. 24-26.
- CAÑIBANO, L., SÁNCHEZ, P., GARCÍA-AYUSO, M. y CHAMINADE, C. (2002): *MERITUM Project. Guidelines for Managing and Reporting on Intangibles (Intellectual Capital Report)*, Vodafone Foundation, Madrid.
- CAÑIBANO, L., GARCÍA-AYUSO, M. y SÁNCHEZ, P. (1999): "La relevancia de los intangibles para la valoración y gestión de empresas: revisión de la literatura", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Nº 100, pp. 17-88.
- CHAMINADE, C. (2001): "La Sociedad del Conocimiento y su impacto en la empresa: la medición y gestión de los intangibles", *Revista Electrónica de Madri+d*, disponible en www.madrimasd.org/revista/revista3/tribuna/tribunas3.asp, consultado en enero de 2009.
- CHEN, J., ZHU, Z. y YUAN, H. (2004): "Measuring intellectual capital: a new model and empirical study", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 5, Nº 5, pp. 195-212.
- CHEN, M., CHENG, S. y HWANG, Y. (2005): "An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firm's market value and financial performance", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, Nº 2, pp. 159-176.
- CHEN, P. (2005): "Intellectual capital performance of commercial banks in Malaysia", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, Nº 3, pp. 385-396.
- CHOW, CH. y WONG-GOREN, A. (1987): "Voluntary financial disclosure by Mexican corporations", *The Accounting Review*, Vol. LXII, Nº 3, pp. 533-541.
- CHRISTOPHER, T. y HASSAN, S. (1995): "Voluntary disclosure of cash for information: Australian evidence", *Working Paper*, BAA Conference, Bristol.
- COOKE, T. E. (1996): "The influence of the keiretsu Japanese corporate disclosure", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 7, pp. 191-214.
- CRASWELL, A. y TAYLOR, S. (1992): "Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: An economic analysis", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 19, Nº 2, pp. 441-456.
- CUERVO, A. (1991): *Rentabilidad y creación de valor en la empresa. Discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras*, Real Academia de las Ciencias Económicas y Financieras, Barcelona
- DANISH AGENCY OF TRADE AND INDUSTRY (DATI) (2000): *A Guideline for Intellectual Capital Statements - A Key to Knowledge Management*, Ministry of Trade and Industry, Copenhagen.
- DÍAZ, N., AGUIAR, I. y DE SAÁ, P. (2006): "El conocimiento organizativo tecnológico y la capacidad de innovación. Evidencia para la empresa industrial española", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, Nº 27, pp. 33-60.
- DIEZ, J. M., OCHOA, M. L., PRIETO, M. B. y SANTIDRIÁN, A. (2007): "Identificación, medición y gestión del capital intelectual en las empresas de Castilla y León". Ponencia presentada al II Congreso Catalán de Contabilidad y Dirección Barcelona, mayo, disponible en http://www.accid.org/congres/ponencias/sessio34_1_2505.pdf
- EDVINSSON, L. (1997): "Developing intellectual capital at Skandia", *Long Range Planning*, Vol. 30, Nº 3, pp. 266-373.
- EDVINSSON, L. y MALONE, M. S. (1997): *Intellectual capital: realizing your company's true value by finding brainpower*, Harper Business, New York.
- ENGSTRÖM, T. E. J., WESTNES, P. y WESTNES, S. F. (2003): "Evaluating intellectual capital in the hotel industry", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, Nº 3, pp. 287-303.
- FASB (2002): *Disclosure about intangible assets*, Financial Accounting Standards Board, Connecticut, disponible en www.fasb.org/project/intangibles
- FIRER, S. y WILLIAMS, S. M. (2003): "Intellectual capital and traditional measures of corporate performance", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, Nº 3, pp. 348-360.
- GALBREATH, J. T. (2004): *Determinants of firm success: a resource-based analysis*, Tesis Doctoral, Curtin University of Technology, Perth, WA, Australia.
- GALLEGO, I. y RODRÍGUEZ, L. (2005): "Situation of intangible assets in Spanish firms: an empirical analysis", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, Nº 1, pp. 105-126.
- GARCÍA MERINO, D., RODRÍGUEZ CASTELLANOS, A., VALLEJO ALONSO, B. y ARREGUI AYASTUY, G. (2008): "Importancia y valoración de los intangibles: la percepción de los directivos", *Estudios de Economía Aplicada*, Vol. 26, Nº 3, pp. 27-55.
- GINER, B. (1997): "The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms", *The European Accounting Review*, Vol. 6, Nº 1, pp. 45-68.
- GISBERT, A. y CAÑIBANO, L. (2003): "Principales cambios en la valoración contable de los activos intangibles", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, Nº 4, pp. 187-222.
- GÓMEZ JIMÉNEZ, J. V. (2007): *Divulgación de información sobre intangibles en las empresas cotizadas españolas: factores determinantes e impacto en los mercados financieros y en la reputación corporativa*, Tesis Doctoral, Universidad de Deusto, San Sebastián.

- GONZÁLEZ, N. y NIETO, M. (2005): “Efectos de la ambigüedad causal sobre los resultados empresariales: Un análisis en las mayores empresas manufactureras españolas”, *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, N° 25, pp. 83-102.
- GRANT, R. M. (1991): “The resource-based theory of competitive advantages: implications for strategy formulation”, *California Management Review*, Vol. 33, N° 3, pp. 114-135.
- GRANT, R. M. (1996): “Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm”, *Strategic Management Journal*, Vol. 17, Winter -Special Issue, pp. 109-122.
- GRANT, R. M. (2002): *Contemporary strategy analysis: concepts, techniques, applications*, Blackwell Publishing, Oxford
- GRAY, D., ROSS, G. RASTAS, T. (2004): “What intangible resources do companies value, measure, and report? A synthesis of UK and Finnish research”, *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, Vol. 1, N° 3, pp. 242-261.
- GU, F. y LEV. B. (2001): “Intangible assets: measurement, drivers, usefulness”, disponible en www.stern.nyu.edu/~blev/
- GUIMÓN, J. (2005): “Intellectual capital reporting and credit risk analysis”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, N° 1, pp. 28-42.
- HALL, R. H. (1992): “The strategic analysis of intangible resources”, *Strategic Management Journal*, Vol. 13, N° 2, pp. 135-144.
- HALL, R. H. (1993): “A framework linking intangible resources and capabilities to sustainable competitive advantage”, *Strategic Management Journal*, Vol. 14, N° 8, pp. 607-618.
- HOOPES, D. G., MADSEN, T. L. y WALKER G. (2003): “Guest editors’ introduction to the special issue: Why is there a resource-based view? Toward a theory of a competitive advantage”, *Strategic Management Journal*, Vol. 24, (special issue), pp. 889-902.
- ÍÑIGUEZ SÁNCHEZ, R. y LÓPEZ ESPINOSA, G. (2005): “Valoración de los activos intangibles en el mercado de capitales español”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, N° 125, pp. 459-500.
- ITAMI, H. y ROEHL, T. (1987): *Mobilizing Invisible Assets*, Harvard University Press, Cambridge.
- JOHANSON, U., MARTENSSON, M. y SKOOG, M. (2001): “Measuring to understand intangible performance drivers”, *The European Accounting Review*, Vol. 10, N° 3, pp. 407-437.
- JOHNSON, T. H. y KAPLAN, R. S. (1987): *Relevance Lost: The Rise and the Fall of Management Accounting*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- KANNAN, G. y AULBUR, W. G. (2004): “Intellectual capital: Measurement effectiveness”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 5, N° 3, pp. 389-413.
- KAPLAN, R. S. y NORTON, D. P. (1992): “The balanced scorecard - measures that drive performance”, *Harvard Business Review*, enero-febrero, pp.71-79.
- KAPLAN, R. S. y NORTON, D. P. (1996): *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- KAPLAN, R. S. y NORTON, D. P. (2004): “Measuring the strategic readiness of intangible assets”, *Harvard Business Review*, Vol. 82, N° 2, pp. 52-63.
- KHOURY, S. (1998): “Valuing intellectual proprieties”. En Sullivan, P. H. (ed.): *Profiting from intellectual capital: extracting value from innovation*, John Wiley & Sons, New York, pp. 335-356.
- KIM, W. S. y SORENSEN E. H. (1986): “Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, N° 2, pp. 131-144.
- KRISTANDL, G. y BONTIS, N. (2007): Constructing a definition for intangibles using the resource based view of the firm, *Journal of Management Decision*, Vol. 45, N° 9, pp. 1510-1524.
- LEADBEATER, C. (2000): *New Measures for the New Economy*, ICAEW, London.
- LELAND, H. E. (1998): “Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, N° 4, pp. 1213-1243.
- LEV, B. (1989): “On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, supplement, pp. 153-192.
- LEV, B. (2001): *Intangibles: Management, measurement and reporting*, Brookings Institution Press, Washintong, D. C.
- LEV, B. y ZAMBON, S. (2003): “Intangibles and intellectual: capital an introduction to a special issue”, *European Accounting Review*, Vol. 12, N° 4, pp. 597-603.
- LEV, B. y ZAROWIN, P. (1998): “The boundaries of financial reporting and how to extend them”, *Working Paper*, New York University -Stern School of Business.
- LEV, B., SARATH, A. y SOUGIANNIS, T. (2000): “R&D reporting biases and their consequences”, *Working Paper*, New York University; Stern School of Business.
- LIEBOWITZ, J. y SUEN, C. Y. (2000): “Developing knowledge management metrics for measuring intellectual capital”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 1, N° 1, pp. 54-67.
- LIPPMAN, S. A. y RUMELT, R. P. (1982): “Uncertain imitability: An analysis of interfirm differences in efficiency under competition”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 23, pp. 418-438.
- LÖNNQVIST, A., KUJANSIVU P. y SILLANPAA, V. (2008): “Intellectual capital management practices in Finnish companies”, *International Journal of Innovation and Regional Development*, Vol. 1, N° 2, pp. 130-146.

- LÓPEZ, J. (1996): "Los recursos intangibles en la competitividad de las empresas: un análisis desde la teoría de los recursos", *Economía Industrial*, Nº 307, pp. 25-35.
- MACAGNAN, C. B. (2005): *Factores explicativos de la revelación de información de activos intangibles de empresas que cotizan en España*, Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Barcelona, Barcelona.
- MANN, H. B. y WHITNEY, D. R. (1947): "On a test of whether one of two random variables is stochastically larger than the other", *Annals of Mathematical Statistics*, Vol. 18, pp. 50-60.
- MARR, B. y GRAY, D. (2002): "Measuring Intellectual Capital - The internal and external drivers for measuring and reporting the intangibles of an organization". Ponencia presentada en el *Congreso The Transparent Enterprise. The Value of Intangibles*, Madrid.
- MARR, B., GRAY, D. y NEELY, A. (2003): "Why do firms measure their intellectual capital?", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, Nº 4, pp. 441-464.
- MARSHALL, A. (1890): *Principles of economics*, MacMillan, Londres.
- MARTÍN DE CASTRO, G., ALAMA, E. M., NAVAS, J. E. y LÓPEZ, P. (2009): "El papel del capital intelectual en la innovación tecnológica: una aplicación a las empresas de servicios profesionales de España", *Cuadernos de economía y dirección de la empresa*, Nº 40, pp. 83-109.
- MARTÍNEZ OCHOA, L. (1999): "Relevancia de la información contable y activos intangibles". Ponencia presentada en el *X Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA)*, Septiembre, AECA, Zaragoza, pp. 1-30.
- MCCUTCHEON, G. (2007): "PAVE/VRO, a Valuation Model for Intellectual Asset Rich Businesses". Ponencia presentada en *IC Congress 2007 Intellectual Capital: the Future of Business Navigation*, INHOLLAND University, Haarlem (Holanda).
- MCKINNON, H. y DALIMUNTHE, L. (1993): "Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies", *Accounting and Finance*, Vol. 35, Nº 2, pp. 33-50.
- MEEK, G., ROBERTS, C. y GRAY, S. (1995): "Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and Continental European multinational corporations", *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, pp. 555-571.
- MEYER, M. W. y GUPTA, V. (1994): "The performance paradox", *Research in Organizational Behavior*, Vol. 16, pp. 309-69.
- MILLER, D. y SHAMSIE, J. (1996): "The resource-based view of the firm in two environments: The Hollywood films studios from 1936 to 1965", *Academy of Management Journal*, Vol. 39, pp. 519-543.
- MITCHEL, G. R., CHIA, C. y LOH, A. (1995): "Voluntary disclosure of segment information: further Australian evidence", *Accounting & finance*, Vol. 35, nº 2, pp. 1-16.
- MONTGOMERY, C. A. y WERNERFELT, B. (1988): "Diversification, Ricardian rents, and Tobin's Q", *Journal of Economics*, Vol. 19, pp. 623-632.
- MORCK, R. y YEUNG, B. (2003): "Why firms diversify: internalization vs agency behaviour". En Hand, J. y Lev, B. (eds): *Intangible Assets: Values, Measures, and Risk*, Oxford University Press, Oxford, pp. 269-302.
- NARAYANAN, V. K., PINCHES, G. E., KELM, K. M. y LANDER, D. M. (2000): "The influence of voluntarily disclosed qualitative information", *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp. 707-722.
- NEELY, A., MILLS, J., GREGORY, M. y RICHARDS, H. (1996): "Performance measurement system design: should process-based approaches be adopted?", *International Journal of Production Economics*, Vol. 46-47, pp. 423-31.
- NEVADO, D. y LÓPEZ, V. R. (2007): "Medir los intangibles: claves para determinar el valor de la empresa", *Estrategia Financiera*, Nº 236, febrero, pp. 53-62.
- NIETO, M. y PÉREZ, C. (2006): "Características del conocimiento tecnológico y mecanismos de apropiación de innovaciones", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 15, Nº 3, pp. 93-106.
- OCHOA, M. L., PRIETO, M. B. y SANTIDRIÁN, A. (2007): "Estado de la gestión del capital intelectual: Evidencia empírica e ideas para la reflexión", *Documento de trabajo 09/07*, Universidad de Burgos, disponible en: www3.uva.es/empresa/uploads/dt_09_07.pdf
- OLIVÉ, A. (2008): "Cómo valorar una empresa a partir de sus activos intangibles", *Harvard Deusto, Finanzas&Contabilidad*, Nº 82, pp. 42-56.
- PORTER, M. E. (1980): *Competitive Strategy*, Free Press, Nueva York.
- PORTER, M. E. (1996): "What is strategy?", *Harvard Business Review*, noviembre-diciembre, pp.61-78.
- PRAHALAD, C. K. y HAMEL, G. (1990): "The core competence of the corporation", *Harvard Business Review*, Vol. 68, Nº 3, pp. 79-91.
- PRAHALAD, C. K. (1983): "Developing strategic capability: an agenda for Management", *Human Resources Management*, Vol. 22, pp. 237-254.
- PRENCIPE, A. (2004): "Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies", *The European Accounting Review*, Vol. 13, pp. 319-340.
- PRIETO, I. M. y REVILLA, E. (2006): "Assessing the impact of learning capability on business performance: empirical evidence from Spain", *Management Learning*, Vol. 37, Nº 4, pp. 499-522.
- PULIC, A. (1998): "Measuring the performance of intellectual potential in knowledge economy", disponible en www.measuring-ip.at/Opapers/Pulic/Vaictxt.vaictxt.html

- PULIC, A. (2000): “An accounting tool for IC management”, disponible en www.measuring-ip.at/Papers/ham99txt.htm
- QUINN, J. B. (1992): *Intelligent enterprise: A knowledge and service based paradigm for industry*, The Free Press, New York.
- REED, K., LUBATKIN, M. y SRINIVASAN, N. (2006): “Proposing and Testing an Intellectual Capital-Based View of the Firm”, *Journal of Management Studies*, Vol. 43, pp. 867-893.
- REED, R. y DE FILLIPI, R. (1990): “Causal ambiguity, barriers to imitation, and sustainable competitive advantage”, *Academy of Management Review*, Vol. 15, pp. 88-102.
- RIAHI-BELKAOU, A. (2003): “Intellectual capital and firm performance of US multinational firms: A study of the resource-based and stakeholder views”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, Nº 2, pp. 215-226.
- RIAHI-BELKAOU, A. (2003): “Intellectual capital and firm performance of US multinational firms”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, Nº 2, pp. 215-226.
- RICHARDSON A. y WELKER, M. (2001): “Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 26, pp. 597-616.
- RODOV, I. y LELIAERT, P. H. (2002): “FiMIAM: financial method of intangible assets measurement”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 3, Nº 2, pp. 323-336.
- RODRÍGUEZ CASTELLANOS, A. y ARAUJO DE LA MATA, A. (2005): “Métodos para la valoración económico-financiera de los intangibles”, *Capital Intelectual*, Nº 0, 1^{er} trimestre, pp. 19-27.
- RODRÍGUEZ CASTELLANOS, A., ARREGUI AYASTUY, G. y GARCÍA MERINO, D. (2006): “Intangibles financial valuation: a method grounded on an IC-based taxonomy”. En Martorell, O. (ed.): *Decisiones basadas en el conocimiento y en el papel social de la empresa*, Academia Europea de Dirección y Economía de la Empresa, Palma de Mallorca, pp. 117-133.
- RODRÍGUEZ-CASTELLANOS, A., ARREGUI-AYASTUY, G. y VALLEJO-ALONSO, A. (2007): “The financial valuation of intangibles: A method grounded on an IC-Based Taxonomy”. En Joia, L. A. (ed.): *Strategies for information technology and intellectual capital: Challenges and opportunities*, Information Science Reference, Londres, pp. 66-90.
- RODRÍGUEZ DOMÍNGUEZ, L. (2004): “Valoración y gestión de activos intangibles: Aproximación teórica y estudio empírico”, disponible en: www.pymesonline.com/formacion/index.php?action=download&id=475
- RODRÍGUEZ PÉREZ, J. y ORDÓÑEZ DE PABLOS, P. (2003): “Knowledge management and organizational competitiveness: a framework for human capital analysis”, *Journal of Knowledge Management*, Vol. 7, Nº 3, pp. 82-91.
- ROSS, G. y ROSS, J. (1997): “Measuring your company’s intellectual performance”, *Long Range Planning*, Vol. 30, pp. 413-426.
- RUMELT. R. P. (1984): “Toward a strategic theory of the firm”. En Lamb, R. (ed.): *Competitive strategic management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, pp. 167-185.
- RYLANDER, A., JACOBSEN, K. y ROOS, G. (2000): “Towards improved information disclosure on intellectual capital”, *International Journal of Technology Management*, Vol. 20, Nº 5-8, pp. 715-741.
- SAENZ, J. (2005): “Human capital indicators, business performance and market-to-book ratio”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, Nº 3, pp. 374-384.
- SALAS, V. (1996): “Economía y gestión de activos intangibles”, *Economía Industrial*, Nº 307, pp. 17-24
- SALOJÄRVI, S. (2004): “The role and nature of knowledge management in Finnish SMEs”, *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, Vol. 1, Nº 3, pp. 334-357.
- SÁNCHEZ, G. (1996): “Diseño de la estrategia en organizaciones orientadas al servicio”, *Alta Dirección*, Vol. 31, Nº 2, pp. 21-42.
- SHI, C. (1999): “On the trade-off between the future benefits and riskiness of R&D: a bondholders’ perspective”, *Working Paper*, University of California, Irvine School of Business, Irvine, CA.
- SKANDIA (1995): *Supplement to Skandia’s 1994 Annual Report*, Skandia, Stockholm.
- Stewart, T. A. (1997): *Intellectual Capital, the New Wealth of Organizations*, Nicholas Brealey, London.
- SUBRAMANIAM, M. y YOUNDT, M. (2005): “The Influence of Intellectual Capital on the Types of Innovative Capabilities”, *Academy of Management Journal*, Vol. 48, pp. 450-463.
- SVEIBY, K. E. (2000): “Intellectual capital and knowledge management”, disponible en: www.sveiby.com.au/BookContents.html
- SVEIBY, K. E. (2001): “Methods for measuring intangible assets”, disponible en: www.sveiby.com.au/BookContents.html
- SVEIBY, K. E. (1997a): *The new organizational wealth: managing & measuring knowledge-based assets*, Berrett-Koestler Publishers, San Francisco, CA.
- SVEIBY, K. E. (1997b): “Intellectual assets monitor”, disponible en: www.gestiondelconocimiento.com
- TAN, H. P., PLOWMAN, D. y HANCOCK, P. (2007): “Intellectual capital and financial returns of companies”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8, Nº 1, pp. 76-95.
- TEECE, D. (1998): “Capturing value from knowledge assets: the new economy, markets for know-how, and intangible assets”, *California Management Review*, Vol. 40, pp. 55-79.

- TEECE, D. (2000): *Managing Intellectual Capital: Organizational, Strategic, and Policy Dimensions and intangible assets*, Oxford University Press, New York.
- TEECE, D. (1980): "Economies of scope and the scope of the enterprise", *Journal of Economic Behaviour and Organization*, Vol. 1, pp. 223-33.
- VENTURA, J. (1996): *Análisis dinámico de la estrategia empresarial: un ensayo interdisciplinar*, Servicio de publicaciones de la Universidad de Oviedo, Oviedo.
- VICENTE, J. D. (2000): "Inversión en intangibles y creación de valor en la industria manufacturera española", *Economía Industrial*, N° 332, pp. 109-123.
- VICENTE, J. D. (2001): "Specificity and opacity as resource-based determinants of capital structure: evidence for Spanish manufacturing firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 22, pp. 157-177.
- VILLALONGA, B. (2004): "Intangible resources, Tobin's q , and sustainability of performance differences", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 54, pp. 205-230.
- VITALE, M., MAVRINAC, S. C. y HAUSER, M. (1994): "New process/financial scorecard: a strategic performance measurement system", *Planning Review*, Vol. 22, N° 4, pp. 21-26.
- WATSON, A., SHRIVES, P. y MARTSON, C. (2002): "Voluntary disclosure of accounting ratios in the U.K.", *British Accounting Review*, Vol. 34, N° 4, pp. 289-313.
- WILCOX-KING, A. y ZEITHAML, C.P. (2001): "Competences and firm performance: Examining the causal ambiguity paradox", *Strategic Management Journal*, Vol. 22, pp. 75-99.
- WILLIAMS, M. (2001): "Are intellectual capital performance and disclosure practices related?", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 2, N° 3, pp. 192-203.

ANEXO

Cuestionario empleado

A continuación se recogen las preguntas del cuestionario utilizado en el estudio sobre “Valoración de los intangibles en las Empresas de la Comunidad Autónoma Vasca” que se han considerado en la realización de este trabajo. Así mismo se recogen las explicaciones o definiciones aportadas a los encuestados en cada caso.

Intangible: Elementos sin soporte físico, que no necesariamente han de aparecer en el Balance, y que generan valor para la empresa. Por ejemplo: conocimientos de los trabajadores, cultura organizativa, marcas, patentes, etc.

	SI	NO	NS/NC
1.- ¿CREE IMPORTANTE LA VALORACIÓN DE LOS INTANGIBLES DE SU EMPRESA?	1	2	3

Pasar a preguntar datos identificativos

2.- ¿EN QUÉ MEDIDA CONSIDERA IMPORTANTE LA VALORACIÓN DE LOS INTANGIBLES DE SU EMPRESA PARA ... (1 = NADA IMPORTANTE Y 5 = MUY IMPORTANTE)					
	Nada		Muy		NS/NC
	1	2	3	4	C
- Mejorar la gestión de la empresa?	1 5	2	3	4	0
- Evaluar correctamente la situación económica y financiera de la empresa?	1 5	2	3	4	0
- Mostrar mayores garantías para la obtención de financiación?	1 5	2	3	4	0
- Determinar el precio de la empresa en el caso de transacciones empresariales (compraventa de empresas, salida o entrada de socios, fusiones, herencias...)?	1 5	2	3	4	0
- Otros motivos (<i>especificar cuáles</i>)_____					

