

Fundamentos teóricos de la corriente de investigación sobre relevancia valorativa

Principales contribuciones de la investigación sobre intangibles orientada hacia el mercado de capitales

Theoretical basis of value relevance research. Major contributions
of intangibles research oriented to capital market

Cecilia Rita Ficco

Universidad Nacional de Río Cuarto y

Universidad Nacional de Villa María, Argentina.

E-mail: cficco@eco.unrc.edu.ar

Resumen

Fecha de recepción: 28/03/2016
Fecha de aceptación: 03/06/2016

El presente trabajo tiene por objetivo exponer y analizar los principales fundamentos teóricos y conceptuales de la corriente de investigación sobre relevancia valorativa, contextualizándola dentro de la investigación orientada al mercado de capitales y del paradigma utilitarista, así como presentar algunos de los principales resultados que se han logrado a través de las investigaciones que, enmarcadas en dicha corriente, han examinado la relevancia valorativa de los intangibles. Metodológicamente, se ha realizado una investigación descriptiva y de tipo documental. Se concluye que la corriente de investigación sobre relevancia valorativa, que encuentra en el modelo de Ohlson (1995) un sólido fundamento teórico, tiene dentro de sus líneas más prolíficas y con mayores perspectivas a futuro, a aquella tendiente a demostrar la relevancia valorativa de los intangibles en los mercados de capitales. Los resultados de las investigaciones realizadas en esta línea han aportado evidencias claras acerca de la importancia de los intangibles para la valoración de las empresas, los que resultan de sumo interés tanto para el ámbito académico como para los organismos emisores de normas contables, ya que proporcionan

Palabras clave

- *paradigma utilitarista*
- *investigación contable*
- *mercados de capitales*
- *relevancia valorativa*
- *activos intangibles*

una base sólida para decidir qué información debe ser incluida en los estados financieros con el fin de incrementar su utilidad, lo que resulta fundamental para la mejora del modelo contable actual.

Abstract

This paper aims to expose and analyze the main theoretical and conceptual foundations of value relevance research by contextualizing it within the capital market oriented research and the utilitarian paradigm. It also aims to present some of the main results achieved through research studies which have examined the value relevance of intangibles. Methodologically, this research is descriptive and it is based on documental analysis. The paper concludes that value relevance research, which has a solid theoretical foundation in Ohlson's model (1995), has within its most prolific areas of research the line aimed at demonstrating the value relevance of intangibles in the capital markets. The results of this type of research have provided clear evidence about the importance of intangibles for the valuation of companies. These results are of great interest for standard setters as they provide a solid basis for deciding what information should be included in the financial statements in order to increase its usefulness, something that is essential for improving the current accounting model.

Keywords

- *paradigm of usefulness*
- *accounting research*
 - *capital markets*
 - *value relevance*
 - *intangible assets*

1. Introducción

Las características del actual entorno socioeconómico, en el que la generación de riqueza y bienestar se entienden estrechamente vinculados a las inversiones en innovación y, muy especialmente, a la generación de conocimiento, producen importantes implicancias para la valoración y la gestión de las organizaciones y le otorgan a los activos de carácter intangible gran relevancia.¹

En efecto, tal como indica Cañibano (2007), así como hace tan sólo tres décadas, el valor de una organización se asimilaba fundamentalmente al

valor de sus recursos tangibles y financieros, en la actualidad, el potencial de desarrollo futuro de las organizaciones descansa, principalmente, sobre sus recursos intangibles, que son los que asumen el papel central en la generación y el mantenimiento de ventajas competitivas, que determinan la capacidad de creación de valor y crecimiento.

No obstante, como señala Lev (2004), existe también un acuerdo general acerca de que la contabilidad financiera tradicional no ha podido proporcionar información adecuada acerca de los activos intangibles y de su impacto económico, especial-

(1) Es de destacar que la expresión activos intangibles no se utiliza aquí en el sentido restrictivo que los asocia a las normas contables emanadas de los organismos reguladores, sino que se la emplea para describir un conjunto de inversiones en conocimiento y en ciertas actividades que contribuyen a la creación futura de valor, lo que muchos autores asocian al concepto de «capital intelectual» (Stewart, 1997; Edvinsson, 1997; Bueno, 2003).

mente, con relación a los internamente generados en las organizaciones. Los sistemas contables en vigor —afirma Cañibano (2007)— fueron diseñados durante la era industrial, y responden a la necesidad de valorar los recursos tangibles de la empresa, pero resultan muy limitados en la actual economía del conocimiento.

En efecto, los intangibles que tradicionalmente han sido incluidos en los estados financieros son aquellos que Hendriksen y Van Breda (1992) califican como intangibles tradicionales (como las marcas, las patentes, los nombres comerciales y los derechos de autor), pero no ha ocurrido lo mismo con los nuevos intangibles, que son los que engloban dentro del concepto de capital intelectual,² incluyendo el conjunto de conocimientos, habilidades, actitudes, destrezas y experiencia acumulada de las personas que componen la empresa; los mecanismos y estructuras de la organización que pueden servir de soporte a esas personas para optimizar su rendimiento intelectual; la imagen de empresa, la lealtad y satisfacción de clientes, los pactos con proveedores, el poder comercial y la capacidad de negociación de la organización, entre otros.

Esta situación genera una importante limitación de los sistemas contables para capturar el valor de las organizaciones. Y esto tiene impacto tanto para la gestión interna de las empresas como para la valoración externa de las mismas, ya que, por un lado, la falta de información adecuada sobre los activos intangibles se traduce en una gestión ineficaz de las capacidades de las empresas por la falta de información sobre sus activos clave y, por otro, en una mayor volatilidad e ineficiencia de los mercados de capitales, que no disponen de información fiable sobre las verdaderas fuentes de creación de valor de las empresas cotizantes.

Estos problemas plantean un importante reto, no sólo para los organismos emisores de normas, sino también para la investigación contable que tiene una importante función para contribuir a dar respuesta a cuestiones relacionadas a la valoración de las organizaciones, a la medición y comunicación de información sobre los intangibles vinculados al conocimiento y a la gestión eficiente de los recursos intangibles.

Así, frente a las demandas que surgen del entorno económico actual, se vienen desarrollando diferentes líneas de investigación referidas al papel de los intangibles en la generación de valor en diferentes niveles, es decir, tanto a nivel de los mercados de capitales, como a nivel de las organizaciones.

A nivel de los mercados de capitales, las investigaciones se enfocan en determinar el efecto de los intangibles que poseen las empresas en dichos mercados. Estas investigaciones parten de la problemática que se genera por la deficiencia de información sobre intangibles que las empresas difunden hacia el exterior la que, al no permitir reflejar adecuadamente lo que es determinante para su éxito futuro, determina que la información que poseen los diferentes interesados en la empresa no sea la más adecuada para decidir sobre la asignación eficiente de sus recursos y, como consecuencia de ello, produce un ineficiente funcionamiento de los mercados.

En este ámbito, existen diferentes líneas de investigación que, buscando estimar el impacto de los intangibles en los mercados de capitales, han trabajado sobre diversos aspectos, tales como la influencia de los intangibles sobre algunas variables contables fundamentales, los efectos de la falta de información sobre intangibles en el riesgo y en el costo del capital o los mecanismos de difusión de

(2) El término «capital intelectual», acuñado por John Kenneth Galbraith en 1969, es complejo y, respecto de él, no existe una definición universalmente aceptada. No obstante, resulta interesante la definición que propone Euroforum (1998) vinculándolo con el concepto de activos intangibles en sentido contable. Así, Euroforum (1998) considera al capital intelectual como «el conjunto de activos intangibles de una organización que, pese a no estar reflejados en los estados contables tradicionales, genera valor en la actualidad o tiene potencial de generarlo en el futuro».

la información sobre intangibles y su interpretación por parte de los analistas financieros. Sin embargo, sobre todas ellas, se destaca, tal como indican García & Martínez (2003), la línea de investigación que tiende a demostrar la relevancia valorativa de los activos intangibles.

La mayor parte de los trabajos en esta línea se han concentrado en estudiar la relación de distintos elementos intangibles, tanto de los llamados tradicionales como de los nuevos intangibles, con la valoración de las empresas por parte de los inversores, encuadrándose dentro de la perspectiva de la medición del enfoque de la utilidad de la información contable para la toma de decisiones de inversión en el mercado de capitales que nace hacia finales de la década de los ochenta.

La importancia de esta línea está fundamentalmente asociada a la generación de conocimiento que pueda servir a los organismos emisores de principios y normas contables para decidir qué información debe ser incluida en los estados financieros con el fin de incrementar su utilidad para los usuarios de los mismos.

En este marco, el presente trabajo tiene por objetivo exponer y analizar los principales fundamentos teóricos y conceptuales de la corriente de investigación sobre relevancia valorativa, contextualizándola dentro de la investigación orientada al mercado de capitales y del paradigma utilitarista, así como presentar algunos de los principales resultados que se han logrado a través de las investigaciones que, enmarcadas en dicha corriente, han examinado la relevancia valorativa de los intangibles.

Metodológicamente, se ha realizado una investigación descriptiva y de tipo documental, concretada, fundamentalmente, a través de la revisión y análisis tanto de diferentes documentos que han sido clave para el desenvolvimiento de la teoría de la contabilidad financiera, como así también, de los principales trabajos que presentan resultados de investigaciones enmarcadas en la línea sujeta a estudio, con especial atención hacia aquellos que han sido pioneros o seminales dentro de la misma.

En lo que respecta a la estructura del trabajo, tras esta introducción, se presenta la evolución del pensamiento contable hacia el enfoque de la utilidad de la información para la toma de decisiones, para contextualizar el cambio que también se produjo en la investigación contable a consecuencia del surgimiento del paradigma utilitarista. Seguidamente, se expone la evolución de una de las líneas de investigación que más se ha desarrollado dentro de dicho paradigma, como es la investigación contable orientada al mercado de capitales, con el objeto de mostrar de qué manera, a través de esa evolución, surge la corriente de estudios de medición o relevancia valorativa. Luego se presentan los principales fundamentos teóricos y conceptuales de esta corriente investigativa, con especial énfasis en el modelo de Ohlson (1995), respecto del cual se describen sus principales fundamentos y contribuciones. En la última parte del desarrollo del trabajo se presentan algunos de los principales resultados logrados a través de las investigaciones que han estudiado la relevancia valorativa de los intangibles. Finalmente, se exponen las conclusiones.

2. El cambio de paradigma en el pensamiento contable y el surgimiento de la investigación orientada al mercado de capitales

En el desarrollo de la teoría contable, o más precisamente de la teoría de la contabilidad financiera, pueden apreciarse dos fases o etapas bien diferenciadas en lo que respecta a la función de esta rama de la contabilidad. Por un lado, el enfoque de rendición de cuentas, también conocido como enfoque del *stewardship*, en cuyo marco la contabilidad asume una función ligada al control. Y, por otro lado, el enfoque de la utilidad de la información para la toma de decisiones (*decisión usefulness approach*), que surge hacia finales de la década de los sesenta como consecuencia de diferentes

cambios producidos en el entorno en el que operaban los usuarios de la contabilidad, principalmente en Estados Unidos, que fueron dando lugar a nuevas necesidades de información contable.³

Específicamente, fue 1966, el año en que aparece el documento titulado «*A Statement of Basic Accounting Theory*» (ASOBAT), emitido por la *American Accounting Association*, la fecha clave que se asocia al surgimiento del nuevo enfoque.

Fue precisamente este documento el primero que presentó una definición de contabilidad bajo la nueva perspectiva, otorgando en esa concepción una gran importancia a la información y a la toma de decisiones y, fundamentalmente, a los usuarios de la información, como destinatarios del proceso de comunicación que involucra la misma.

Se produce así un cambio de enfoque con respecto del usuario, quien se convierte, tal como indica Tua (1995), «en el determinante de la información a incluir en los estados financieros, cuyo contenido se establece a partir de los posibles requerimientos de sus destinatarios» (p. 196).

Este cambio fue tan radical que algunos autores, como Beaver (1981), se refieren al mismo como una «*revolución contable*» que implicó un verdadero «*cambio de paradigma*» en la disciplina, con consecuencias e implicaciones sustanciales para la misma.

Muchos autores, así como la propia *American Accounting Association* (1977), han visto el cambio de paradigma como un paso de la búsqueda del «beneficio verdadero», que era el elemento básico para evaluar el desempeño de la gerencia en el marco del enfoque de rendición de cuentas, hacia la «utilidad de la información contable para la toma de decisiones».

Particularmente, el Informe Trueblood (*American Institute of Certified Public Accountants*, 1973) reconoce como objetivo fundamental de los estados

financieros el de «ofrecer información útil para la toma de decisiones económicas». Y este objetivo básico, que relaciona la contabilidad con la toma de decisiones económicas, establece que la justificación de la disciplina contable descansa en su «utilidad» y es consistente con el enfoque del usuario introducido por ASOBAT (1966). Por ello, se habla del surgimiento del «paradigma utilitarista».

Es importante destacar que el desarrollo del nuevo paradigma también se encuentra fuertemente vinculado al desarrollo de nuevas disciplinas que dieron lugar a teorías que han servido de guía para conocer qué información es «útil» para los inversores, reconocidos como los principales usuarios de la información contable.⁴ Particularmente, son las teorías de la decisión, de la inversión y de los mercados de valores eficientes las que han permitido generar el concepto de «utilidad para la decisión» de la información financiera que fuera introducido originalmente por ASOBAT (1966) y que continúa sustentando los pronunciamientos de principios contables básicos actuales, entre los que se incluyen los Marcos Conceptuales del *Financial Accounting Standards Board* (FASB) (1978, 1980, 2010).

Ahora bien, surgimiento del «paradigma utilitarista» no sólo tuvo consecuencias para la teoría de la contabilidad financiera; también impactó en la investigación contable. Tal como señala Giner (2001), frente a la posición normativa propia de la mayor parte de la investigación anterior, surge una nueva orientación en la investigación contable, metodológicamente distinta, con carácter positivista o empírico. Así, a tono con el nuevo paradigma, la investigación contable pasa también a estar centrada en los usuarios y en el análisis de la medida en que la información contable es o no útil para ellos.

(3) En Ficco (2011) puede encontrarse una descripción de la evolución histórica de estos dos enfoques y un análisis de las principales implicaciones que el cambio ha tenido en los objetivos y en los requisitos de la información contable.

(4) En lo que respecta a los usuarios, a través de la evolución de la teoría contable, puede apreciarse una progresiva ampliación del conjunto de posibles destinatarios de la información financiera, tal como surge de las sucesivas declaraciones de la *American Accounting Association* y del *Financial Accounting Standards Board* (FASB). No obstante, los inversores siguen siendo los usuarios fundamentales.

De las diversas corrientes de investigación enmarcadas en el paradigma utilitarista, la que más desarrollo ha tenido ha sido la centrada en el mercado de capitales, cuyos pioneros son Ball y Brown (1968) y Beaver (1968). Esta corriente se ha ocupado de investigar el papel de la información contable para los inversores y, fundamentalmente, en qué medida la información contable es útil para dichos usuarios. Aquí la utilidad para ser, como señalan Lev y Ohlson (1982), la prueba última y definitiva de eficacia de la información financiera, la cual es analizada desde una perspectiva empírica que se opone a la corriente clásica normativa que había dominado la investigación contable hasta los años sesenta.

Ahora bien, esta corriente de investigación que nace a partir del paradigma utilitarista ha tenido una evolución asociada a la del propio enfoque de la utilidad de la información para la toma de decisiones a través de sus dos perspectivas: la de la información y la de la medición.

3. Evolución de la investigación contable orientada hacia el mercado de capitales

La investigación contable orientada hacia el mercado de capitales nace con el paradigma utilitarista y uno de los motivos de su desarrollo se vincula a la necesidad de estudios empíricos que bajo dicho paradigma se plantea. En efecto, al asumirse, dentro del nuevo enfoque de la teoría contable, la idea de que es menester satisfacer las necesidades de los usuarios de la información, surge también la necesidad de investigar, desde una perspectiva empírica, sobre el uso que esos usuarios hacen de la información y, particularmente, en qué medida la información contable es útil o no para los mismos.

Sumado a ello, existieron otros factores que motivaron la aparición de esta línea de investigación. Por un lado, como señalan Giner (2001)

y Vázquez (2005), la emergencia de la economía positiva en Estados Unidos como paradigma dominante en el pensamiento económico y la posterior introducción de las ideas positivistas en la investigación contable ante la saturación de la corriente normativa deductiva de épocas anteriores, que planteaba un esquema conceptual autosuficiente en el que no tenía sentido la contrastación empírica y que había conducido a la investigación contable a un estado de estancamiento. Por otro lado, los importantes desarrollos en el campo de las finanzas, como la teoría de los mercados de valores eficientes y el modelo de valoración de activos (CAPM), que permiten establecer relaciones entre los mercados de capitales y los estados financieros para poder luego investigar sobre ellas.

Ahora bien, en forma paralela a la evolución del enfoque de la utilidad de la información para la toma de decisiones, la investigación contable orientada hacia el mercado de capitales también ha ido evolucionando, a punto tal que es posible distinguir tres grandes corrientes dentro de esta línea.

Así, durante los años setenta y ochenta se realizaron trabajos de contenido *informativo*, enmarcados en una perspectiva de la *información*. Y, aunque esta corriente aún tiene vigencia en la actualidad, hacia finales de los ochenta, comenzaron a realizarse estudios de *asociación*, también conocidos como estudios de relevancia, que dieron lugar al surgimiento de una corriente intermedia previa a la ruptura que implicó el paso hacia la perspectiva de la *medición*, a mediados de los noventa, dentro de la cual comenzaron a realizarse estudios de *medición o relevancia valorativa*.

El desarrollo de estas diferentes corrientes, no sólo tiene que ver, como indica Giner (2001), con un proceso evolutivo, de acumulación de conocimientos, que se ha ido produciendo dentro de la línea de investigación, sino que se derivan, fundamentalmente, del surgimiento de cuestionamientos acerca del funcionamiento eficiente del mercado.

La hipótesis de eficiencia de mercado o teoría de los mercados eficientes⁵ está en la base sobre la que se sustenta la investigación contable orientada al mercado de capitales. Fama (1970) establece que un mercado de capitales es eficiente si los precios de los títulos en un momento dado reflejan completamente toda la información disponible sobre ellos, siendo las condiciones implícitas para ello: la inexistencia de costos de transacción; la disponibilidad de toda la información para los participantes del mercado a costo cero y que los participantes del mercado estén de acuerdo sobre el precio actual y sus implicancias.

Los estudios de contenido informativo se han realizado bajo esta hipótesis, según la cual la información contable incide en el precio de los títulos y en el comportamiento de los inversores. Es decir, bajo la perspectiva informativa se asume que la información contable produce una revisión en las expectativas de los inversores sobre el futuro de la empresa, por lo que su publicación vendrá acompañada de una alteración en el comportamiento de los precios.

En esta perspectiva la «utilidad» de la información contable se relaciona con su contenido informativo y los precios son una referencia para ver el contenido informativo de dicha información, planteándose una relación entre utilidad y magnitud del cambio del precio de los títulos (Scott, 2003). Así, en un mercado eficiente, la utilidad de la información contable se demostraría si los precios reaccionan ante su divulgación.

En esta idea se han basado los estudios de Ball y Brown (1968) y Beaver (1968) que son los pioneros de esta corriente de investigación, quienes trataron de determinar el contenido informativo de un determinado anuncio contable mediante el análisis de la reacción del mercado ante el acontecimiento en cuestión, adoptando para ello la metodología de los estudios de eventos.

En sus primeros desarrollos, los trabajos de contenido informativo se orientaron a la evaluación del impacto del resultado contable sobre el mercado, contemplando el impacto de los resultados no esperados sobre la rentabilidad no esperada. Posteriormente, las investigaciones se replantearon hacia el estudio del impacto de otras variables contables.

De este modo, y siguiendo a Abad y Laffarga (1999), es posible clasificar a estos trabajos según las diferentes variables que se toman para analizar su impacto en el mercado: anuncios de resultados, de otros datos financieros, cambios contables e impacto de la regulación en el mercado y, así también, según la variable sobre la que se analiza el efecto: precios (rentabilidades anormales) o volumen de negociación.

Una cuestión a destacar es que en estos estudios subyace el modelo teórico de descuento de dividendos como modelo de valoración de los títulos, en cuyo marco los dividendos futuros son considerados como los portadores de valor. Así, sobre la base de este modelo, la perspectiva de la información considera que si los precios de los títulos son eficientes reflejan el valor actual de los futuros flujos de caja, es decir, el valor actual de los dividendos futuros esperados y, de esta manera, sirven de referencia para evaluar el contenido informativo de la información contable. Se admite que los atributos contables podrían proporcionar información sobre los dividendos futuros, de ahí que si la nueva información contable produce una revisión en las expectativas de los inversores sobre el futuro de la empresa, debe tener un impacto en los precios de mercado de los títulos.

Pero el modelo de actualización de dividendos no aporta un fundamento teórico conceptualmente sólido que establezca una relación formal entre el precio de los títulos y las variables contables, ya que, tal como se desprende de la proposición

(5) Samuelson (1965) fue uno de los primeros en formular de forma rigurosa esta teoría, pero es Fama (1970) quien acuña el término «mercado eficientes».

de Miller y Modigliani (1961), los dividendos no tienen relación con el precio. Esto se conoce como el «dilema de los dividendos»: el precio se basa en los dividendos futuros pero los dividendos pasados no indican nada sobre el precio (Penman, 1992).⁶

Los estudios de asociación que surgen hacia finales de los ochenta también mantienen la hipótesis de eficiencia del mercado y el modelo de descuento de dividendos, pero no analizan la reacción de los precios ante la información contable, sino la asociación–relación entre la información contable y la información del mercado, por lo que estos estudios abandonan el enfoque de causa–efecto característico de la perspectiva de la información.

Los estudios de asociación estudian la relevancia de la información contable tal como se define en el marco conceptual, analizando la capacidad de la información contable para captar aspectos que interesan a los inversores para la valoración de la empresa y empleando a los precios como una medida de referencia.

La diferencia más importante de estos trabajos con los de contenido informativo radica en que analizan la respuesta de los precios ante la información contable, pero generalmente sin tener en cuenta ningún suceso o acontecimiento en particular. Es más, los estudios de asociación se caracterizan por la ampliación del horizonte temporal de estudio, analizando las relaciones entre variables a largo plazo, utilizando ventanas temporales largas que pueden abarcar doce meses o más.

En este sentido, y para mostrar mejor la diferencia entre ambos tipos de estudios, resulta interesante citar el ejemplo de Giner, Revete y Arce (2002) cuando establecen que si el objetivo de la investigación «fuera saber si el mercado responde ante la publicación de un cierto informe (...), utilizaríamos

un estudio de evento, pero si se pretendiera saber si los principios contables estadounidenses son más o menos relevantes para los precios que los domésticos, nos decantaríamos por un estudio de asociación o relevancia» (1120).

Es importante remarcar que los estudios de asociación se enmarcan en una perspectiva próxima a la medición o valoración, pero sin adoptar un modelo teórico que justifique la selección de las variables contables que se someten a análisis, ya que en estos estudios también subyace el modelo de descuento de dividendos como modelo de valoración de los títulos.

Metodológicamente, los estudios de asociación emplean el análisis de regresión para evaluar la relación entre las variables del mercado y las variables contables, midiendo de diferentes maneras la respuesta de los precios ante la información contable. Una de ellas, la más habitual, ha sido el «coeficiente de respuesta al resultado», que es el coeficiente de la regresión entre la rentabilidad bursátil y el resultado no esperado o, también, el resultado del período, el cual, en los trabajos de contenido informativo se asume generalmente constante para todas las empresas y a lo largo del tiempo.

Hacia finales de los ochenta y principios de los noventa se produjeron dos fenómenos que fueron determinantes para la progresión y el avance de la investigación orientada hacia el mercado de capitales y el surgimiento de los estudios de medición o relevancia valorativa como un nuevo corriente investigativa. Así, por un lado, comenzaron a aparecer trabajos que cuestionaron el funcionamiento eficiente del mercado, documentando la existencia de anomalías en la hipótesis de eficiencia. Y, por otro lado, se desarrolló el modelo conocido como EBO (Ohlson, 1995), que resulta

(6) Para superar este problema, los investigadores de la perspectiva informativa han adoptado la hipótesis de la eficiencia del mercado en su forma semifuerte, que es uno de los tres niveles en que Fama (1970) ha clasificado la eficiencia del mercado en base a la información disponible para los participantes del mismo. Así, la eficiencia del mercado es débil cuando los precios de los títulos reflejan solamente información ya contenida en ellos. Es semifuerte, cuando los precios reflejan toda la información pública, principalmente de naturaleza contable. Finalmente cuando los precios del mercado reflejan toda la información, tanto pública como confidencial o privada, se considera que la eficiencia del mercado es fuerte

clave para el desarrollo de esta corriente investigativa, ya que proporciona el sustrato teórico contable a los estudios enmarcados en la misma.

Básicamente, al ingresar la investigación contable en una perspectiva de medición, los valores de mercado, sean precios o rentabilidades, dejan de ser el referente y la atención se centra ahora en la información que ofrecen los estados financieros y en la capacidad de los mismos para determinar el valor real o intrínseco de una empresa. Y esto se debe a que la información contable ya no es considerada como una señal que puede alterar las expectativas del inversor, como en la perspectiva informativa, sino que en la perspectiva de medición constituye, tal como indican Ou y Penman (1989a y b) «un atributo relevante de valor de los títulos».

En realidad, los estudios de relevancia valorativa son una evolución de los estudios de asociación, los que si bien consideraban a los precios como el reflejo de las expectativas de los inversores sobre el futuro de la empresa, admitiendo así su funcionamiento eficiente, ya reconocían la relevancia de la información contable para los mismos, aunque carecían de un sustento teórico que fundamentara la selección de las variables contables a analizar. En los estudios de asociación, las variables contables se seleccionaban siguiendo la «intuición» del investigador; en los estudios de relevancia valorativa dicha selección se sustenta en el modelo EBO (Ohlson, 1995), de ahí que el mismo ha resultado clave para el desarrollo de esta corriente de investigación.

4. Estudios de medición o relevancia valorativa: énfasis en la determinación del valor de la empresa con base en la información contable

El surgimiento de esta nueva corriente de investigación se produce en un momento en que comienza a ponerse en duda la hipótesis de eficiencia del mercado a través de diferentes trabajos que mues-

tran distintas anomalías en su funcionamiento, entre ellas, los comportamientos estacionales como el efecto enero y el efecto lunes, el efecto tamaño, el efecto precio/beneficio, el efecto valor en libros/valor de mercado y el movimiento de los precios tras el anuncio de resultados.

Pero, hacia finales de los ochenta, también surge evidencia acerca de que el resultado contable explica solamente una pequeña parte de la variación de los precios de los títulos en los días cercanos a los anuncios del mismo y luego esta porción explicada va decreciendo. En efecto, el trabajo de Lev (1989) ha mostrado que sólo del 2 % al 5 % de la variabilidad anormal de los rendimientos de los títulos, en una ventana estrecha alrededor de la fecha de anuncio del beneficio, puede ser atribuido al resultado contable por sí mismo, lo que estaría mostrando la falta de utilidad de la información contable.

En este marco, es posible afirmar que tanto los cuestionamientos hacia la hipótesis del funcionamiento eficiente del mercado de capitales como hacia los resultados sobre el papel de la información contable para el mismo, obtenidos mediante la metodología propia de los trabajos de contenido informativo, permiten explicar la existencia de esta nueva corriente investigativa.

Así, bajo la perspectiva de la medición el foco de atención deja de estar puesto en el precio de los títulos, para pasar a centrarse en la medición de su valor. Y esto se vincula con la suposición de que existe cierta ineficiencia en el mercado, que implica considerar que los precios no reflejan ese valor, por lo que interesa determinar el valor intrínseco de los títulos a través de los estados financieros para tener un punto de referencia con el que comparar los precios y detectar títulos sobrevalorados o infravalorados y, en su caso, operar en el mercado con distintas estrategias de inversión para obtener rendimientos anormales.

En la determinación del valor de los títulos la información contable ocupa un lugar central, ya que tanto el resultado contable como otras varia-

bles contenidas en los estados financieros dejan de ser tomadas solamente como señales de futuros dividendos para pasar a ser considerados como atributos relevantes de valor en sí mismos. Y este cambio sustancial en la consideración de la información contable fue planteado en los trabajos pioneros de Ou y Penman (1989a y b), que son los primeros en pasar de una perspectiva informativa a una perspectiva de medición y quienes, junto con Lev y Thiagarajan (1993), han aportado los trabajos seminales de esta corriente de investigativa.

En efecto, los trabajos de Ou y Penman (1989a y b) y el de Ou (1990) «representan los primeros estudios empíricos que se desvían del paradigma informativo» (Bauman, 1996:17), ya que, tal como lo explica Reverte (2000:39), «son los primeros en constatar empíricamente que los precios no se ajustan inmediatamente ante la divulgación de información contable útil para la predicción de los resultados futuros».

Ahora bien, el objetivo fundamental de emplear la información contable para predecir el valor de los títulos, propio de las investigaciones realizadas bajo la perspectiva de la medición, marca claramente una ruptura con el objetivo de los trabajos de contenido informativo y supone una respuesta a las anomalías en relación con el funcionamiento eficiente del mercado.

Sin embargo, es el modelo de Ohlson (1995) el que ha brindado a esta corriente el sustento teórico que permite justificar el interés en las variables contables como atributos de valor y es, asimismo, tal como lo indican Giner, Reverte y Arce (2002), el instrumento a través del cual, bajo la perspectiva de medición, se reconcilia el análisis fundamental con la teoría de la valoración.

Resurge así el interés por el análisis fundamental que plantea que el valor de los títulos se puede determinar a partir de la información disponible, con especial énfasis en la información contable (Penman, 1992); el cual había sido desestimado bajo la pers-

pectiva informativa en virtud de la consideración de que la información se incorpora a los precios instantáneamente y que, por tanto, el precio es una buena estimación del valor intrínseco de un título.

El énfasis puesto en la medición y la consecuente vuelta al análisis fundamental, que determinan que algunos autores, como Bauman (1996), hablen de un «enfoque fundamental» dentro de la investigación basada en el mercado, permiten vincular a esta corriente de investigación con la que floreció durante los años sesenta: la corriente clásica deductiva⁷ en la medida que retoma el interés por la medición del resultado y otras variables contables. No obstante, los estudios de relevancia valorativa se caracterizan por su fuerte empirismo, mientras que la corriente clásica tenía carácter fuertemente normativo.

De hecho, los estudios de relevancia valorativa se inscriben en la tradición positiva de investigación y examinan, tal como indican Barth, Beaver y Landsman (2001), la asociación entre las cifras contables y los valores de mercado, tratando, en algunos casos, de explicar los precios de mercado a través de diversos datos contables (línea explicativa) y, en otros, analizando si la información contable tiene capacidad para predecir rentabilidades (línea predictiva).

Pero también es necesario destacar que los estudios de relevancia valorativa le han aportado un importante perfeccionamiento metodológico a la investigación empírica orientada al mercado de capitales que se venía realizando, en tanto utilizan modelos de valoración con parámetros estimados a partir del análisis fundamental, que no sólo le aportan un sustento teórico sólido, sino que, además, evitan muchos problemas metodológicos que se presentaban en los estudios de eventos.

Como se ha indicado, esos modelos de valoración están basados en Ohlson (1995) y en sus refinamientos posteriores (Felthman y Ohlson, 1995 y Ohlson, 2000), cuyos principales fundamentos se exponen seguidamente.

(7) La corriente clásica deductiva floreció durante los años sesenta y, en su marco, se ponía un fuerte énfasis en la medición del valor y del resultado «verdaderos» de la empresa, por lo que tenía plena cabida el análisis fundamental.

5. El modelo de Ohlson como base conceptual de los estudios de relevancia valorativa. Aspectos fundamentales y principales contribuciones

Fue recién con la aparición del modelo de Ohlson (1995),⁸ también conocido como modelo EBO por las iniciales de los apellidos de sus tres precursores: Edwards, Bell y Ohlson,⁹ cuando la investigación contable gira definitivamente desde una perspectiva informativa hacia la perspectiva de la medición, ya que es recién con la aceptación de este modelo cuando las investigaciones pasan a tener una base conceptual sólida y rigurosa que proporciona un vínculo formal entre la información contable y los precios de mercado. El trabajo de Ohlson (1995) y también el de Feltham y Ohlson (1995) —que presenta un refinamiento del modelo original— representan, tal como indica Bauman (1996), los primeros pasos hacia un desarrollo formal de la relación entre los datos contables y el valor de las acciones de la empresa, lo que ha permitido la consolidación de la «perspectiva de medición o fundamental» en la investigación empírica contable orientada al mercado de capitales.

El modelo EBO, además, como señalan Giner, Reverte y Arce (2002), «enlaza la investigación contable basada en el mercado de capitales con la clásica de los años sesenta» (1130), en tanto combina las teorías económicas de medición del resultado, propias de la corriente de investigación clásica, con los avances en la teoría de la valoración de activos bajo condiciones de incertidumbre. En efecto, continúan Giner, Reverte y Arce (2002), el modelo EBO se basa en los conceptos de capital de Fisher (1906) y de beneficio de Hicks (1939) y, en concreto, en el tradicional modelo de descuento de

dividendos, pero incorporando, la llamada condición de excedente limpio (*clean surplus*) que es sustancialmente la misma idea que la del beneficio económico de Hicks (1939).

Así, al igual que otros modelos utilizados en la investigación empírica orientada al mercado de capitales, como los modelos de capitalización de beneficios o los modelos basados en el balance, el modelo de Ohlson (1995) parte de la expresión del modelo de Williams (1938), el cual caracteriza el precio de una acción como el valor actual de sus dividendos futuros:

$$P_t = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E_t(d_{t+n})}{(1+r)^n} \quad (1)$$

Donde P_t representa el precio de una acción en el momento t , $E_t(d_{t+n})$ la estimación en el momento t de los dividendos anuales que se abonarán en el futuro y r la tasa de descuento.

Sin embargo, son muchos los modelos que toman como base la fórmula anterior, intentando sustituir en la misma la variable «dividendos» por otra de naturaleza u origen contable acudiendo, para hacerlo, a asunciones muy restrictivas (García & Martínez, 2003) o a hipótesis difícilmente sostenibles (García & Monterrey, 1998). Sin embargo, en el modelo EBO, para realizar dicha sustitución, se incorporan dos conceptos básicos: la condición de excedente limpio o excedente neto (*clean surplus*) y la definición de resultados anormales (o residuales).

La condición *clean surplus* establece que el incremento del valor contable de los recursos propios o patrimonio neto de una empresa, en un momento del tiempo t , es únicamente consecuencia del resultado generado en el ejercicio, disminuido por la deducción de los dividendos repartidos. O, dicho en otros términos, todo incremento en el patrimonio

(8) El modelo conocido como EBO (Edwards, Bell y Ohlson) fue propuesto por Ohlson y fue publicado en 1995, aunque ya hacia finales de los ochenta (1989) se había comenzado a divulgar, en una versión preliminar, como documento de trabajo.

(9) El modelo de Ohlson (1995), resume las propuestas teóricas hechas por Peinreich (1938), Edwards y Bell (1961) y Peasnell (1982).

neto proviene del resultado no distribuido como dividendos. Así:

$$B_t = B_{t-1} + C_t - d_t \tag{2}$$

Donde B_t y B_{t-1} es el valor contable del patrimonio neto al final del ejercicio t y $t-1$, respectivamente, C_t el resultado contable obtenido durante el ejercicio t y d_t los dividendos distribuidos en dicho período.

Y el concepto de resultados anormales o residuales hace referencia a la diferencia entre el resultado contable realmente obtenido por la empresa y el requerido por los inversores en función de la tasa de costo de su capital (r):

$$C_t^a = C_t - rB_{t-1} \tag{3}$$

Donde C_t^a es el resultado anormal correspondiente al ejercicio t .

Incorporando los dos conceptos anteriores a la fórmula de valoración de títulos presentada en (1), se llega al modelo de valoración de Ohlson (1995).

Así, despejando C_t en (3) se obtiene una expresión para el resultado contable:

$$C_t = C_t^a + rB_{t-1} \tag{4}$$

Y, reemplazando en (2), se tiene:

$$B_t = rB_{t-1} + C_t^a + rB_{t-1} - d_t \tag{5}$$

Siendo la anterior igualdad la que permite obtener la siguiente expresión para los dividendos:

$$d_t = B_{t-1} + C_t^a + rB_{t-1} - B_t \tag{6}$$

$$d_t = C_t^a - B_t + B_{t-1} (1 + r)$$

La cual, sustituida en (1) y operando matemáticamente de manera conveniente, permite obtener la función de valoración de acciones conocida como modelo del resultado anormal o residual:

$$P_t = B_t + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E_t(C_{t+n}^a)}{(1+r)^n} \tag{7}$$

La formulación del modelo es, de este modo, similar al modelo de descuento de dividendos, pero contempla variables contables y no del mercado, en tanto hace depender el valor de la empresa del valor contable de sus recursos propios o patrimonio neto (B_t) y de su capacidad para generar en el futuro beneficios por encima de la tasa de retorno requerida por los inversores. Así, para obtener el valor de las acciones de la empresa, al valor del patrimonio neto de la empresa se le debe añadir el resultado anormal futuro esperado por los inversores debidamente actualizado, es decir, la superrentabilidad futura de la empresa.

Ahora bien, para poder llegar a una fórmula de valoración que permita determinar el valor de la empresa a partir de sus magnitudes contables fundamentales, que son datos conocidos, Ohlson (1995) modeliza el proceso de generación de las expectativas futuras de resultados anormales, lo que constituye el aporte más importante del modelo de este autor.

Concretamente, incorpora dos supuestos. Por un lado, que los resultados anormales siguen un proceso autorregresivo lineal o de primer orden y, por otro, que los resultados anormales futuros dependen no sólo de la información contable del período, sino también de otra información no incluida en los estados financieros.

La introducción de estos supuestos sobre el comportamiento de los resultados anormales, asumiendo que los mismos se ajustan a un modelo autorregresivo que implica que el resultado anormal del ejercicio t es una función del resultado observado al final del período anterior y de otra información no contenida en los estados financieros (medida a través de la variable v_t), puede plasmarse matemáticamente a través del sistema de ecuaciones que se presenta seguidamente:

$$C_{t+1}^a = \omega C_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1} \tag{8}$$

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2t+1}$$

Donde:

C_t^a = resultado anormal correspondiente al ejercicio t

v_t = información no contenida en los estados financieros en el momento t

ω = factor de persistencia del resultado anormal

γ = parámetro de persistencia de la variable v_t

ε_{1t+1} y ε_{2t+1} = términos de error impredecibles

La incorporación de estos supuestos, planteados por medio del sistema de ecuaciones presentado en (8), al modelo de valoración obtenido en (7) permite obtener la siguiente función valorativa:

$$P_t = B_t + \alpha_1 C_t^a + \alpha_2 v_t \quad (9)$$

Donde:

P_t = valor de la acción en el momento t

B_t = valor contable del patrimonio neto del ejercicio t

C_t^a = resultado anormal correspondiente al ejercicio t

v_t = información no contenida en los estados financieros en el momento t

Siendo:

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{(1-r) - \omega} \quad y$$

$$\alpha_2 = \frac{1+r}{((1+r) - \gamma)((1+r) - \omega)}$$

Así, el modelo de Ohlson (1995), además de expresar el valor de la empresa en función del valor contable de los recursos propios (B_t) y el valor actual de los resultados anormales futuros —o resultados obtenidos por encima del nivel requerido— ($\alpha_1 C_t^a$), utiliza otra variable (v_t) que refleja la información no incluida en los estados financieros pero que sirve para predecir beneficios futuros.

Precisamente, la incorporación de esta variable es, como indica Bernard (1995), lo que distingue a este modelo, diferenciándolo de otros. Además, como señala Kothari (2000:75), «formaliza la idea de que los precios reflejan un conjunto de información más rico que el contenido en el resultado calculado bajo el criterio de costo histórico».

Ahora bien, aunque Ohlson (1995) ha incorporado esta variable clave al modelo, no ha especificado cuál es esa «otra información» no contenida en los estados financieros, quedando su interpretación a criterio de los investigadores que vayan a aplicar el modelo. Así, para García & Martínez (2003), «la variable «otra información» está relacionada con ciertos aspectos de la empresa, tales como su cultura, *know-how*, formación de su personal, estructura organizativa y relaciones con el entorno» (47), lo que, a juicio de la autoras, convierte al modelo en un modelo de valoración completo, ya que propone la valoración de la empresa no sólo en base a dos variables contables fundamentales: el patrimonio neto y el resultado anormal, sino también, considerando otra información que involucra aspectos clave no incluidos en los estados financieros pero que resultan determinantes para la generación de valor en las empresas, los que habitualmente se engloban bajo la categoría de activos intangibles o capital intelectual.

De esta forma, el trabajo de Ohlson (1995) brinda un marco conceptual de valoración sólido, en el que se establece una relación formal entre el valor de la empresa y sus estados financieros y que, por tanto, permite justificar la utilización de medidas contables como el patrimonio neto y el resultado contable como variables explicativas del precio de mercado de las acciones de las empresas.¹⁰

Así, una de los mayores aplicaciones que ha tenido el modelo EBO en las investigaciones enmarcadas en la corriente de medición ha sido para comprobar la asociación entre el valor de mercado de las empresas y dichas variables contables fundamentales.

(10) La función de valoración presentada en (9) se puede expresar también en términos del resultado contable en lugar del resultado anormal, utilizando la definición de resultado anormal y de excedente limpio.

Por ello, y como ya se ha indicado, los estudios de relevancia valorativa, al tomar como referencia teórica al modelo EBO, pueden considerarse como una evolución de los estudios de asociación que, aunque también analizan la asociación–relación entre la información contable y los precios, carecen de un sustrato teórico que justifique la elección de las variables contables sometidas a análisis.

Además, el modelo EBO, al utilizar dos variables fundamentales para la valoración de la empresa ha dado pie, como ya se ha indicado, al resurgimiento del análisis fundamental, planteando además otras importantes ventajas. Entre ellas, es posible indicar que este modelo evita el «dilema de los dividendos», al relacionar los estados financieros con el valor de la firma, sin hacer referencia directa a los dividendos. A su vez, muchos autores consideran que mantiene su validez con independencia de las estructuras o principios contables empleados para la determinación de los resultados o del patrimonio neto, por lo que sería independiente de las políticas contables adoptadas por las empresas. Es además, un modelo de valoración simple, con una estructura intuitiva y consistente con el razonamiento económico y la observación empírica, «que se ajusta la creencia tradicional de que el valor de la empresa se compone de dos partes, el valor de la inversión en ella realizada y el valor actual de los superbeneficios que es capaz de generar» (Giner, Reverte y Arce, 2002:1129), y que permite, también, su adaptación a distintos contextos.

6. Diferentes líneas dentro de los estudios de relevancia valorativa. La relevancia valorativa de los intangibles

Dentro de los estudios de valoración basados en el modelo EBO y en sus refinamientos posteriores (Feltham y Ohlson, 1995 y Ohlson, 2000) existen diferentes líneas. Una de ellas, es la que se ha ocupado de estudiar la relevancia de la información contable en el tiempo. La proliferación de esta línea ha estado motivada, en gran parte, en la pérdida de relevancia de dicha información como consecuencia de la falta de adaptación del sistema contable tradicional a las características de la realidad económica cambiante.

Dentro de estos estudios pueden citarse, sin ánimo de exhaustividad, los de Collins, Maydew y Weiss (1997), Francis y Schipper (1999), Ely y Waymire (1999), Brown, Lo y Lys (1999), Lev y Zarowin (1999) y Cañibano, García y Rueda (2000). Y, aunque los resultados a los que arriban en algunos casos son ambiguos,¹¹ es posible concluir, en líneas generales, que la relación entre las variables del mercado y la información contable se ha ido debilitando a lo largo del tiempo, lo que ha implicado una disminución de la relevancia valorativa de los estados financieros.

Muchos autores han atribuido esta pérdida de relevancia valorativa de la información contable a través del tiempo a la falta de reflejo en los balances de las inversiones en intangibles, principalmente, de aquellos autogenerados, que son los que quedarían englobados dentro del concepto de capital intelectual.

Y esto genera una importante limitación de los sistemas contables para capturar el valor de las organizaciones, lo que se traduce, por un lado, en una gestión ineficaz de las capacidades de las mismas por la falta de información sobre sus

(11) Así, Collins, Maydew y Weiss (1997) y Francis y Schipper (1999) obtienen resultados que muestran una disminución de la relevancia valorativa del resultado contable en favor de un incremento de la relevancia valorativa del patrimonio neto contable. Por otra parte, Cañibano, García y Rueda (2000) encuentran resultados en favor de la pérdida de relevancia del valor en libros de los recursos propios y muestran que los beneficios mantienen su capacidad para captar información de utilidad para la valoración de las empresas.

activos clave y, por otro, en una mayor volatilidad e ineficiencia de los mercados de capitales, que no disponen de información fiable sobre las verdaderas fuentes de creación de valor de las empresas cotizantes (Cañibano, 2007).

Esta situación plantea nuevos retos para los organismos emisores de normas, en pos de incrementar la relevancia de la información contable, ya sea a través de la inclusión de información de carácter no financiero sobre los intangibles, complementaria a los estados contables, o a través de una mayor inclusión de valores razonables en los mismos.¹²

Pero también ha tenido impacto en el campo de la investigación contable y, dentro de ella, en la corriente de investigación de relevancia valorativa, bajo la cual se ha desarrollado otra línea que tiene por objeto estudiar la relevancia valorativa de partidas contables específicas. Sin embargo, y tal como señalan García y Martínez (2003:50), «sobre todas ellas, destaca aquella línea tendiente a demostrar la relevancia valorativa de los intangibles».

En esta línea, son numerosas las investigaciones que han aportado evidencia empírica sobre la relevancia de dichos activos para la valoración de las empresas por parte de los inversores.

Algunos de estos estudios se han concentrado en mostrar la existencia de una asociación entre el valor de la empresa y ciertas partidas específicas relacionadas con los intangibles. Así, los estudios de Ittner y Larcker (1998), Barth, Clement, Foster y Kasznik (1998) y Black, Carnes y Vernon (1999), utilizando medidas de la satisfacción de la clientela, valoración de marcas y reputación de la empresa, respectivamente, confirman que esas medidas de intangibles están relacionadas con los precios de mercado. Por su parte, García, Moreno y Sierra (2000) demuestran la relevancia valorativa de otros aspectos relacionados con los intangibles, como la diversificación y el anuncio de lanzamiento de

nuevos productos. Y Dutordoir, Verbeeten y De Beijer (2010) encuentran que los anuncios relacionados con el valor de las marcas llevan a rendimientos anormales significativos de las acciones de las empresas relacionadas.

Otros estudios, como los de Sougiannis (1994), Lev y Sougiannis (1996) y Lev y Zarowin (1999) han trabajado, específicamente, con los gastos de investigación y desarrollo, encontrando que el mercado reconoce la relevancia de los mismos para la valoración.

Una gran parte de las investigaciones han tratado aspectos relacionados con el fondo de comercio proveniente de las adquisiciones de empresas, que es el mayor intangible reconocido en la mayoría de empresas. Estudios como los de Amir, Harris y Venutti (1993), Chauvin y Hirschey (1994), McCarthy y Schneider (1995), Jennings, Robinson, Thompson y Duvall (1996) y Larrán, Monterrey y Mulero (2000), documentan la existencia de una relación positiva y significativa entre el fondo de comercio y el valor de mercado de la empresa.

Otras investigaciones han trabajado a nivel más general. Así, Goodwin (2002) realizó un interesante estudio en el entorno contable de Australia, con objeto de determinar la relevancia valorativa de los intangibles. Los resultados obtenidos por este autor confirman las afirmaciones de Lev y Zarowin (1999) en el sentido de que los resultados de las empresas que capitalizan intangibles reflejan relativamente más información para la valoración de la empresa que las empresas que no los capitalizan

Por su parte, el estudio de Iñiguez y López (2005) apunta a comprobar si, en el mercado bursátil español, el nivel de intangibles capitalizados, y el de los no contabilizados, afecta a la valoración y rentabilidad de las acciones. Los resultados obtenidos muestran que no existen diferentes niveles de rentabilidad en función del grado de

(12) En efecto, la perspectiva de la medición, como enfoque hacia los estados financieros, implica, tal como lo ha indicado Scott (2003, p. 175) «un mayor uso de valores razonables» en los mismos, para otorgarles, de esa manera, un rol más importante en asistir a los inversores en la predicción del valor fundamental de la empresa.

intangibles reconocidos contablemente y, en lo que respecta a los intangibles no reconocidos contablemente, obtienen evidencia de que las empresas, con mayor grado de ellos, logran mayores rentabilidades en sus acciones.

García y Martínez (2004), también realizan un estudio para el mercado de capitales español con el objetivo de conocer la relevancia valorativa de la información sobre capital intelectual incluida en los informes de analistas financieros. Para ello, utilizan el modelo EBO empleando como subrogado de la variable «otra información» los pronósticos de analistas financieros, siguiendo, de esta forma, la sugerencia de Ohlson (2000). Los resultados ponen de manifiesto que la información sobre intangibles comunicada por los analistas a través de sus informes está asociada con el valor de mercado de la empresa, lo que confirma la relevancia de los activos intangibles en el proceso de creación de valor.

La revisión de los distintos estudios antes comentados, que de ninguna manera pretende ser exhaustiva, permite apreciar que se han obtenido claras evidencias acerca de la importancia de los activos intangibles en la valoración de las empresas. En general, los resultados han mostrado que los precios de las acciones reflejan los activos intangibles, al haberse encontrado una relación positiva entre los precios y el valor de los activos intangibles, tanto de aquellos reconocidos contablemente como de aquellos que la contabilidad financiera tradicional no reconoce.

Por ello, es posible afirmar que estos estudios no sólo han revelado la importancia de la información contable sobre intangibles para la valoración de las acciones, sino que también han mostrado la relevancia de ciertas partidas relacionadas con los mismos, que no están incluidas en los estados financieros, pero que se vinculan con los factores que resultan clave para el logro de ventajas compe-

titivas por parte de las empresas y que, por tanto, resultan fundamentales para su valoración.

Y el conocimiento generado a partir de esta línea de investigación sobre la relevancia valorativa de los intangibles es de sumo interés, no sólo para el ámbito académico, sino también para los organismos emisores de principios y normas contables. Así lo han mostrado Barth, Beaver y Landsman (2001), quienes, realizando una revisión de los trabajos enmarcados en esta línea de investigación, analizan las implicaciones de los mismos en el proceso de emisión de normas contables, mostrando la importancia de esas investigaciones en el referido proceso.¹³

Los resultados de las investigaciones sobre relevancia valorativa proporcionan una base sólida para decidir qué información debe ser incluida en los estados financieros con el fin de incrementar su utilidad para los usuarios de los mismos. Tal como señalan Cañibano, García y Sánchez (1999:74): «La evidencia aportada por investigaciones de esa naturaleza puede ser de gran ayuda para los organismos emisores de normas contables, ya que constituye uno de los inputs básicos para la mejora del modelo contable actual mediante la elaboración de nuevas normas de contabilidad financiera».

7. Conclusiones

El surgimiento del «paradigma utilitarista», hacia finales de la década de los sesenta, que implicó una verdadera revolución para la teoría de la contabilidad financiera, también impactó en la investigación contable, dando lugar a una nueva orientación para la misma. Así, a tono con el nuevo paradigma, la investigación contable pasa también a estar centrada en los usuarios y en el análisis de la medida en que la información contable es o no útil

(13) Específicamente, el trabajo de Barth, Beaver y Landsman (2001) fue elaborado como respuesta al de Holthausen y Watts (2001), en el que se establece que las investigaciones sobre relevancia valorativa ofrecen muy poca utilidad para los emisores de normas contables.

para ellos. Pero además, adquiere una nueva orientación en el campo metodológico, ya que asume un carácter empírico, que la opone a la posición normativa propia de la mayor parte de la investigación anterior.

De las diversas corrientes de investigación enmarcadas en el paradigma utilitarista, la que más desarrollo ha tenido ha sido la centrada en el mercado de capitales, cuyos pioneros son Ball y Brown (1968) y Beaver (1968), quienes desarrollaron sus investigaciones bajo la perspectiva informativa del enfoque de la utilidad de la información para la toma de decisiones.

Esta perspectiva se basa en la hipótesis de eficiencia de los mercados de valores y considera que la «utilidad» de la información contable se relaciona con su contenido informativo, por lo que la misma queda demostrada si los precios reaccionan ante su divulgación. En los estudios de contenido informativo subyace el modelo de descuento de dividendos como modelo de valoración de los títulos, en cuyo marco los dividendos futuros son considerados como los portadores de valor, admitiéndose que los variables contables podrían proporcionar información sobre los dividendos futuros.

La perspectiva de la información ha dominado la teoría de la contabilidad financiera y la investigación contable desde 1968 hasta el surgimiento, hacia finales de los ochenta y a partir de los aportes de Ou y Penman (1989a y b), de la perspectiva de la medición, que ha implicado una verdadera ruptura en relación con el enfoque anterior.

Al ingresar la investigación contable en esta perspectiva los precios dejan de ser el referente y la atención se centra ahora en la información que ofrecen los estados financieros y en la capacidad de los mismos para determinar el valor real o intrínseco de una empresa. Y esto se debe a que la información contable comienza a ser considerada como «un atributo relevante de valor de los títulos».

Fueron dos los fenómenos que resultaron determinantes para el surgimiento y el posterior avance de los estudios de medición o relevancia valora-

tiva como un nueva corriente investigativa. Por un lado, la aparición de distintos trabajos documentando la existencia de anomalías en la hipótesis de eficiencia. Y, por otro, el desarrollo del modelo EBO, propuesto por Ohlson (1995), que ha significado uno de los avances más importantes en la investigación empírica orientada al mercado de capitales, resultando clave para el desarrollo de la corriente sobre relevancia valorativa, porque le ha proporcionado el sustento teórico a partir del cual se establece formalmente el vínculo entre las variables contables y el valor de la empresa.

Así, el modelo EBO parte del modelo de descuento de dividendos pero hace depender el valor de la empresa del valor contable de sus recursos propios y de la superrentabilidad futura de la misma, es decir, del resultado anormal futuro esperado por los inversores, debidamente actualizado. Pero Ohlson (1995) incorpora, además, dos supuestos sobre el comportamiento de los resultados anormales, asumiendo que los mismos se ajustan a un modelo autorregresivo que implica que el resultado anormal de un ejercicio es una función del resultado observado al final del período anterior y de otra información no contenida en los estados financieros pero que sirve para predecir beneficios futuros.

Y es precisamente esta formalización de las futuras expectativas sobre la rentabilidad anormal, una de las mayores aportaciones de Ohlson (1995), en tanto permite justificar la utilización de medidas contables como el patrimonio neto y el resultado como variables explicativas del precio de mercado de las acciones.

Además, el modelo EBO, al utilizar estas dos variables contables fundamentales para la valoración de la empresa ha dado lugar al resurgimiento del análisis fundamental, que vuelve a ser considerado en el marco de la teoría de la valoración a través de este modelo, en la medida que reconoce la necesidad de predecir los futuros resultados anormales de la empresa como paso previo para la determinación del valor intrínseco de los títulos.

Por otro lado, la incorporación de la variable «otra información» al modelo de valoración convierte al mismo en un modelo de valoración completo que lo diferencia y distingue de otros, permitiendo incluir en el mismo otros aspectos que, siendo determinantes para la valoración de las empresas, no están reflejados en los estados financieros.

Y esto da lugar a la consideración, en el marco del modelo EBO, de un conjunto de elementos que resultan determinantes para la generación de valor en las empresas pero que los sistemas contables actuales no reconocen, como son, los activos intangibles autogenerados, comúnmente englobados bajo la categoría de capital intelectual.

Precisamente, dentro de las líneas de investigación basadas en este modelo, una de las que más se destaca es la línea tendiente a demostrar la relevancia valorativa de los intangibles en los mercados de capitales, cuya proliferación ha estado motivada, en gran parte, en la pérdida de relevancia de la información contable a través del tiempo, la que ha sido atribuida a la falta de reflejo en los estados financieros de las inversiones en intangibles, principalmente, de los autogenerados por las empresas.

Los resultados de las investigaciones sobre relevancia valorativa de los intangibles, desarrolladas desde inicios de la década de los noventa hasta la actualidad, han venido aportando evidencias claras acerca de la importancia de los mismos en la valoración de las empresas, mostrando que los precios

de las acciones reflejan el valor de los activos intangibles, tanto de aquellos reconocidos contablemente como de aquellos que la contabilidad financiera tradicional no reconoce.

Y los resultados de esta línea de investigación resultan de sumo interés, no sólo para el ámbito académico, sino también para los organismos emisores de principios y normas contables, ya que proporcionan una base sólida para decidir qué información debe ser incluida en los estados financieros con el fin de incrementar su utilidad para los usuarios de los mismos.

De esta manera, la línea de investigación que, basada en la perspectiva de la medición y en el modelo de valoración EBO, tiene por objeto estudiar la relevancia valorativa de los intangibles, tiene plena vigencia e importantes perspectivas de futuro dentro de la investigación contable orientada al mercado de capitales, en tanto sus resultados se plantean como uno de los inputs básicos para la mejora del modelo contable actual.

Específicamente, y a partir de las bases planteadas en la presente investigación, surge una importante línea de avance para continuar la misma, como es la vinculada al estudio de la variable referida a «otra información» no contable incluida en el modelo valoración de Ohlson (1995), en pos de encontrar un subrogado apropiado para la misma que permita luego examinar la relevancia valorativa de los intangibles en el mercado de capitales argentino.

Referencias bibliográficas

- Abad, C. y Laffarga, J. (1999). *Accounting Information and Capital Markets: An Overview*. Comunicación presentada en el 22 EAA Congress, Bordeaux, Francia.
- American Accounting Association (1966). *Teoría Contable Básica*. México: UTHEA.
- American Accounting Association (1977). *Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance*. Estados Unidos.
- American Institute of Certified Public Accountants (1973). *Objectives of Financial Statements*. Estados Unidos.
- Amir, A., Harris, T. y Venuti, E. (1993). A Comparison of the Value-Relevance of US versus Non-US GAAP Accounting Measures Using 20-F Reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31, 230–264.
- Ball, R. y Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178.
- Barth, M., Beaver, W. y Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77–104.
- Barth, M., Clement, M., Foster, G. y Kasznik, R. (1998). Brand Values and Capital Market Valuations. *Review of Accounting Studies*, 41–68.
- Bauman, M. (1996). A review of fundamental analysis research in accounting. *Journal of Accounting Literature*, 15, pp 1–33.
- Black, E., Carnes, T. y Vernon, J. (1999). The market valuation of firm reputation. *Working Paper*. University of Arkansas and University of Kansas.
- Beaver, W. (1968). The Information Content of the Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92.
- Beaver, W. (1981). *Financial Reporting: an Accounting Revolution*. Nueva Jersey: Prentice Hall.
- Bernard, V. (1995). The Feltham–Ohlson framework: implications for empiricists. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 733–747.
- Brown, S., Lo, K. y Lys, T. (1999). Use of R² in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 83–115.
- Bueno, E. (2003). Metodología para Elaboración de Indicadores de Capital Intelectual. *Documentos Intellectus*, 4. Madrid: IADE (UAM).
- Cañibano, L. (2007). Algunos Nuevos Retos de la Información Contable-financiera: Intangibles, Internet y Gestión de Beneficios. En M. Pifarré (Ed.), *La ciencia de la contabilidad* (pp. 105–126). Barcelona: Publicaciones de la Universidad de Barcelona.
- Cañibano, L., García, M. y Rueda, J. (2000). Is accounting information losing relevance? Some answer from Spain. *Working Paper*. Universidad de Sevilla.
- Cañibano, L., García, M. y Sánchez, M. (1999). La relevancia de los intangibles para la valoración y la gestión de empresas: revisión de la literatura. *Revista Española de Contabilidad y Finanzas*, 100, 17–88.
- Chauvin K. y Hirschey, M. (1994). Goodwill, Profitability, and the Market Value of the Firm. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13, 15–180.
- Collins, D., Maydew, E. y Weiss, I. (1997). Changes in the Value-relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 39–67.
- Dutordoir, M., Verbeeten, F. y De Beijer, D. (2010). *The Magnitude and Determinants of Stock Price Reactions to Brand Value Announcements*. Recuperado el 9 de Diciembre de 2015, de <http://ssrn.com/abstract=1344523>
- Edvinsson, L. (1997). Developing Intellectual Capital at Skandia. *Long Range Planning*, 30(3), 366–373.
- Edwards, E. y Bell, P. (1961). The Theory and Measurement of Business Income. *University of California Press*, Bekerley.
- Ely, K. y Waymire, G. (1999). Accounting standard-setting organizations and earnings relevance: longitudinal evidence from NYSE common stocks, 1927–93. *Journal of Accounting Research*, 37, 293–317.
- Euroforum (1998). Medición del Capital Intelectual. Modelo Intelect. IUEE, Madrid.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 383–417.
- Feltham, G. y Ohlson, J. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11, 689–731.
- Ficco, C. (2011). Evolución Histórica de los Enfoques en Contabilidad Financiera: Implicaciones para los Objetivos y los Requisitos de la Información Contable. *Revista Actualidad Contable FACES*, 23, 39–61.
- Financial Accounting Standards Board (1978). *Statement of Finan-*

cial Accounting Concepts Nº 1: Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises. Norwalk, Connecticut, Estados Unidos.

• Financial Accounting Standards Board (1980). *Statement of Financial Accounting Concepts Nº 2: Qualitative Characteristics of Accounting Information*. Norwalk, Connecticut, Estados Unidos.

• Financial Accounting Standards Board (2010). *Statement of Financial Accounting Concepts Nº 8: Conceptual Framework for Financial Reporting — Chapter 1, The Objective of General Purpose Financial Reporting, and Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful Financial Information (a replacement of FASB Concepts Statements No. 1 and No. 2)*. Norwalk, Connecticut, Estados Unidos.

• Fisher, I. (1906). *The Nature of Income*. New York: Macmillan.

• Francis, J. y Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352.

• García, E. y Martínez, I. (2003). Los Estudios de Relevancia Valorativa en Mercados de Capitales; el Modelo de Valoración EBO (parte I). *Análisis Financiero*, 92, 44–57.

• García, E. y Martínez, I. (2004). El Modelo EBO y la Relevancia Valorativa de la Información sobre Capital Intelectual. Una aproximación empírica (parte II). *Análisis Financiero*, 93, 92–101.

• García, M. y Monterrey, J. (1998). El Modelo de Valoración Edwards–Bell–Ohlson (EBO): Aspectos teóricos y evidencia empírica. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 96, 751–785.

• García, M., Moreno, I. y Sierra, G. (2000). Fundamental analysis

and human capital: empirical evidence on the relationship between the quality of human resources and fundamental accounting variables. *Working Paper*, University of Seville.

• Giner, B. (2001). La Utilidad de la Información Contable desde la Perspectiva del Mercado: ¿Evolución o Revolución en la Investigación? *Revista de Contabilidad*, 4(7), 21–52.

• Giner, B., Reverte, C. y Arce, M. (2002). El Papel del Análisis Fundamental en la Investigación del Mercado de Capitales: Análisis Crítico de su Evolución. *Revista española de Financiación y Contabilidad*, 114(XXXI), 1111–1150.

• Goodwin, J. (2002). Longitudinal Earnings Value Relevance and Intangible Assets: Evidence from Australian Firms, 1975–1999. *Working paper*. La Trobe University.

• Hendriksen, E. y Van Breda, M. (1992). *Accounting Theory*. Irwin, Burr Ridge.

• Hicks, J. (1939). *Value and Capital*. Oxford University Press.

• Holthausen, R. y Watts, R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 3–75.

• Iñiguez, R. y López, G. (2005). Valoración de los activos intangibles en el mercado de capitales español. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 125, 459–499.

• Ittner, C. y Larcker, D. (1998). Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction. *Journal of Accounting Research, Supplement*, 1–35.

• Jennings, R., Robinson, J., Thompson II, R. y Duvall, L. (1996). The Relation between Accounting Goodwill

Numbers and Equity Values. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, 513–533.

• Kothari, S. (2000). Capital Markets Research in Accounting. *Working paper*, MIT.

• Larrán, M., Monterrey, J. y Mulero, E. (2000). Una evaluación empírica del fondo de comercio. *Revista de Contabilidad*, 3(5), 101–126.

• Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27, Supplement, 153–193.

• Lev, B. (2004). Intangibles en la encrucijada. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 1, 15–30.

• Lev, B. y Ohlson, J. (1982). Market-based empirical research in accounting: A review, interpretation and extension. *Journal of Accounting Research*, 20, Suplemento, 249–321.

• Lev, B. y Sougiannis, T. (1996). The Capitalization, Amortization, and Value–Relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics, February*, 107–138.

• Lev, B. y Thiagarajan, S. (1993). Fundamental information analysis. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190–215.

• Lev, B. y Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research, Autumn*, 353–385.

• McCarthy, M. y Schneider, D. (1995). Market Perception of Goodwill: Some Empirical Evidence. *Accounting and Business Research*, 26, 69–81.

• Miller, M. y Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, Octubre, 411–433.

- Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Ohlson, J. (2000). Positive NPV Projects and the Behaviour of Residual Earnings. *Working Paper*. New York University.
- Ou, J. y Penman, S. (1989a). Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11, 295–329 .
- Ou, J. y Penman, S. (1989b). Accounting measurement, price–earnings ratios, and the information content of security prices. *Journal of Accounting Research*, 27, Supplement, 111–144.
- Ou, J. (1990). The information content of nonearnings accounting numbers as earnings predictors. *Journal of Accounting Research*, 28, 144–163.
- Peasnell, K. (1982). Some Formal Connections between Economic Values and Yields and Accounting Numbers. *Journal of Business Finance and Accounting*, 9, 361–381.
- Peinreich, G. (1938). Annual Survey of Economic Theory: the Theory of Depreciation. *Econometrical*, 7, 465–483.
- Penman, S. (1992). Return to fundamentals. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 7, Fall, 465–483.
- Reverte, C. (2000). La Capacidad Predictiva de la Información Financiera sobre los Resultados Futuros. *Tesis doctoral*, Universidad de Valencia, España.
- Samuelson, P. (1965). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. *Sloan Management Review*, Spring, 41–49.
- Scott, W. (2003). *Financial Accounting Theory*. Canadá: Ed. Prentice Hall.
- Sougiannis, T. (1994). The accounting based valuation of corporate R&D. *The Accounting Review*, 69(1), 44–68.
- Stewart, T. (1997). *Intellectual Capital: the New Wealth of Organizations*. New York: Current–Doble-day.
- Tua, J. (1995). *Lecturas en Teoría e Investigación Contable*. Bogotá, Colombia: Ed. Centro Interamericano Jurídico Financiero.
- Vázquez, P. (2005). La Relevancia Valorativa de la Información Contable: Análisis del Caso Español. *Tesis doctoral*, Universidad de Alicante, España.
- Williams, J. (1938). *The theory of Investment Value*. *Harvard University Press*, Cambridge, Mass.

Registro bibliográfico

Ficco, C. R. (2016). Fundamentos teóricos de la corriente de investigación sobre relevancia valorativa. Principales contribuciones de la investigación sobre intangibles orientada hacia el mercado de capitales. *Revista Ciencias Económicas*, 13(01), 59–79.