

Las NIIF y la relevancia valorativa de los activos intangibles: Evidencia empírica en el mercado de capitales argentino antes y después de su adopción

IFRS and the Value Relevance of Intangible Assets: Empirical Evidence in the Argentine Capital Market Before and After their Adoption
As IFRS e a relevância de valor dos ativos intangíveis: Evidência empírica no mercado de capitais argentino antes e depois de sua adoção

Cecilia Rita Ficco

Universidad Nacional de Río Cuarto
y Villa María, Argentina
E-mail: cficco@fce.unrc.edu.ar

Resumen

Fecha de recepción: 02/04/2020
Fecha de aceptación: 24/09/2020

El objetivo de este trabajo es analizar el efecto de la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en la relevancia que el mercado de capitales argentino asigna a la información sobre activos intangibles de las empresas que cotizan en el mismo. El análisis se realiza aplicando un modelo de precios basados en Ohlson (1995), con datos recolectados directamente de fuentes originales y correspondientes al período 2009–2015. Los resultados obtenidos muestran que la adopción de las NIIF afectó la relevancia valorativa de los activos intangibles. Concretamente, la relevancia valorativa de la llave de negocio se incrementó con la adopción de las NIIF, lo que se asocia al hecho de que estas normas han regulado su tratamiento contable priorizando la relevancia de la información en mayor medida que las normas locales. En cambio, la relevancia valorativa de los otros activos intangibles identificables disminuyó con la adopción de las NIIF, lo que puede entenderse vinculado a las mayores restricciones que establece la NIC 38 en lo atinente al reconocimiento de intangibles. Estos hallazgos son acordes a los aportados por los estudios previos y contribuyen a acrecentar la evidencia existente en torno al papel que tienen los intangibles en la valoración externa de las

Palabras clave

- relevancia valorativa
- activos intangibles
- mercado de capitales argentino
- normas internacionales de información financiera

empresas y a las implicaciones que en ello ha tenido la aplicación del marco normativo del IASB, evidencia que es particularmente limitada para mercados poco desarrollados como el argentino.

Abstract

The aim of this work is to analyze the effect of the adoption of International Financial Reporting Standards (IFRS) on the relevance that the Argentine capital market assigns to the information about intangible assets of companies that are listed on it. The analysis is carried out by applying a price model based on Ohlson (1995), with data collected directly from original sources and corresponding to the period 2009-2015. The results obtained show that the adoption of IFRS affected the value relevance of intangible assets. Specifically, the value relevance of goodwill increased with the adoption of IFRS, which is associated with the fact that these standards have regulated their accounting treatment prioritizing the relevance of information to a greater extent than local standards. In contrast, the value relevance of other identifiable intangible assets decreased with the adoption of IFRS, and this can be linked to the greater restrictions established by IAS 38 regarding the recognition of intangibles. These findings are in line with those provided by previous studies and contribute to increase the existing evidence about the role of intangibles in the external valuation of companies and the implications that IASB regulatory framework have had over that, evidence which is especially limited for underdeveloped markets such as the Argentine capital market.

Keywords

- Value relevance
- Intangible assets
- Argentine capital market
- International financial reporting standards

Resumo

O objetivo deste trabalho é analisar o efeito da adoção das Normas Internacionais de Relatório Financeiro (IFRS) na relevância que o mercado de capitais argentino atribui às informações sobre ativos intangíveis das empresas listadas nele. A análise realiza-se aplicando um modelo de preços baseado em Ohlson (1995), com dados coletados diretamente de fontes originais e correspondentes ao período 2009-2015. Os resultados obtidos mostram que a adoção das IFRS afetou a relevância da avaliação dos ativos intangíveis. Especificamente, a relevância da avaliação do patrimônio de marca aumentou com a adoção das IFRS, o que está associado ao fato de que essas normas tem regulamentado seu tratamento contábil, priorizando mais a relevância das informações do que as normas locais. Entretanto, a relevância da avaliação de outros ativos intangíveis identificáveis diminuiu com a adoção das IFRS, o que pode ser entendido vinculado às maiores restrições estabelecidas pela IAS 38 em relação ao reconhecimento de intangíveis. Essas descobertas são acordes às fornecidas pelos estudos prévios e contribuem para acrescentar a

Palavras-chave

- Relevância de valor
- Ativos intangíveis
- Mercado de capitais argentino
- Normas Internacionais de Relatório Financeiro

evidência existente sobre o papel dos intangíveis na valorização externa das empresas e as implicações que a aplicação da estrutura regulatória do IASB tem tido nesta, evidência que é particularmente limitada para mercados pouco desenvolvidos como o argentino.

1. Introducción

La presente investigación se encuadra dentro de la investigación contable orientada al mercado de capitales, cuyos pioneros son Ball y Brown (1968) y Beaver (1968). Y, en particular, dentro de la línea de investigación en relevancia valorativa, cuyo propósito fundamental es analizar empíricamente si los estados financieros proveen —a sus usuarios fundamentales, los inversores— información relevante para estimar el valor de la firma, usando, generalmente, los precios de las acciones como referencia de dicho valor.

Se trata de una prolífica corriente investigativa que busca explicar los precios de mercado a través de diversos datos contables. En las palabras de Barth, Beaver y Landsman (2000), los estudios de relevancia valorativa apuntan a «evaluar la capacidad de determinadas magnitudes contables para reflejar la información usada por los inversores» (8) para la valoración de la empresa en el mercado.

Dentro de esta línea se destaca la tendencia a demostrar la relevancia valorativa de los intangibles (García y Martínez, 2003), por ser éstos los recursos estratégicos por excelencia en el actual entorno que configura la economía del conocimiento. En este contexto, el conocimiento que aportan estas investigaciones, sobre los determinantes intangibles del valor de las empresas, tiene el potencial de contribuir a la regulación contable (Barth, Beaver y Landsman, 2001). Específicamente, tiene un importante rol en cuanto a orientar la elaboración de nuevas normas de contabilidad financiera o la modificación de las existentes (Saha y Bose, 2017),

en pos de incrementar la utilidad de la información que proveen los estados financieros.

La idea de «relevancia valorativa», o de relevancia para el valor, tiene diversas interpretaciones; sin embargo, la más común, y la adoptada en el presente trabajo siguiendo a Barth *et al.* (2001), es la que sostiene que un dato contable es relevante para los inversores si posee una asociación significativa con los precios de mercado de los títulos.

En el estudio de esta relación algunos aspectos contextuales asumen gran importancia. Entre ellos, el sistema contable adoptado por las empresas, ya que, tal como lo han señalado Giner, Reverte y Arce (2002), ciertas características propias de cada organización pueden condicionar la importancia relativa de la información para la valoración de las acciones.

En Argentina, a partir de la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) del *International Accounting Standards Board* (IASB) se produjo un cambio en la normativa contable a aplicar por parte de las empresas que operan en el mercado de valores. Particularmente, la obligatoriedad de presentación de estados financieros de acuerdo con NIIF, para todas las empresas cotizantes —con excepción de las entidades financieras, compañías de seguros, cooperativas y asociaciones civiles— se fijó para los ejercicios iniciados durante el año 2012, salvo para las sociedades licenciatarias de la prestación de servicios públicos de transporte y distribución de gas, cuya aplicación se difirió a los ejercicios iniciados en el año 2013.¹ En los años precedentes a los mencio-

(1) La obligatoriedad de presentación de estados financieros de acuerdo a NIIF se fijó a través de la sanción de la Resolución Técnica 26 (FACPCE, 2009).

nados las empresas cotizantes aplicaron las normas contables profesionales argentinas (NCPA) emitidas por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE).

En lo que respecta, específicamente, a los activos intangibles, los dos cuerpos normativos tienen muchas similitudes en cuanto a su tratamiento contable, producto de que las normas emitidas por la FACPCE han propendido a su armonización con la normativa internacional del IASB.² No obstante, aun cuando las NIIF —a diferencia de las NCPA— no permiten la activación de los costos de organización y de los preoperativos, se distinguen en algunos aspectos que han apuntado a privilegiar la relevancia de la información proporcionada a través de los estados financieros.

Este es el marco en el que se plantea la presente investigación, la cual tiene como objetivo analizar el efecto de la adopción de las NIIF en la relevancia que el mercado de capitales argentino asigna a la información financiera referida a los activos intangibles de las empresas que cotizan en el mismo. Se trata, en definitiva, de estudiar en qué medida las variables referidas a los activos intangibles permiten explicar los precios observados en el mercado, pero considerando, de modo particular, si la adopción de las NIIF ha producido cambios en su relevancia valorativa.

La investigación se realiza para el período temporal 2009–2015 y se contextualiza en el mercado de capitales argentino, donde no se ha constatado la existencia de trabajos publicados de esta naturaleza. Se trata, además, de un entorno idóneo para su estudio, en virtud de las especiales características que le otorgan su limitado desarrollo, la alta concentración del volumen negociado en pocas empresas y la baja permanencia de las mismas en los índices bursátiles (Dapena, 2012; Tolosa, 2013). El análisis se ha realizado aplicando

un modelo de construcción propia, basado en el marco de valoración de Ohlson (1995). Los datos se recolectaron directamente de fuentes originales y se obtuvieron tanto de los estados financieros anuales consolidados presentados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, como de los registros referidos a negociación de acciones en el Mercado de Valores de Buenos Aires.

Tras esta introducción, el desarrollo del trabajo se ha estructurado en la forma que se expone a continuación. En primer lugar, se presenta la revisión de la literatura, la que involucra los aspectos conceptuales y normativos más significativos referidos a los recursos intangibles que son objeto de este estudio, junto a una exhaustiva atención a la literatura empírica previa que ha examinado el papel de los activos intangibles para el mercado y, en particular, los efectos de la adopción de las NIIF en su relevancia valorativa. En la tercera sección del trabajo se presentan los aspectos metodológicos de la investigación y, en la cuarta, los resultados empíricos. El trabajo finaliza señalando sus principales conclusiones y contribuciones.

2. Revisión de la literatura

2.1. Marco conceptual y normativo

Los recursos intangibles que son objeto de análisis en este estudio son aquellos que quedan incluidos dentro de la categoría «activos intangibles», la que es habitualmente utilizada para hacer «referencia exclusivamente a aquellas inversiones de naturaleza intangible que, de acuerdo con las normas contables, pueden ser reconocidas como activos y, consiguientemente, pueden ser reflejadas en el balance de la empresa» (Cañibano, Sánchez, García y Chaminade, 2002:16).

(2) El Marco Conceptual para la Información Financiera, la NIC 38 y la NIIF 3 del IASB regulan la contabilización de activos intangibles. En Argentina rigen las Resoluciones Técnicas (RT) emitidas por la FACPCE, específicamente, las RT 16, 17, 18 y 21.

La contabilización de activos intangibles es un tema que viene siendo discutido por la literatura contable desde hace más de un siglo, sin que se haya llegado a un acuerdo respecto de los criterios para su reconocimiento y medición. No obstante, en líneas generales, para el reconocimiento de activos intangibles, tanto las NCPA como las NIIF del IASB, requieren la posibilidad de obtención de beneficios económicos futuros y la medición confiable, agregándose el requisito de identificabilidad en la NIC 38.³

Los dos cuerpos normativos mencionan explícitamente ciertos conceptos que no pueden ser reconocidos como activos, como es el caso de los desembolsos vinculados a la investigación u otros realizados para el desarrollo interno de marcas, listas de clientes y similares, que deben imputarse a resultados. Las NCPA se diferencian por permitir la activación de los costos de organización y de los preoperativos, respecto de los cuales la NIC 38 establece, expresamente, que deben ser reconocidos como gastos en el momento en que se los incurre.

La carencia de criterios generalmente aceptados de reconocimiento también genera una falta de acuerdo acerca de cuáles son las inversiones que pueden considerarse como activos intangibles. Sin embargo, pueden distinguirse dos categorías fundamentales de acuerdo con el criterio de identificabilidad (Belkaoui, 1992): llave de negocio⁴ y otros activos intangibles identificables, que son las que los cuerpos normativos referidos han diferenciado para regular su tratamiento contable.

En lo que respecta a la medición inicial de los activos intangibles identificables, tanto la normativa nacional como la internacional, emplean, como criterio general, el del costo. Sin embargo, la NIC 38 utiliza el valor razonable como medida de referencia

del costo para algunos tipos de adquisiciones, situación no contemplada en las NCPA.

En cuanto a la medición posterior al reconocimiento inicial de estos activos, la NIC 38 brinda la posibilidad de que la empresa elija entre el modelo del costo o el modelo de revaluación, mientras que las normas nacionales solo admiten el primer modelo. Por otro lado, la normativa argentina, con el fin de evitar posibles sobrevaluaciones, fija un límite máximo de 5 años para la depreciación de los costos de organización y preoperativos, intangibles que, como se indicó, no admiten reconocimiento en las NIIF.

Ambos cuerpos normativos adoptan el método de la adquisición para la contabilización de las combinaciones de negocios y admiten el reconocimiento de la llave de negocio adquirida en esas operaciones, cuya medición inicial se realiza sobre la base de la diferencia entre el precio pagado en la transacción y el importe, a la fecha de adquisición, de los activos identificables netos adquiridos. Si esa diferencia resulta negativa, la NIIF 3⁵ considera que existió una compra en condiciones muy ventajosas y establece que esa diferencia se reconozca como ganancia en la fecha de adquisición. En cambio, las NCPA establecen que esta diferencia debe ser tratada como un valor llave negativo, contemplando de este modo, y tal como indica Senderovich (2009), una mayor prudencia en el reconocimiento de resultados.

En cuanto al tratamiento posterior de la llave de negocio, tras su reconocimiento, las NIIF eliminan su depreciación y la sustituyen por la prueba de deterioro del valor, lo que apunta a lograr información más relevante y también, como señalan Giner y Pardo (2007), más oportuna, al permitir captar los cambios de valor cuando estos tienen lugar. En este

(3) La NIC 38 sobre *Activos intangibles* fue revisada por el IASB en 2004, y modificada en 2008 y en 2014. Otras NIIF, entre 2011 y 2017, le han realizado modificaciones de menor importancia.

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

(5) La NIIF 3 sobre *Combinaciones de negocios* fue emitida en 2004 por el IASB, habiendo sido revisada en 2008. Otras NIIF, entre 2010 y 2017, han realizado modificaciones de menor importancia sobre la misma.

sentido, la normativa argentina, aunque también admite el reconocimiento de desvalorizaciones para la llave de negocio positiva, solo elimina la depreciación en los casos en que la empresa decida considerarla como un activo de vida útil indefinida.

Sobre la base de lo anteriormente expuesto se puede apreciar lo que se anticipaba en la introducción: las importantes similitudes entre ambos cuerpos normativos respecto del tratamiento contable de los activos intangibles. No obstante, las NIIF, siendo más restrictivas en el reconocimiento (por no permitir la activación de los costos de organización y de los preoperativos), se diferencian en algunos aspectos que dan cuenta de que han apuntado a privilegiar la relevancia de la información,

como son: la eliminación de la depreciación sistemática y su sustitución por la prueba de deterioro del valor para la llave de negocio, el uso del valor razonable como medida de referencia del costo para algunos tipos de adquisiciones de activos intangibles identificables y la posibilidad de elección entre el modelo del costo o el modelo de revaluación para la medición posterior de estos activos. Junto a ello, las NIIF se destacan por acentuar los aspectos informativos, planteando mayores exigencias y recomendaciones en cuanto a la información a revelar.

La Tabla N° 1 sintetiza los principales aspectos que caracterizan al tratamiento contable de los activos intangibles en las NCPA y en las NIIF.

Tabla 1. Tratamiento contable de la llave de negocio (LLN) y de otros activos intangibles identificables (OAI) en NCPA y en NIIF

Requisitos de reconocimiento		Se requiere posibilidad de obtención de beneficios económicos futuros y medición confiable, agregándose el requisito de identificabilidad en NIC 38.
Conceptos reconocidos		Tanto NCPA como NIIF explicitan conceptos que no pueden ser reconocidos como activos (desembolsos realizados en fase de investigación, LLN autogenerada). Las NCPA se diferencian por permitir la activación de costos de organización y preoperativos
Medición inicial	OAI	Criterio general: costo. NIIF: utilizan el valor razonable como medida de referencia del costo para algunos tipos de adquisiciones. NCPA: no lo contemplan.
	LLN	Para combinaciones de negocios y el reconocimiento de la LLN adquirida: método de la adquisición. NCPA: admiten valor llave negativo cuando la diferencia entre el precio pagado y el importe de los activos identificables netos adquiridos es negativa. NIIF: consideran que existió compra en condiciones muy ventajosas y esa diferencia se reconoce como ganancia.
Medición posterior	OAI	NCPA: modelo del costo. NIIF: elección entre modelo del costo o modelo de revaluación.
	LLN	NIIF: eliminan su depreciación. NCPA: la mantienen tanto para la LLN negativa como para la positiva, salvo en los casos en que se considere que esta última tiene vida útil indefinida
Otros aspectos destacables		Las NIIF exigen mayores detalles para la información a revelar sobre los activos intangibles

Fuente: *Elaboración propia.*

2.2. Revisión de la literatura empírica previa

Es abundante la evidencia empírica sobre la relevancia de los intangibles para la valoración de las empresas por parte de los inversores.

En la línea de trabajos realizados por la comunidad contable (Andriessen, 2004), se ha estudiado la relevancia valorativa de los intangibles reconocidos contablemente. Dentro de esta línea, las investigaciones pioneras se enfocaron en estudiar la relevancia valorativa de alguna categoría en particular de activos intangibles, siendo la llave de negocio la que más se ha estudiado. En efecto, el estudio de Amir, Harris y Venuti (1993), que fue el primero en utilizar el término específico *relevancia valorativa*, examinó, además de otras medidas contables, la relevancia valorativa de este activo, encontrando evidencias de una relación significativa y positiva entre la llave de negocio adquirida y el valor de las firmas en el mercado.

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

Estas investigaciones están principalmente motivadas por las controversias que aún persisten en torno al tratamiento contable de los activos intangibles, lo que sigue generando el interés por estudiar si la información referida a estos activos, disponible en los estados financieros de las empresas, refleja el valor de su beneficio económico futuro y, por tanto, si son percibidos por los inversores como activos legítimos, capaces de proporcionar información relevante para la estimación del valor de la empresa en el mercado.

Los resultados de estas investigaciones revelan la existencia de una asociación significativa y positiva entre la cifra global correspondiente a los activos intangibles y el valor de mercado de los títulos (Choi, Kwon y Lobo, 2000; Iñiguez y López, 2005;

Priotto, Quadro, Veteri y Werbin, 2011). No obstante, en lo que respecta a las distintas categorías de activos intangibles, las evidencias son sólidas en lo atinente a la relevancia valorativa de los activos intangibles identificables, pero no resultan del todo concluyentes con relación a la llave de negocio.

Así, Ritter y Wells (2006), Dahmash, Durand y Watson (2009), Oliveira, Rodrigues y Craig (2010), Kimouche y Rouabhi (2016a), Da Silva, Rodrigues y Klann (2017) y Omarjee, Yasseen y Mohamed (2019) constatan la relevancia valorativa de las dos categorías. Ocak y Findik (2019), en un estudio realizado sobre activos intangibles identificables, obtienen evidencia que muestra su influencia positiva en el valor de mercado de las firmas. Kimouche y Rouabhi (2016b) y Ficco, Werbin, Díaz y Prieto (2019) también obtienen hallazgos que revelan una asociación positiva entre dichos activos y los precios de mercado, pero Kimouche y Rouabhi (2016b) encuentran que esa asociación es negativa para la llave de negocio, mientras que Ficco *et al.* (2019), al igual que Infante y Ferrer (2017), detectan que este activo no es una variable considerada por los inversores en la fijación del precio de las acciones.

Estas inconsistencias, que se evidencian en los estudios referidos a la relevancia valorativa de la llave de negocio, se pueden entender si se tiene en cuenta que este activo surge en las fusiones, adquisiciones de empresas y otras combinaciones de negocios, reflejando el valor de aquellos recursos y sinergias procedentes de la empresa adquirida que no cumplen los requisitos necesarios para su reconocimiento de manera individualizada (Cañibano y Gisbert, 2007). Y, asimismo, que su medición se realiza sobre la base de la diferencia entre la contraprestación entregada en la operación y el importe de los activos y pasivos identificables adquiridos, magnitud que, tal como señalan Giner y Pardo (2007), solo expresa el valor del intangible en el momento de la combinación de empresas.

Esto ocurre debido a la particular naturaleza de este activo, que no resulta directamente observable después de su adquisición y cuyo valor queda sujeto

a variaciones producidas por circunstancias operacionales y económicas, decisiones estratégicas y muchos otros factores (Tollington, 1998) que dan lugar a que, en cualquier otro momento posterior al de su adquisición, el importe informado en los estados financieros, para la llave de negocio, no sea necesariamente representativo de su valor.

De este modo, la normativa aplicable a la contabilización de los activos intangibles, y en especial a la llave de negocio, tiene una significativa influencia en la valoración de estos activos por parte de los inversores que operan en los mercados de capitales. Esta situación ha dado lugar a una importante línea de trabajos que se han enfocado en estudiar los efectos que producen, en la relevancia valorativa de los activos intangibles, los cambios de los marcos normativos.

En sintonía con lo anterior, algunos estudios empíricos se han concentrado, en particular, en analizar el impacto de la adopción de las NIIF en la relevancia valorativa de dichos activos, diferenciando también, en la mayoría de los casos, entre llave de negocio y otros activos intangibles identificables.

En esta línea, el trabajo de Chalmers, Clinch y Godfrey (2008), realizado en el entorno contable australiano, muestra que la relevancia valorativa de la llave de negocio ha aumentado con la aplicación de las NIIF y que los activos intangibles identificables pierden relevancia cuando son contabilizados bajo el marco normativo internacional. Interpretan que los resultados obtenidos para la llave de negocio se vinculan con los criterios de medición que establecen las NIIF, al sustituir la depreciación sistemática por el test periódico de deterioro del valor. En cambio, la disminución, posNIIF, de la relevancia valorativa de los activos intangibles identificables se explica por las mayores restricciones impuestas por estas normas para su reconocimiento, en relación con la normativa contable australiana, lo que ha dado lugar a unos estados financieros con menor contenido informativo en lo que respecta a estos elementos patrimoniales.

En un trabajo posterior, realizado también con empresas australianas, Chalmers, Clinch, Godfrey y Wei (2012), obtienen resultados que muestran que la información cuantitativa sobre activos intangibles, revelada por aplicación de las NIIF, es más útil que la producida bajo la normativa contable australiana previa. En línea con el trabajo anterior, atribuyen estos resultados a la información referida a la llave de negocio, la cual, bajo NIIF, se mide sobre la base de la prueba de deterioro del valor, que permite generar información más relevante de la que surge por aplicación de la depreciación sistemática prevista por la normativa contable local.

Ji y Lu (2014), en cambio, obtienen resultados diferentes para el mismo entorno contable, en tanto encuentran que la relevancia valorativa, tanto de la llave de negocio como de los activos intangibles identificables, ha disminuido con la adopción de las NIIF. Asocian estos resultados con el hecho de que las NIIF son más restrictivas en la capitalización de activos intangibles, lo que da lugar a que algunos intangibles, como las marcas y la llave de negocio generadas internamente, ya no pueden capitalizarse.

Oliveira *et al.* (2010), en un trabajo realizado para el mercado de capitales de Portugal, obtienen resultados que revelan un incremento en la relevancia valorativa de la llave de negocio a partir de la adopción de las NIIF, lo que también atribuyen al criterio adoptado por estas normas para la medición posterior al reconocimiento de este activo. En cambio, para los activos intangibles identificables, constatan que el cambio a NIIF no tuvo impacto en su relevancia valorativa, cuando son considerados en conjunto, lo puede explicarse por la naturaleza conservadora tanto de las normas contables portuguesas como de las NIIF. Al realizar el análisis por subcategorías de activos intangibles identificables, los resultados indican que la adopción de NIIF tuvo un efecto positivo en la relevancia valorativa de las inversiones en I+D y de los otros activos intangibles identificables, aunque no tuvo efecto alguno sobre la relevancia valorativa de la propiedad intelectual reconocida contablemente.

La investigación de Ledoux y Cormier (2013), realizada sobre empresas canadienses, refleja que la relevancia valorativa de los activos intangibles identificables se incrementa significativamente con la adopción de la NIC 38, lo que atribuyen al hecho de que, en Canadá, la adopción de NIIF implicó un aumento en el contenido informativo de la información referida a estos activos, por el hecho de que las NIIF son más estrictas y más detalladas que el estándar contable de ese país.

En el caso particular de los costos en I+D, los hallazgos de Shah, Liang y Akbar (2013), para el Reino Unido, revelan que la adopción de las NIIF no produjo cambios en la relevancia valorativa de los gastos en I+D; sin embargo, la relevancia valorativa de la I+D capitalizada ha disminuido con la adopción de dichas normas. Los autores indican que esta disminución en la relevancia valorativa puede ser un indicador de que la discrecionalidad sobre el tratamiento contable de los gastos de I+D —vigente en el período preNIIF— generalmente ayuda a las empresas a transmitir información a los mercados de valores y que la eliminación de esta discrecionalidad elimina también una forma útil de comunicar información a dichos mercados.

La particular naturaleza de la llave de negocio ha concitado el interés de muchos investigadores, quienes se han centrado, exclusivamente, en analizar su relevancia valorativa ante cambios en la normativa contable aplicada para su contabilización.

En esta línea, Hamberg y Beisland (2014) examinan los efectos que tuvo la adopción de NIIF, en Suecia, en la relevancia valorativa de la llave de negocio y concluyen que este activo se ha mantenido como un determinante significativo del valor de mercado de las empresas de ese país. Sin embargo, junto a ello, constatan una disminución en la relevancia de la partida que refleja su deterioro de valor y, además, que no resulta relevante para la valoración de las firmas bajo el marco normativo del IASB.

Similares resultados obtienen Wahyuni, Dewan-toro y Avianti (2018) en un estudio realizado con empresas cotizantes en el mercado de capitales de

Indonesia. Los autores constatan que, antes de la convergencia hacia NIIF, tanto la llave de negocio como su depreciación no son significativas para la formación de los precios de las empresas en el mercado. Después de la convergencia hacia las NIIF, la llave de negocio sí resulta significativa para la formación de tales precios, aunque las pérdidas por el deterioro de su valor no lo son. No obstante, también detectan que existen más empresas que registraron pérdidas por deterioro de valor en el año de adopción de las NIIF que en los años posteriores. Y, al analizar la relevancia valorativa de esta partida en el año de adopción, obtienen resultados que muestran que la pérdida por deterioro de la llave de negocio tiene impacto significativo en el precio de mercado de las compañías. Por lo tanto, concluyen que la adopción de la NIIF 3, que elimina la depreciación de la llave de negocio y la sustituye por la prueba de deterioro del valor, ha mejorado la relevancia valorativa de este activo. Así también, advierten que ha alentado a las compañías a determinar su pérdida de valor en el año de adopción de las NIIF, lo que ha sido valorado de manera positiva por los inversores, al permitir captar cambios de valor que no quedaban adecuadamente reflejados mediante la aplicación de la depreciación sistemática prevista en la normativa local previa.

Bepari y Mollik (2017) analizan el impacto del cambio de régimen en la contabilización de la llave de negocio que plantea la NIIF 3 —desde un enfoque de depreciación periódica sistemática hacia el de las pruebas de deterioro del valor— sobre su relevancia valorativa. El estudio se realiza en el contexto de Australia y para un período temporal que abarca los cuatro primeros años desde el inicio del nuevo enfoque (2006–2009). Los resultados muestran que la llave de negocio no es relevante para la valoración de las empresas en el año de su adquisición. Esto se explica por la posibilidad que brinda la NIIF 3 de ajustar, dentro del año siguiente a la fecha de adquisición, los importes provisionales reconocidos en la combinación de negocios, lo que determina que el valor asignado a la llave de

negocio en el año de su adquisición tenga carácter provisional y, por tanto, no aporte a los inversores una visión clara de la cifra correspondiente a este activo. Sin embargo, los resultados también revelan que la llave de negocio más antigua posee relevancia valorativa, lo que se atribuye a la adopción del enfoque de las pruebas de deterioro del valor que plantea la NIIF 3 que ha permitido mejorar el contenido informativo de la llave de negocio.

Los resultados de esta investigación se complementan con los de Bugeja y Gallery (2006), quienes también analizaron la relevancia valorativa de la llave de negocio en Australia, pero en un período anterior a la adopción de las NIIF en ese país. Este trabajo también refleja que la valoración de la llave de negocio varía de acuerdo con la antigüedad de la misma. Pero, a diferencia del anterior, sus resultados muestran que la llave de negocio pierde relevancia a medida que aumenta su antigüedad, lo que, de acuerdo con Bepari y Mollik (2017), podría atribuirse a la aplicación del enfoque de la depreciación sistemática vigente en Australia en el período preNIIF.

El estudio de Giner y Pardo (2007), realizado también para el período preNIIF, aporta evidencia que apoya la idea anterior. Las autoras examinan la relevancia valorativa de llave de negocio y de su depreciación con el fin de ofrecer argumentos acerca de lo adecuado de la política de no depreciación que plantea la NIIF 3. La investigación se realiza en el contexto de la Unión Europea; específicamente, en los siguientes países: Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Reino Unido. Sus resultados proporcionan evidencia sobre la relevancia de la llave de negocio, así como sobre la no relevancia de su depreciación sistemática. Además, sugieren que esa depreciación no es oportuna y, en general, los cambios en la misma tampoco proporcionan información oportuna sobre los cambios de valor. En consecuencia, concluyen que sus resultados apoyan los cambios normativos introducidos por el IASB a través de la NIIF 3.

Omarjee *et al.* (2019) replican el estudio de Bepari y Mollik (2017) en el contexto sudafricano y obtienen resultados consistentes con el mismo. Es decir, sus

hallazgos revelan que la llave de negocio no posee relevancia valorativa en la fecha de adquisición, aunque se convierte en un valor relevante para la valoración de las firmas a medida que transcurre el tiempo, lo que también atribuyen a los requerimientos de medición posterior a la inicial que establece la NIIF 3, en particular, el requisito de prueba de deterioro anual en oposición con el anterior requisito de depreciación sistemática.

Estas evidencias parecerían mostrar que ha sido acertada la decisión del IASB en cuanto a reemplazarla depreciación sistemática de la llave de negocio por otra medida de pérdida de valor. No obstante, es necesario mencionar que esta solución ha recibido cuestionamientos basados, fundamentalmente, en la imposibilidad de separar la llave de negocio generada después de la compra de la llave de negocio adquirida, a la hora de determinar la pérdida de valor de esta última (AAA, *Financial Accounting Standards Committee*, 2001), en virtud de que la llave adquirida se consume y va siendo progresivamente sustituida por una nueva, generada internamente. La imposibilidad real de distinguir entre una y otra, en un marco donde no se realiza la depreciación sistemática de la llave adquirida, podría dar lugar, como advierte Romero (2005), al reconocimiento implícito de la llave auto-generada, lo cual queda expresamente prohibido por la NIC 38.

De este modo, la revisión realizada de la literatura empírica que ha analizado el efecto de la adopción de las NIIF en la relevancia valorativa de los activos intangibles (cuyas principales características se sintetizan en la Tabla N° 2), pone en evidencia la diversidad de resultados obtenidos. Refleja, igualmente, la ausencia de trabajos realizados para mercados de capitales de bajo grado desarrollo. Se advierte así la necesidad de aportar evidencia sobre una relación cuyo abordaje se encuentra aún inconcluso, así como de contribuir a la generación de evidencia para mercados poco desarrollados. Con este fin, se desarrolla la investigación empírica que se presenta en los siguientes epígrafes.

Tabla 2. Impacto de la adopción de las NIIF en la relevancia valorativa (RV) de los activos intangibles (AI)

AUTORES Y AÑO	ENTORNO CONTABLE Y PERÍODO	PRINCIPALES RESULTADOS
Bugeja y Gallery (2006)	Australia 1995–2001	El estudio se realiza para el período preNIIF y brinda evidencia que refleja que la valoración de la llave de negocio (LLN) pierde relevancia valorativa (RV) a medida que aumenta su antigüedad, lo que podría atribuirse a la aplicación del enfoque de depreciación sistemática vigente en dicho período.
Giner y Pardo (2007)	Unión Europea 1997–2001	El estudio se realiza para el período preNIIF y sus resultados proporcionan evidencia sobre la RV de la LLN, así como sobre la no relevancia de su depreciación sistemática, por lo que aportan argumentos en favor de la política de no depreciación que plantea la NIIF 3.
Chalmers et al. (2008)	Australia 2005–2006	La información sobre AI producida bajo NIIF ha perdido RV en relación con los activos intangibles identificables (OAI), pero ha ocurrido lo contrario con la información sobre LLN.
Oliveira et al. (2010)	Portugal 1998–2008	La adopción de las NIIF no tuvo impacto en la RV de los OAI, aunque tuvo un efecto positivo en la RV de la LLN, en virtud del criterio adoptado por estas normas para la medición posterior al reconocimiento de este activo.
Chalmers et al. (2012)	Australia 1993–2007	La información referida a AI, revelada por aplicación de las NIIF, es más útil que la producida bajo la normativa contable australiana previa, lo que se atribuye a los criterios de medición que establecen las NIIF para la LLN, que permiten producir información más relevante y útil para los inversores.
Ledoux y Cormier (2013)	Canadá 2005–2010	La RV de los OAI se incrementó significativamente con la adopción de NIIF, en tanto estas normas implicaron un aumento en el contenido informativo de la información, por ser más estrictas y detalladas que la normativa local.
Shah et al. (2013)	Reino Unido 2001–2011	La adopción de las NIIF no produjo cambios en la RV de los gastos en I+D. Sin embargo, la RV de la I+D capitalizada ha disminuido con la adopción de NIIF, lo que puede ser indicador de que la discrecionalidad sobre el tratamiento contable de los gastos de I+D —vigente en el período preNIIF— ayuda a las empresas a transmitir información útil a los inversores.
Ji y Lu (2014)	Australia 2001–2009	La RV, tanto de la LLN como de los OAI, ha disminuido con la adopción de NIIF, lo que se asocia con el hecho de que estas normas son más restrictivas en lo atinente a la capitalización de ciertos AI, como marcas y LLN generadas internamente.
Hamberg y Beisland (2014)	Suecia 2001–2010	Con la adopción de NIIF la LLN se ha mantenido como un determinante significativo del valor de mercado de las empresas, aunque la RV de la partida que refleja su deterioro de valor ha disminuido.
Bepari y Mollik (2017)	Australia 2006–2009	La LLN no es relevante para la valoración de las empresas en el año de su adquisición, pero la LLN más antigua sí posee RV, lo que se atribuye a la adopción del enfoque de las pruebas de deterioro del valor que plantea la NIIF 3.

[cont. pág. sgte.]

AUTORES Y AÑO [CONTINUACIÓN]	ENTORNO CONTABLE Y PERÍODO	PRINCIPALES RESULTADOS
Wahyuni et al. (2018)	Indonesia 2009–2015	Antes de la convergencia hacia NIIF la LLN no posee RV, ni tampoco su depreciación. Después de la convergencia la LLN sí posee RV, aunque las pérdidas por el deterioro de su valor solo son relevantes en el año de adopción de NIIF, lo que podría evidenciar que esta partida permite captar cambios de valor que no quedaban debidamente reflejados con la aplicación de la depreciación sistemática prevista en la normativa local previa.
Omarjee et al. (2019)	Sudáfrica 2010–2013	La LLN no posee RV en la fecha de adquisición, aunque adquiere RV a medida que transcurre el tiempo, lo que se atribuye a los requerimientos de medición posterior a la inicial que establece la NIIF 3.

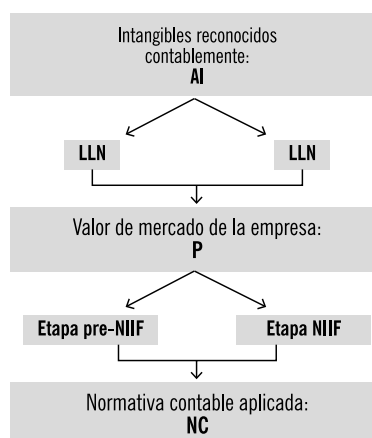
Fuente: *Elaboración propia.*

3. Diseño de la investigación

Con el fin de atender al objetivo planteado en la introducción, se construye un modelo basado en Ohlson (1995) que permite contrastar, para el conjunto de empresas que integran la muestra, la asociación entre las variables referidas a activos intangibles y el valor que el mercado les asigna, tanto en el período previo a la adopción de las NIIF (etapa preNIIF) como en el de vigencia de dichas normas (etapa NIIF). El modelo incluye, como variables independientes, a las dos categorías fundamentales de activos intangibles (AI): llave de negocio (LLN) y otros activos intangibles (OAI), obtenidas de los estados financieros de las empresas. Además, para captar el efecto de la adopción de las NIIF, en la relevancia valorativa de dichas variables, se incorpora al modelo una variable indicadora referida a la normativa contable aplicada (NC). Como variable dependiente, representativa de los valores de mercado, se han tomado los precios de las acciones (P).

La Figura N° 1 esquematiza el modelo de trabajo propuesto y las variables que se someten a estudio, lo que permite dar marco a la hipótesis que se formula seguidamente.

Figura 1. Modelo de trabajo y variables sometidas a estudio



Fuente: *Elaboración propia*

3.1. Hipótesis de la investigación

La evidencia aportada por los trabajos empíricos previos da sustento a la idea de que el impacto de la información referida a los activos intangibles, en la valoración externa de las empresas, puede variar de acuerdo con la normativa contable aplicada. Por ello, la hipótesis de la investigación queda formulada de la siguiente manera:

Hi: La normativa contable aplicada por las empresas influye en la relevancia valorativa de los activos intangibles, por lo que la misma varía entre la etapa preNIIF y la etapa NIIF para las empresas cotizantes en el mercado de capitales argentino.

3.2. Construcción del modelo y definición de variables

Para contrastar la hipótesis formulada se construye un modelo basado en Ohlson (1995), que expresa el valor de la empresa en función de las dos variables contables básicas. Así, se parte de una versión de Ohlson (1995) ampliamente usada por la investigación previa, que se especifica del siguiente modo:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PN_{it} + \beta_2 RDO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

donde P_{it} es el valor de mercado de las acciones de la empresa i en el momento t , PN_{it} es el valor contable del patrimonio neto de la empresa i en el momento t y RDO_{it} es el resultado contable de la empresa i para el período t .

Para estudiar la relevancia valorativa de los activos intangibles en el período preNIIF y NIIF se modifica la expresión (1), en dos sentidos.

Por un lado, se descompone el PN en dos elementos: activos intangibles (OAI) y valor contable de los elementos tangibles netos ($TGPN$), siguiendo el planteo originalmente propuesto por Ely y Waymire (1999). A su vez, los Alse consi-

deran desglosados en sus dos categorías fundamentales: llave de negocio (LLN) y otros activos intangibles identificables (OAI). De este modo, $PN = TGPN + LLN + OAI$.

Por otro lado, para captar el efecto de la adopción de las NIIF, se incorpora al modelo una variable indicadora referida a la normativa contable (NC), la cual asume valor cero en los períodos (años) de vigencia de las normas contables argentinas (etapa preNIIF) y valor uno para los períodos de vigencia de las NIIF, incluyendo el año de implementación de estas normas (etapa NIIF). Los cambios que producen las NIIF, en los efectos de las variables explicativas ($TGPN, RDO, LLN$ y OAI) sobre el precio de la acción (P), se captan incluyendo interacciones entre dichas variables y la indicadora (NC), representadas en el modelo con coeficientes δ .

Así, el modelo queda expresado del siguiente modo:

$$P_{it+3} = \beta_0 + \delta_0 NC_i + \beta_1 TGPN_{it} + \delta_1 NC_i \times TGPN_{it} + \beta_2 RDO_{it} + \delta_2 NC_i \times RDO_{it} + \beta_3 LLN_{it} + \delta_3 NC_i \times LLN_{it} + \beta_4 OAI_{it} + \delta_4 NC_i \times OAI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

donde las variables se definen de acuerdo con lo indicado en la Tabla N°3.

Tabla 3. Definición de variables

SIMBOLOGÍA	DEFINICIÓN
P_{it+3}	Precio promedio por acción de la empresa i en el tercer mes siguiente al cierre del ejercicio t (calculado tomando precios de cierres)
$TGPN_{it}$	Patrimonio neto tangible (por acción) de la empresa i al cierre del ejercicio t
RDO_{it}	Resultado neto después de impuestos (por acción) de la empresa i para el ejercicio t
LLN_{it}	Llave de negocio (por acción) informada en los estados financieros de la empresa i al cierre del ejercicio t (neta de las depreciaciones ^a acumuladas y de las pérdidas por desvalorización que le pudieran corresponder)
OAI_{it}	Otros activos intangibles (por acción) informados en los estados financieros de la empresa i al cierre del ejercicio t (netos de las depreciaciones acumuladas y de las pérdidas por desvalorización que les pudieran corresponder)
NC_i	Normativa contable vigente para la empresa i

Fuente: *Elaboración propia.*

(6) Se emplea el término «depreciación», siguiendo la terminología usada por las NCPA.

Dos cuestiones merecen destacarse en lo relativo a la definición de las variables. En primer lugar, que la forma de cálculo de los precios de las acciones contempla los tiempos que demora el mercado en incorporar la información contable a las decisiones. En segundo lugar, los valores de las variables explicativas, que se obtienen de estados financieros de las empresas, se emplean deflactados por el número de acciones, siguiendo la postura de Barth y Clinch (2009), quienes lo proponen como una forma efectiva para mitigar los sesgos que produce el efecto escala en la estimación de modelos econométricos.

La estructura de los datos disponibles, determinada por variables que se miden para cada empresa en distintos años, impone la necesidad de emplear un modelo para datos correlacionados. Por ello, desde el punto de vista econométrico, el modelo (2) se utiliza bajo la especificación de un modelo lineal para datos de panel. Más concretamente, para captar la heterogeneidad no observable entre sujetos se ha elegido una especificación de efectos fijos, en virtud de que, como señala De Jager (2008), es la más apropiada para la mayor parte de las investigaciones contables. Asimismo, para resolver los problemas de dispersión de los valores de la variable dependiente (P), se trabaja con una transformación de la misma, por lo que la variable respuesta es el logaritmo natural del precio de la acción ($\ln P$). Bajo estas consideraciones, el modelo a estimar adopta la forma siguiente:

$$\ln P_{it+3} = \beta_0 + \delta_0 NC_i + \beta_1 TGN_{it} + \delta_1 NC_i \times TGN_{it} + \beta_2 RDO_{it} + \delta_2 NC_i \times RDO_{it} + \beta_3 LLN_{it} + \delta_3 NC_i \times LLN_{it} + \beta_4 OAI_{it} + \delta_4 NC_i \times OAI_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

donde es una variable aleatoria que permite captar la heterogeneidad individual no observable y las demás variables se definen de acuerdo con lo indicado en la Tabla 3.

3.3. Espacio temporal, muestra y fuentes de datos

La investigación se realiza sobre una muestra de empresas cotizantes en el mercado de capitales argentino, pertenecientes a distintos sectores de actividad, excluido el financiero. Las empresas pertenecientes a este sector se excluyen de la muestra, ya que no aplicaron NIIF en el período al que refiere este estudio.⁷

El período elegido es el comprendido entre 2009 y 2015, ambos incluidos. En su elección se han considerado, principalmente, aspectos del contexto.

Así, por un lado, se tomó el 2009 como año de inicio del período de análisis, debido a que ciertos hechos, como la crisis internacional y el traspaso de los fondos administrados por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) al Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), ocurridos hacia finales de 2008, impactaron significativamente en el mercado de capitales argentino, generando, entre otros efectos, una importante disminución del volumen negociado. Por ello, para evitar las distorsiones que los datos correspondientes a dicho año podrían generar en el presente estudio empírico, debido a la importante variación que los mismos presentan respecto de los correspondientes a años anteriores, el espacio temporal elegido se inicia en 2009.

Por otro lado, se consideró el momento a partir del cual se estableció, en Argentina, la obligatoriedad en la aplicación de NIIF para las empresas estudiadas, a los efectos de poder trabajar con un rango temporal dividido en dos subperíodos: el previo a la adopción de las NIIF (etapa preNIIF) y el de vigencia de las NIIF, que incluye el año de implementación de dichas normas (etapa NIIF). De este modo, el período 2009–2015 permite delimitar esos dos subperíodos, con un número semejante de observaciones en cada uno de ellos. Además, ese rango temporal, de 7 años consecutivos, resulta signifi-

(7) Se emplea el término «depreciación», siguiendo la terminología usada por las NCPA.

tivo para cumplir con el objetivo de la investigación y estimar correctamente el modelo propuesto.

Dado que el mercado de capitales argentino se caracteriza por una baja permanencia de las empresas en los índices bursátiles, que produce una situación de cambios en el panel de cotizantes, para seleccionar a las que forman parte de la muestra se consideraron solo aquellas que se han mantenido en cotización de manera continua durante el período 2009–2015, identificándose 46 empresas no financieras en esta situación.

Para este conjunto se procedió a recolectar la información contable y del mercado necesaria para la investigación, lo que permitió obtener un total de 322 observaciones anuales. De este total, se eliminaron las observaciones para las cuales las variables patrimonio neto y/o resultado contable asumen valores negativos, por no ser consistentes con el marco de valoración de Ohlson (1995). La existencia de 78 observaciones con esa condición hace que la muestra total se reduzca a 244 observaciones y a 44 empresas. Se eliminaron también las observaciones con valores extremadamente atípicos, tomando como base el criterio de la desviación típica.⁸ No obstante, este proceso se apoyó también en el análisis de tres medidas estadísticas de uso habitual para determinar valores atípicos e influyentes en un modelo de regresión: los residuos estudentizados y estadísticos DFFITS y COVRATIO.⁹ Esto condujo a eliminar un total de 30 observaciones, lo que deja una muestra final conformada por 214 observaciones correspondientes a 40 empresas no financieras.

Los datos se recolectaron directamente de fuentes originales y se obtuvieron tanto de los estados financieros anuales consolidados, presentados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, como de los registros referidos a negociación de acciones en el Mercado de Valores de Buenos Aires.

4. Resultados empíricos

En esta sección se presenta el análisis descriptivo de la muestra y los resultados obtenidos a partir de la estimación del modelo (3).

La Tabla 4 expone los estadísticos descriptivos de las variables, discriminados para cada subperíodo.

Al igual que ocurre con la variable dependiente, todas las variables contables presentadas en la Tabla 4, excepto *TGPN*, presentan valores promedio menores en la etapa preNIIF que en la etapa NIIF. En este sentido, es pertinente aclarar que la medición de estas variables se ha realizado con la información obtenida de los estados financieros a valores nominales.

Las variables explicativas presentan coeficientes de variación altos, lo que indica que se trata de variables con gran dispersión. Es especialmente elevado el coeficiente de variación de *LLN*, en los dos subperíodos analizados, lo cual se explica por el hecho de que solo una parte de las empresas de la muestra (37,5 %) poseen este activo. Además, se trata de una variable que, a diferencia de las demás, presenta valores negativos, en virtud de que las NCPA admiten el reconocimiento del valor llave negativo.

(8) Bajo este criterio, normalmente, se consideran como valores extremos a aquellos datos fuera del intervalo $(\bar{x} - 3\sigma, \bar{x} + 3\sigma)$, o a lo sumo, fuera del intervalo $(\bar{x} - 4\sigma, \bar{x} + 4\sigma)$, donde \bar{x} es la media de los valores de la variable y σ es la desviación típica. No obstante, en este trabajo se eliminaron los valores marcadamente atípicos, considerando como tales a los que se alejan del valor de la media más de 5 veces la desviación típica.

(9) Aunque lo más usual en las investigaciones contables orientadas al mercado de capitales es eliminar las observaciones extremas, representadas por aquellas más alejadas de la posición central de las variables, en este trabajo se realizó, adicionalmente, un análisis de tres medidas estadísticas que se utilizan para determinar valores atípicos e influyentes en un modelo de regresión: los residuos estudentizados y estadísticos DFFITS, COVRATIO. Al realizar el análisis de los valores obtenidos para estas tres medidas se detecta que el 70 % de las observaciones eliminadas, siguiendo el criterio basado en la desviación típica, coincide con las que las mismas señalan como atípicos o potencialmente influyentes.

Tabla 4. Principales estadísticos descriptivos de la muestra. Etapas preNIIF y NIIF

VARIABLE	ETAPA	MEDIA	MEDIANA	MÁXIMO	MÍNIMO	DESVIÓ ESTÁNDAR	COEF. DE VARIACIÓN	N° OBS.
P*	PreNIIF	6,27	3,34	45,61	0,46	7,62	1,21	94
	NIIF	15,97	6,71	440,60	0,19	42,20	2,64	120
lnP	PreNIIF	1,31	1,20	3,82	-0,78	1,00	0,76	94
	NIIF	1,93	1,90	6,09	-1,66	1,19	0,62	120
TGPN*	PreNIIF	4,30	2,85	27,25	0,05	4,19	0,97	94
	NIIF	4,15	2,90	21,95	-7,49	4,55	1,10	120
RDO*	PreNIIF	0,81	0,40	6,13	0,01	1,08	1,33	94
	NIIF	1,07	0,42	9,24	0,00	1,77	1,65	120
LLN*	PreNIIF	0,03	0,00	1,45	-1,48	0,30	11,62	94
	NIIF	0,07	0,00	7,55	-1,28	0,70	9,40	120
OAI*	PreNIIF	0,11	0,00	1,93	0,00	0,35	3,08	94
	NIIF	0,45	0,02	8,54	0,00	1,41	3,14	120

* Valores expresados en moneda argentina (pesos) por acción

La variable **OAI** también expone coeficientes de variación elevados, en ambas etapas, por tratarse también de una variable que asume valor cero para varias observaciones anuales. En cuanto a la variable dependiente, se aprecia que la transformación de **P** a la forma logarítmica (**lnP**) ha permitido reducir la dispersión de los datos referidos a precios.

Al observar los valores medios, se advierte que, para la primera etapa, la media de **OAI** es superior a la media de la **LLN** en más de tres veces, siendo esa diferencia de más de seis veces en la etapa siguiente. Esto puede entenderse si se tienen en cuenta las limitaciones que imponen las normas contables para el reconocimiento de la llave de negocio, al admitir únicamente el reconocimiento de la adquirida. Resulta destacable también que el patrimonio neto de las empresas (donde $PN = TGPN + OAI + LLN$) es claramente inferior su valor de mercado (**P**), en los dos subperíodos, lo que refleja que una importante parte de dicho valor no tiene reconocimiento en los estados financieros.

Es importante mencionar que en la etapa preNIIF, los costos de organización y los preoperativos aparecen como parte integrante de los **OAI** que reconocen las empresas no financieras. Este tipo de costos ya no figuran dentro de la partida correspondiente a **OAI** en la etapa NIIF, debido a que la NIC 38 no admite su reconocimiento como activos.

La Tabla N°5 recoge los resultados obtenidos en la estimación del modelo que se conforman con las interacciones que resultaron significativas al estimar el modelo (3),¹⁰ con datos correspondientes al período 2009–2015.

El coeficiente decorrelación intraclásica (*rho*) indica que una parte muy significativa de la variabilidad total (77,28 %) se debe a la variabilidad entre las empresas, siendo esta heterogeneidad un indicador de que es apropiado usar efectos fijos. El test de máxima verosimilitud para la redundancia de efectos fijos arroja p-valores < 0,01 (Test F y *Chi*²), revelando que los efectos fijos de las empresas son diferentes con un 99 % de confianza al menos, lo que también

(10) El modelo estimado es el siguiente:

$$\ln P_{i,t+3} = \beta_0 + \delta_0 NC_i + \beta_1 TGPN_{i,t} + \beta_2 RDO_{i,t} + \beta_3 LLN_{i,t} + \delta_3 NC_i \times LLN_{i,t} + \beta_4 OAI_{i,t} + \delta_4 NC_i \times OAI_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3.a)$$

Tabla 5. Relevancia valorativa de los activos intangibles en las etapas preNIIF y NIIF

VARIABLES EXPLICATIVAS	COEFICIENTES	P-VALORES
TGPN	0,0425*	0,088
RDO	0,1532***	0,006
LLN	-0,7543*	0,065
NC x LLN	0,7887*	0,063
OAI	0,6425***	0,000
NC x OAI	-0,4799***	0,000
Constante	0,9684***	0,000
NC	0,5351***	0,000
N° observaciones	214	
N° empresas	40	
R2 within	0,4400	
Correlación intraclásica (rho)	0,7728	
Test F	13,40***	
Chi2	303,46***	

Nota: Para la estimación del modelo se ha empleado el «estimador dentro» (withinestimator) y se realizó estimación robusta a heterocedasticidad basada en la corrección de White (1980). Los símbolos *** y * denotan que la variable es significativa al 1 % o 10 %, respectivamente. Las variables se definen de acuerdo con lo indicado en la Tabla N° 3.

da sustento al uso de este modelo. El coeficiente de determinación (R^2 within) es mediano y semejante al obtenido en estudios previos que emplean modelos de panel de efectos fijos, como el de Oliveira *et al.* (2010).

Los p-valores expuestos en la Tabla N°5 revelan que las variables *TGPN*, *RDO*, *LLN* y *OAI* son estadísticamente significativas, con un 90 % de confianza, lo que indica que el patrimonio neto tangible, el resultado neto, la llave de negocio y los otros activos intangibles influyen en la valoración de las empresas no financieras en la etapa preNIIF. Los coeficientes de *TGPN*, *RDO* y *OAI* resultaron positivos, lo que indica que estas variables presentan una relación directa con los precios de mercado en dicha etapa. En cambio, el coeficiente de *LLN* resultó negativo, lo que muestra que *LLN* presenta una relación inversa con los precios de mercado en la etapa preNIIF.

El coeficiente de la variable indicadora *NC*, que cuantifica el cambio en el nivel de la relevancia valorativa en la etapa NIIF en relación con la preNIIF, es significativo y positivo, lo que indica que, en general, la relevancia valorativa ha aumentado con la adopción de las NIIF.

La adopción de las NIIF no produjo cambios en la relevancia valorativa de las dos variables contables fundamentales: *TGPN* y *RDO*, en tanto los coeficientes de las interacciones entre estas variables y la indicadora de la normativa contable (*NC*) no resultaron significativos. De este modo, es posible afirmar que el patrimonio neto tangible y el resultado neto son tenidos en cuenta por los inversores para la valoración de las empresas no financieras, tanto en la etapa preNIIF como en la etapa NIIF. Sin embargo, es importante hacer notar que la incidencia del patrimonio neto tangible en los precios es bastante menor a la del resultado neto.

La adopción de las NIIF afectó la relevancia valorativa de los activos intangibles, lo que se evidencia en la significatividad estadística de las interacciones entre las variables referidas a tales activos y la indicadora *NC*. Ahora bien, el coeficiente de la interacción entre *LLN* y *NC* resultó positivo, por lo que es posible afirmar que la relevancia valorativa de la *LLN* se incrementó con la adopción de las NIIF. Sin embargo, el coeficiente de la interacción entre *OAI* y *NC* resultó negativo, lo que evidencia que la relevancia valorativa de los disminuyó con la adopción de las NIIF.

El efecto total de *LLN* y *OAI* en el precio de las acciones en la etapa NIIF, se determina a través de la suma ($\hat{\beta} + \hat{\delta}$), cuyos resultados y p-valores asociados se presentan en la Tabla N°6.

Tabla 6. Coeficientes y p-valores de las variables que cambian su relevancia valorativa en la etapa NIIF

VARIABLES EXPLICATIVAS	COEFICIENTES	P-VALORES
LLN	0,0344	0,163
OAI	0,1626***	0,000
Constante	1,5035***	0,000

El símbolo *** denota que la variable es significativa al 1 %

Como se puede apreciar, solo *OAI* resulta significativa en la etapa NIIF, siendo su coeficiente positivo, lo que muestra que los activos intangibles identificables mantienen una relación directa con el valor de mercado las empresas no financieras en la etapa NIIF. Sin embargo, la *LLN*, aun cuando aumentó su relevancia valorativa a partir de la adopción de las NIIF, no es una variable tenida en

cuenta por los inversores para la valoración de las referidas empresas en esta etapa.

Sobre la base de lo anteriormente expuesto y, a modo de síntesis, se presenta la Tabla N°7, en la que se exponen los coeficientes y los p-valores correspondientes a cada una de las variables explicativas del modelo estimado, para cada uno de los subperíodos analizados.

Tabla 7. Coeficientes de las variables explicativas y p-valores para las etapas preNIIF y NIIF

VARIABLES EXPLICATIVAS	ETAPA PRENIIF		ETAPA NIIF	
	COEFICIENTES	P-VALORES	COEFICIENTES	P-VALORES
TGPN	0,042450*	0,088	0,042450*	0,088
RDO	0,153151***	0,006	0,153151***	0,006
LLN	-0,754340*	0,065	0,034367	0,163
OAI	0,642493***	0,000	0,162625***	0,000
Constante	0,968353***	0,000	1,503473***	0,000

Los símbolos *** y * denotan que la variable es significativa al 1 % o 10 %, respectivamente

Se puede observar que la adopción de las NIIF produjo cambios en la relevancia valorativa de los activos intangibles. Así, la llave de negocio, que presenta una asociación negativa con los precios en la etapa preNIIF, aumenta su relevancia valorativa con la adopción de dichas normas, aunque no llega a ser una variable significativa para la formación de precios. Los otros activos intangibles, en cambio, influyen positivamente en los precios de mercado en ambas etapas. No obstante, la adopción de las NIIF dio lugar a una disminución de su relevancia valorativa.

Estos resultados aportan evidencias en favor de lo planteado en la hipótesis de la investigación, con relación a que la normativa contable aplicada por las empresas influye en la relevancia valorativa de los activos intangibles, confirmando que la misma varía entre la etapa preNIIF y la etapa NIIF para las empresas no financieras, cotizantes en el mercado de capitales argentino.

5. Conclusiones

En este trabajo se analiza el efecto de la adopción de las NIIF en la relevancia de los activos intangibles para la formación de precios en el contexto del mercado de capitales argentino, donde existe una importante laguna sin cubrir en la medida que no se ha constatado la existencia de trabajos publicados que aborden esta temática.

Para poder concretar el estudio se ha construido un modelo de precios basado en el marco de valoración de Ohlson (1995), el cual incluye una variable indicadora del sistema contable, que posibilita el análisis propuesto desde el punto de vista metodológico. El estudio se realiza para el período 2009–2015 y sobre muestra de empresas pertenecientes a distintos sectores de actividad, excluido el financiero, por no resultar afectado por el cambio a NIIF en el período referido.

Los resultados obtenidos muestran que la adopción de las NIIF afectó la relevancia valorativa de los

activos intangibles. Concretamente, la relevancia valorativa de la llave de negocio se incrementó con la adopción de las NIIF, mientras que la de los otros activos intangibles identificables disminuyó con la adopción de dichas normas.

En lo que respecta a la llave de negocio, los resultados están en línea con los de Chalmers *et al.* (2008), Oliveira *et al.* (2010), Chalmers *et al.* (2012), Hamberg y Beisland (2014), Bepari y Mollik (2017), Wayhuni *et al.* (2018) y Omarjee *et al.* (2019) y se asocian al hecho de que las NIIF han regulado su tratamiento contable priorizando la relevancia de la información en mayor medida que las normas locales.

La disminución de la relevancia valorativa de los otros activos intangibles, en cambio, se entiende vinculada a las mayores restricciones que establece la NIC 38 en lo atinente al reconocimiento de intangibles, que, a diferencia de la normativa argentina, no permite la activación de los costos de organización y de los preoperativos, dejando de lado información que puede ser potencialmente útil para los inversores. Chalmers *et al.* (2008) y Ji y Lu (2014) obtienen resultados similares para estos activos, los que también atribuyen a las mayores restricciones impuestas por las NIIF para su reconocimiento.

La adopción de las NIIF no produjo cambios en la relevancia valorativa del patrimonio neto tangible ni del resultado contable. Específicamente, los resultados revelan que ambas variables son tenidas en cuenta por los inversores para la valoración de las empresas, tanto en la etapa preNIIF como en la etapa NIIF.

De este modo, es posible concluir que la normativa contable aplicada por las empresas influye en la relevancia valorativa de los activos intangibles, confirmando que la relevancia que el mercado de capitales argentino asigna a la información financiera referida a estos activos varía entre la etapa preNIIF y la etapa NIIF.

Los hallazgos que derivan de los resultados obtenidos contribuyen a acrecentar la evidencia empírica existente en torno al papel que tienen los intangibles en la valoración externa de las empresas, la cual es necesaria para dar sustento a la construcción de una teoría, aún no desarrollada, que permita explicar la influencia de los intangibles en la creación de valor.

Contribuyen también al conocimiento de las implicaciones que ha tenido la aplicación del marco normativo del IASB en la valoración de dichos recursos por parte del mercado.

Además, dado que la investigación se contextualizó en un mercado poco desarrollado, como es el argentino, sus resultados aportan al conocimiento de la forma en que la información referida a intangibles impacta en este tipo de mercados, para los cuales la evidencia empírica existente es limitada.

Este estudio reconoce una limitación en el tamaño de la muestra, que queda integrada por un número reducido de empresas. Este hecho, aunque deriva del limitado tamaño del mercado de capitales argentino y ha permitido, asimismo, armar un panel de datos con información suficiente para estimar correctamente el modelo propuesto, condiciona algunos análisis adicionales que podrían aportar a una mejor comprensión del fenómeno estudiado. Entre ellos, el análisis del efecto de la adopción de NIIF, en la relevancia que el mercado asigna a los activos intangibles, considerando el sector de actividad de las empresas.

Por ello, de cara a una futura investigación, resultaría valioso realizar réplicas de este estudio sobre una muestra más amplia que incluya empresas de otros países, principalmente del entorno latinoamericano, lo que permitiría, además, indagar acerca de los efectos de las características culturales e institucionales en el examen del impacto que ha tenido la adopción de la normativa del IASB en la relevancia valorativa de los activos intangibles.

Referencias bibliográficas

- AAA *Financial Accounting Standards Committee* (2001). Equity valuation models and measuring goodwill impairment. *Accounting Horizons*, 15(2):61–170.
- Amir, A., Harris, T. y Venuti, E. (1993). A comparison of the value–relevance of US versus non–US GAAP accounting measures using 20–F reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31:230–264.
- Andriessen, D. (2004). *Making sense of intellectual capital: Designing a method for the valuation of intangibles*. Burlington, USA: ElsevierButterworth–Heinemann.
- Banco Central de la República Argentina (2014). *Comunicación «A» 5541: Hoja de ruta para la convergencia hacia las normas internacionales de información financiera para las entidades financieras sujetas a supervisión del BCRA*. Buenos Aires: BCRA.
- 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. (2000). *The relevance of the value relevance research*. Working Paper, Stanford University, USA.
- Barth, M., Beaver, W. y Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3):77–104.
- Barth, M. y Clinch, G. (2009). Scale effects in capital markets–based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3–4):253–288.
- Beaver, W. (1968). The information content of the annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6:67–92.
- Belkaoui, A. (1992). *Accounting Theory*. London: Academic Press.
- Bepari, M. y Mollik, A. (2017). Regime change in the accounting for goodwill: Goodwill write–offs and the value relevance of older goodwill. *International Journal of Accounting & Information Management*, 25(1):43–69.
- Bugeja, M. y Gallery, N. (2006). Is older goodwill value relevant? *Accounting & Finance*, 46(4):519–535.
- Cañibano, L. y Gisbert, A. (2007). Los activos intangibles en el nuevo Plan General Contable. *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 2–3:191–212.
- Cañibano, L., Sánchez, M. García, M. y Chaminade, C. (2002). *Directrices para la gestión y difusión de información sobre intangibles (Informe de Capital Intelectual)*. Proyecto Meritum. Madrid: Fundación Airtel Móvil.
- Chalmers, K., Clinch, G. y Godfrey, J. (2008). Adoption of international financial reporting standards: Impact on the value relevance of intangible assets. *Australian Accounting Review*, 18(3):237–247.
- Chalmers, K., Clinch, G., Godfrey, J. y Wei Z. (2012). Intangible assets, IFRS and analysts' earnings forecasts. *Accounting & Finance*, 52(3):691–721.
- Choi, W., Kwon, S. y Lobo, G. (2000). Market valuation of intangible assets. *Journal of Business Research*, 49(1):35–45.
- Da Silva, A., Rodrigues, T. y Klann, R. (2017). A influência dos ativos intangíveis na relevância da informação contábil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31):26–45.
- Dahmash, F., Durand, R. y Watson, J. (2009). The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. *The British Accounting Review*, 41(2): 120–137.
- Dapena, J. (2012). *Instrumentos de Inversión y Mercados Financieros*. Buenos Aires: Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- De Jager, P. (2008). Panel data techniques and accounting research. *Meditari Accountancy Research*, 16(2):53–68.
- 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(2):293–317.
- Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (2019). *Resoluciones Técnicas vigentes*. Buenos Aires: FACPCE.
- Ficco, C., Werbin, E., Díaz, M. y Prieto, B. (2019). Relevancia de los intangibles para la valoración externa de las empresas: Evidencias desde el contexto argentino. Trabajo presentado en el XX Congreso Internacional AECA, Málaga, España.
- 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.
- Giner, B. y Pardo, F. (2007). La relevancia del fondo de comercio y su amortización en el mercado de capitales: Una perspectiva europea. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 134(36):389–415.
- 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*, 31(114):1111–1150.
- Hamberg, M. y Beisland, L. (2014). Changes in the value relevance of goodwill accounting following the

- adoption of IFRS 3. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 23(2):59–73.
- Infante, R y Ferrer, R. (2017). The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: An empirical examination of listed companies in the Philippines from 2012 to 2016. *Proceedings of the Institute for Global Business Research Conference*, Las Vegas, USA.
 - International Accounting Standards Board (2018). *Marco Conceptual para la Información Financiera*. London: IASB.
 - International Accounting Standards Board (2018). *Norma Internacional de Contabilidad N° 38: Activos intangibles*. London: IASB.
 - International Accounting Standards Board (2018). *Norma Internacional de Información Financiera N° 3: Combinaciones de negocios*. London: IASB.
 - Iñiguez, R. y López, G. (2005). Valoración de los activos intangibles en el mercado de capitales español. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34(125):459–499.
 - Ji, X. y Lu, W. (2014). The value relevance and reliability of intangible assets. Evidence from Australia before and after adopting IFRS. *Asian Review of Accounting*, 22(3):182–216.
 - Kimouche, B. y Rouabhi, A. (2016a). The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: Evidence from French companies. *Intangible Capital*, 12(2):506–529.
 - Kimouche, B. y Rouabhi, A. (2016b). Intangibles and value relevance of accounting information: Evidence from UK companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 12(2):437–458.
 - Ledoux, M. y Cormier D. (2013). Market assessment of intangibles and voluntary disclosure about innovation: the incidence of IFRS. *Review of Accounting and Finance*, 12(3):286–304.
 - Ocak, M. y Findik, D. (2019). The impact of intangible assets and sub-components of intangible assets on sustainable growth and firm value: Evidence from Turkish listed firms. *Sustainability*, 11(19):5359.
 - Ohlson, J. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2):661–687.
 - Oliveira, L., Rodrigues, L. y Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*, 42(4):241–252.
 - Omarjee, F., Yasseen, Y. y Mohamed, W. (2019). The value relevance of aged goodwill: A South African study. *Southern African Business Review*, 19:1–23.
 - Priotto, H., Quadro, M., Veteri, L. y Werbin, E. (2011). *Los activos intangibles: Una prueba empírica en empresas argentinas*. Trabajo presentado en el XVI Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática, México.
 - Ritter, A. y Wells, P. (2006). Identifiable intangible asset disclosures, stock prices and future earnings. *Accounting & Finance*, 46(5):843–863.
 - Romero, E. (2005). La nueva regulación de las combinaciones de negocios: la NIIF 3. *Partida Doble*, 166:30–46.
 - Saha, A. y Bose, S. (2017). The value relevance of financial and non-financial information: Evidence from recent academic literature. En M. North & J. Akkeren (Eds.), *Value relevance of accounting information in capital markets* (pp. 220–245). Hershey, USA: IGI Global.
 - Senderovich, P. (2009). *NIIF 3: Combinaciones de negocios. En memoria y defensa del concepto de valor llave negativo*. Trabajo presentado en el XXV Congreso Nacional de Graduados en Ciencias Económicas, Buenos Aires, Argentina.
 - Shah, S., Liang S. y Akbar S. (2013). International Financial Reporting Standards and the value relevance of R&D expenditures: Pre and post IFRS analysis. *International Review of Financial Analysis*, 30:158–169.
 - Tollington, T. (1998). Separating the brand asset from the goodwill asset. *Journal of Product & Brand Management*, 7(4):291–304.
 - Tolosa, L. (2013). *El contenido informativo de los estados contables y de los precios de las acciones en la toma de decisiones de inversión. Análisis de empresas que cotizan en el mercado de capitales argentino*. Tesis doctoral, Universidad Nacional de Córdoba, Argentina.
 - Wahyuni, E., Dewantoro y Avianti, I. (2018). Has goodwill become more relevant after IFRS convergence in Indonesia? *Journal of Accounting and Investment*, 19(2):239–256.
 - White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4):817–838.

Registro bibliográfico

Ficco, C. (2020). *Las NIIF y la relevancia valorativa de los activos intangibles: Evidencia empírica en el mercado de capitales argentino antes y después de su adopción*. *Revista Ciencias Económicas*, 17 (01), 21–41.