

Análisis Financiero

Nº 95

SEGUNDO
CUATRIMESTRE
2004

CUARTA EPOCA.

P.V.P. 9,92 €

-
- 6 *José Antonio Santos Arrarte*
**LA VALORACION DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES Y
DEL CAPITAL INTELECTUAL**
-
- 14 *Juan Manuel García Lara y Araceli Mora Enguñados*
**EL CONSERVADURISMO CONTABLE VERSUS EL
RECONOCIMIENTO DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES**
-
- 28 *Prosper Lamothe Fernández y Gracia Rubio Martín*
VALORACION DE EMPRESAS NUTRACÉUTICAS
-
- 48 *Luis Miguel Doncel y Jorge Sainz*
**OPVS DE EMPRESAS TECNOLOGICAS ESPAÑOLAS
DURANTE EL BOOM BURSÁTIL 1999-2000**
-
- 58 *Isabel Gómez Rodríguez y Oracio Molina Sanchez*
**LA RELEVANCIA DE LOS INDICADORES SOBRE
INTANGIBLES EN LAS DECISIONES DE CONCESION
DE CRÉDITO**
-
- 78 *Emma García Meca e Isabel Martínez Conesa*
**LA INFORMACION NO FINANCIERA Y LOS
INDICADORES DE CREACION DE VALOR**
-



INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS



FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

MIEMBRO DE LA FEDERACION EUROPEA DE LAS ASOCIACIONES DE ANALISTAS FINANCIEROS (EFFAS)

*José Antonio Santos Arrarte**

La valoración de los activos intangibles y del capital intelectual

I.- LA POLÉMICA SOBRE LA ADECUACIÓN Y RELEVANCIA DE LA CONTABILIDAD VIGENTE.

El reconocimiento general de la relevancia informativa de los datos contables de las empresas ha ido perdiendo peso; desde el inicio de los años 70 hasta la actualidad, al constatar que hay una serie de aspectos que no están debidamente reflejados por la contabilidad actual, y se está extendiendo la idea de una pérdida de relevancia de la contabilidad, en el sentido de que ésta explica una parte cada vez menor de la evolución de las cotizaciones: se dice que los datos de beneficios y de valor contable fallan ó tardan mucho en reflejar la verdadera situación de la empresa, y que la información se incorpora en las expectativas, anticipadas por las cotizaciones del mercado de valores. Son argumentos cuya consistencia parece ir en aumento, sobre todo referidos al mercado de valores americano (aunque, dado su mayor desarrollo, se presume su validez también para los demás mercados de valores).

Hay un primer grupo de autores ¹ que opinan que la información contable, tal y como se concibe y practica actualmente, no refleja (en la determinación de las magnitudes relevantes para el mercado de valores, como son los beneficios o el cash flow, o los recursos propios) de forma adecuada y suficiente algunos aspectos que se han ido desarrollando con importancia creciente dentro del propio proceso de cambio en la actividad empresarial, lo que motiva la citada pérdida de relevancia de la información contable.

Entre éstos autores destaca Lev, que sostiene que la contabilidad "clásica" tiene una utilidad muy limitada o nula en rela-

ción a la predicción de la evolución de las cotizaciones, porque adolece de tres tipos de defectos: su carácter genérico, el reflejo que hace del punto de vista de los gerentes, y, además, la omisión de los activos intangibles. Lev, es el autor que tiene un mayor número de artículos individuales o asociados (como Lev y Sougiannis, Lev y Ohlson, Amir y Lev, Kasznik y Lev, Lev y Zarowin, o Lev, Sarath y Sougiannis), y junto con otros como Chang, o Sougiannis, atribuye la mayor pérdida de relevancia a los defectos en la contabilización de los activos intangibles y de los gastos en investigación y desarrollo (I+D) en particular.

Estos argumentos que cuestionan (o relativizan) la importancia de la información contable han recibido dos tipos de respuestas:

El primer tipo de respuestas ², reconoce la importancia de la cuestión planteada aunque sólo sea a efectos conceptuales, y propone soluciones operativas en forma de mejoras técnicas. El segundo tipo de respuestas ³, simplemente rechazan que ésta crítica sea cierta porque constatan que no hay una base empírica suficiente para afirmaciones tan rotundas.

En definitiva, ésta polémica ha servido para centrar la atención de profesionales y autoridades sobre la evolución del sistema métrico de las empresas. Pero hay que constatar que no acaba de imponerse la opinión que sostiene que sería muy conveniente para el buen funcionamiento de los mercados de valores una adaptación radical del mismo (de la función "tradicional" de reflejo de las transacciones a coste histórico, a la función "moderna" de reflejo de la imagen fiel de los resultados de una empresa a valor "razonable" de mercado –perspectivas-).

* Universidad Europea de Madrid.

Sin embargo, la actualización de criterios contables ha venido impuesta por varios escándalos de "contabilidad creativa" (operaciones fuera de balance que aumentan los riesgos de las empresas sin adecuado reflejo contable), que han aflorado en el mundo de las grandes corporaciones, cuyos accionistas parecen ser apenas un contrato más de los que gestionan los administradores.

Actualización de normas contables iniciada por la FASB americana, de acuerdo con la Securities and Exchange Commission, y, en junio de 2.002, por la Unión Europea en un Reglamento que adopta las normas contables de la IASB (nics), cuya mayor novedad es el establecimiento del valor razonable ó "fair value" como criterio rector (afectado según la mayoría de las opiniones por su elevado grado de discrecionalidad); la complejidad de la materia aconsejaría, como mínimo, complementar la que se puede denominar "información clásica" con la "información moderna", y que los usuarios de las mismas puedan ir decantando sus preferencias y completando sus conocimientos ⁴.

En cualquier caso, dentro de los conceptos que se pueden considerar como "activos intangibles" y "capital intelectual", se admite por el IASB su valoración a valor razonable "cuando exista un valor de referencia fiable" y "sin que el valor contable de los activos pueda superar el valor presente de los beneficios que puedan generar". Como vemos, se trata de uno de los temas de mayor dificultad en su concreción, ya que se carece en la actualidad de criterios objetivos de definición que permitan la certificación por los expertos en éstas materias.

Entre las varias propuestas que hemos conocido, hemos elegido las aportaciones recientes de Edvinsson y Lev porque nos parece que resumen la cuestión con sentido común y con un esfuerzo meritorio de concreción cuantitativa.

Pasamos a efectuar una breve exposición en el apartado segundo de éste artículo, como paso previo a un ejercicio de cuantificación de las mismas tomando como ejemplo algunos valores españoles, de forma que permita visualizar los resultados de sus propuestas.

En el apartado tercero, se tratará de exponer cómo la evolución de los mercados de valores afecta a la propia elaboración de las propuestas citadas, con objeto de relativizar la parte de aquéllas conclusiones basada en correlaciones cuya vigencia parece dudosa.

II.- LAS PROPUESTAS DE EDVINSSON Y LEV PARA LA VALORACIÓN DE LOS INTANGIBLES Y DEL CAPITAL INTELECTUAL.

II.1 Los intangibles y el capital intelectual.

Aunque se trata de dos autores de formación, experiencia y circunstancias muy diversas, ambos coinciden en que la "creación de valor" se origina en la empresa a través del trabajo y las iniciativas del capital humano, de los métodos orgánicos que va diseñando y mejorando con el tiempo, y de las relaciones con clientes y proveedores que la empresa ha ido acumulando, más las que se inician en el proceso de innovación, dentro de un marco de recursos limitados. De todos los factores mencionados, la mayor creación de valor se concede al factor innovación, si bien todos los factores contribuyen y deben de ser incorporados a la contabilidad.

La diferencia entre ellos radica, como luego se verá, en que el enfoque de Lev se refiere más a los propios "intangibles" (patentes, marcas, know-how, investigación y desarrollo, ensayos de implementación, capacidad orgánica..), mientras que el enfoque de Edvinsson añade lo que denomina el "capital intelectual" (incorpora así en los conceptos anteriores a los trabajadores de la empresa y sus capacidades).

Para ambos autores, la actividad de las empresas se encuentra inmersa en una nueva concepción de la "cadena de valor", ya que se supera la concepción basada en lo "industrial" (contenido físico de los productos) para pasar a una concepción basada en lo "intangible" (contenido en saber incorporado al producto); es casi una "nueva economía", que requiere de los "nuevos" trabajadores que amplíen su capacidad de renovar conocimientos para que puedan aumentar su productividad (del "know how" al "know who").

Desde éste punto de vista, y en otro ámbito, también resulta necesario modificar la contabilidad, ya que la contabilidad "anterior", que consideran como una primera generación en las herramientas de gestión del conocimiento, refleja la situación de propiedad de lo tangible a coste histórico (riqueza viene a ser la propiedad de edificios y máquinas). Sin embargo, en la situación descrita se necesita una contabilidad "nueva", segunda generación de herramientas de gestión del conocimiento, que refleje además la situación de propiedad de los intangibles a valor razonable (riqueza son también los activos humanos e intangibles a disposición de la empresa) para complemento de aquélla.

Ambos autores señalan también la importancia económica creciente de los intangibles, y estiman que su incidencia

actual era en el año 2.000 del orden de :

- más del 10 % del PIB en USA.
- más del 70 % de la inversión empresarial anual en USA.
- más del 50 % de la capitalización bursátil en USA

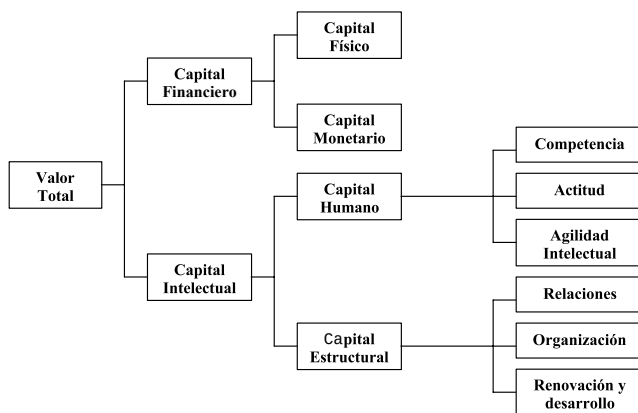
II.2 La valoración del capital intelectual según Edvinsson.

Por su parte Edvinsson ⁵, propone un esquema del valor total de la empresa, basado en el modelo que inicia, en 1.993, la compañía de seguros sueca Skandia, de la que había sido nombrado director general de capital intelectual en 1.991 (por primera vez en la historia empresarial).

A.- El capital intelectual.

Edvinsson observa que el flujo de información entre la empresa y el entorno, e incluso dentro de la misma empresa, crea unos activos cualitativos, "invisibles" desde el punto de vista de la contabilidad tradicional; se trata de activos que necesitan de un largo período de tiempo para constituirse (tienen carácter medio fijo), que pueden tener varios usos al mismo tiempo, y que se incrementan con el aumento de su uso, siendo fuente de una ventaja competitiva más duradera que los activos financieros de las empresas.

Propone entonces el siguiente esquema del valor total de la empresa:

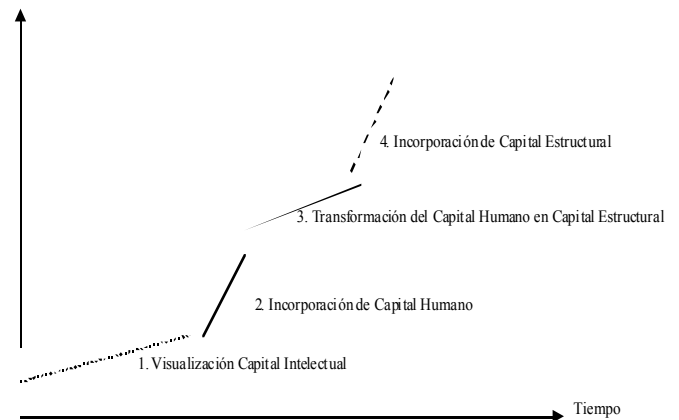


En el mismo, se añade al capital financiero tradicional (compuesto por capital físico o material y capital monetario) el concepto de capital intelectual, y éste se subdivide en dos grupos: el "pensante", o capital humano, y el "no pensante", o capital estructural (valor organizativo interno y de relación externa).

B.- Dinámica bursátil del modelo Skandia ⁶.

Para Edvinsson, la valoración de la empresa por la Bolsa debe reflejar los cuatro estadios de la incorporación y puesta en valor del capital intelectual.

Capitalización bursátil



C.- Valoración del capital intelectual.

Según Edvinsson, que cita a Tobin, el valor de éstos intangibles sería la diferencia entre el valor bursátil y el valor neto contable:

En nuestra opinión, se trata de una definición residual no suficientemente validada, ya que el concepto "Valor de los Intangibles" (ó Good-will) en ésta variante queda a expensas de dos valores (el valor de mercado y el valor contable) que se presume son adecuados por aquello del mercado eficiente en el primer caso, y por la certeza de la ciencia contable en el segundo.

Sin embargo, ambos valores distan de ser fiables de forma permanente, general y homogénea, y no parece que puedan ser tomados como base para una valoración (por simple diferencia entre los mismos) de algo tan difícil de medir como el capital intelectual ó los intangibles; por tanto, ésta definición parece más una aproximación a su valoración que una valoración propiamente dicha.

II.3 La valoración de los intangibles según Lev.

Culminando más de 20 años de búsqueda, Lev ⁷ propone una nueva metodología contable cuyo comentario nos alejaría del objeto de éste artículo, y, en colaboración con Gu, una nueva forma de valorar los activos intangibles.

Aquí el concepto está más elaborado, pero la valoración sigue siendo del tipo residual. Para obtener el concepto de "beneficios normales", se efectúa una estimación de los mismos del tipo "ex ante" que ahora está en boga, es decir, partiendo del nivel actual, se estima su evolución futura en varias fases (primera fase, de unos 5 años, a la tasa de crecimiento estimada por los analistas; segunda fase, de unos diez

a quince años, a una tasa decreciente hasta la tasa "normal" de la economía; y tercera fase, perpetuidad a ésta tasa).

Una vez obtenida la corriente de "beneficios normales", se realiza la sustracción a éstos de los beneficios que se considera han sido obtenidos por los "otros activos" (los activos materiales y los activos financieros), con lo que se hallan los "beneficios atribuibles a los activos intangibles" de forma residual.

"Beneficios atribuibles a los activos intangibles" son, pues, la diferencia entre los beneficios normales totales y los beneficios que se estima hayan sido producidos por los otros activos a las tasas de rentabilidad históricas del sector ó del valor; por tanto, estamos también ante una definición aproximativa, que no tiene en cuenta la posible variación de las tasas de rendimiento de los "otros activos" a futuro, ni la probable repercusión de los costes de medio ambiente no incluida en los costes actuales más que de forma indirecta vía las valoraciones de un mercado suficientemente eficiente, ni las posibles fuentes de valor que no sean estricto capital intelectual.

Una vez determinada la parte de los beneficios atribuible a los activos intangibles, halla el valor descontado de los activos intangibles mediante el modelo CAPM; como sabemos, éste modelo nos remite a su vez a las valoraciones de mercado (vía rendimiento libre de riesgo, estimación del rendimiento esperado del mercado y beta aplicable a cada empresa).

En resumen, al igual que Edvinsson, hay en Lev una conexión con las valoraciones de las bolsas que introduce un sesgo de subjetivismo a la hora de la determinación del valor de los activos intangibles. Se trata de metodos que precisan de una muleta exogena para llegar a determinar el valor de los activos intangibles y del capital intelectual.

Comparación Valoraciones Capital Intelectual

2002	VCI Según Método Residual	VCI Según Método Descuento	Diferencias (MR-MD)
ELE	3.761	15.933	-12.172
ALT	4.841	21.296	-16.455
REP	1.793	12.586	-10.793
ACX	701	3.265	-2.564
FCC	1.149	6.549	-5.400
ZEL	767	144	623
SOG	531	-398	929
TEF 02	24.556	-9.006	33.562
TEF 01	44.527	2.664	41.863

Fuente: Memorias Sociedades y elaboración propia..

II.4 ALGUNOS EJEMPLOS DE VALORACIÓN DE INTANGIBLES EMPRESAS ESPAÑOLAS.

Si aplicamos el método residual de Edvinsson a las empresas españolas de mayor relevancia entre las cotizadas, se observa que las empresas de origen estatal (como son Endesa, Altadis, Repsol y Telefónica) tienen una mayor valoración del capital intelectual que las de origen privado en las actividades industrial o de construcción (Acerinox y Fomento), o que las del sector de "nueva economía" (Zeltia, Sogecable y Telefónica 2.001, en un ejercicio "normal", y Telefónica 2.002, en un ejercicio "de saneamiento").

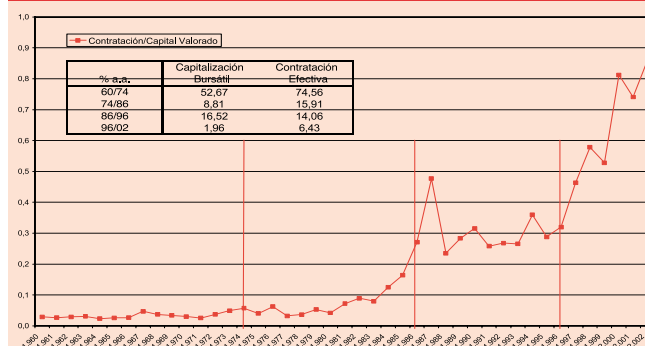
Si efectuamos una aproximación al método de descuento de beneficios intangibles de Lev, se observa que las valoraciones de las empresas de la "nueva economía" estarían en un nivel bastante inferior a las de las empresas de la economía "tradicional".

En la columna final se observan las diferencias entre ambos métodos, que no dejan de ser importantes: el método de Edvinsson valora más las empresas de "nueva economía", y el método de Lev valora más las empresas de "economía tradicional".

III.- LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL.

Como hemos visto, ambos métodos de valoración de intangibles recurren a las cotizaciones del mercado bursátil de forma directa o indirecta. Por ello, conviene señalar algunos aspectos que han caracterizado la evolución de los mercados

BOLSA DE MADRID



de acciones, y que inciden en la forma y niveles de valoración otorgados a las empresas cotizadas.

Referido al caso español, hay que señalar en primer lugar la evolución del propio mercado de valores (siguiendo los niveles de contratación efectiva en relación con la cifra de

capitalización bursátil). En el gráfico 1 se observan varias fases:

- De 1.960 a 1.974, en que el desarrollo medido en tasas de aumento acumulativo tiene un nivel excepcional y se acelera a finales del período (probablemente como consecuencia de la aparición de los fondos de inversión mobiliaria), pero sin pasar del 6% de la capitalización.

- De 1.974 a 1.986, se produce la gran caída bursátil española y la recuperación (probablemente con motivo de la entrada en la Comunidad Económica Europea, y la consecuente irrupción de inversores institucionales extranjeros); de nuevo se observa la mayor tasa de crecimiento anual acumulativo de la contratación, lo que sitúa el ratio al final del período en el 27% de la capitalización.

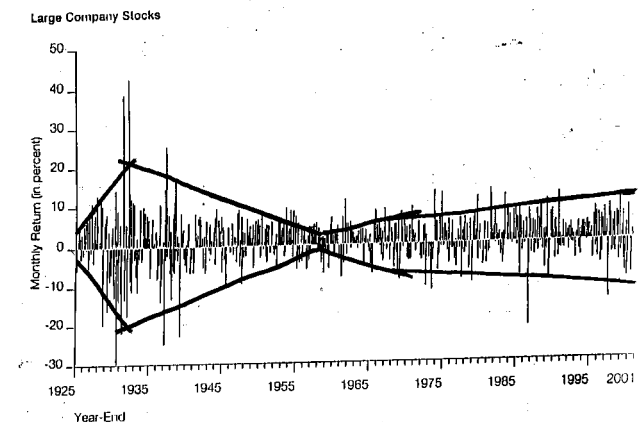
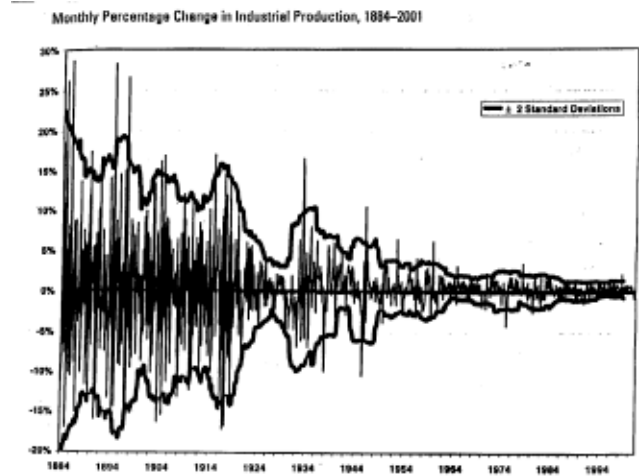
- De 1.986 a 1.996, el ratio se estabiliza alrededor del 27%, por el incremento de las tasas de crecimiento de la capitalización, aunque las cifras de contratación obtienen incrementos también muy elevados (probablemente por el incremento del uso de los derivados y las aplicaciones de los "cuidadores").

- De 1.996 a 2.002, (probablemente como consecuencia del auge internacional de las bolsas y el mantenimiento en el aumento del uso de los derivados y de las aplicaciones citadas), el ratio se incrementa hasta el 88% sobre la capitalización.

En resumen, últimamente en la bolsa de Madrid cambian de manos, cada año y todos los años, acciones en una cuantía que representa el 88% de la propiedad a precios de mercado de todas las empresas cotizadas: la liquidez es grande.

La referida evolución, que puede considerarse homogénea con la de otras bolsas (si acaso algo más tardía) permite esbozar una visión del proceso de valoración de empresas por el mercado: en el mismo, se van incluyendo ahorradores y especuladores que, una vez organizados en instituciones de inversión colectiva con mayor regulación (como los fondos) ó menor regulación (como los off-shore, de perfil similar a las peñas quinielísticas), hacen sentir su opinión en cuantías y proporciones crecientes, y, a veces, con demandas desmesuradas para las ofertas existentes; de aquí que lo que se gana en liquidez no siempre se gana en precisión, y, aunque disminuye la prima de riesgo de las acciones, la probabilidad de burbujas (incluso "racionales") se hace mayor.

Cuando la actividad está guiada por la ciencia, uno de los efectos que se obtienen es el aumento en la precisión de las previsiones y un mayor dominio de las tasas de variación de los fenómenos controlados. En los gráficos 2⁸, y 3⁹, siguiendo se observa



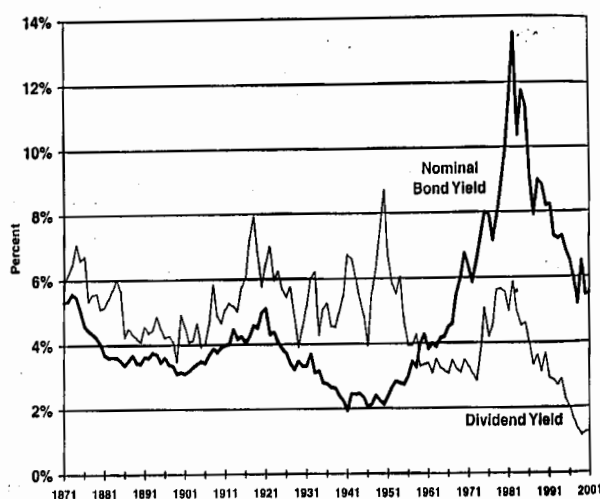
que ello es así para las magnitudes económicas básicas como, por ejemplo, la producción industrial. Sin embargo, la evolución de las cotizaciones se aparta de ésta pauta, ya que, si bien se aprecia una tendencia hacia la mayor previsibilidad en aquél tiempo inicial hasta 1.958, gira de nuevo hacia volatilidades crecientes desde 1.958.

Cabe preguntarse sobre lo ocurrido en 1.958, y las respuestas recibidas irán desde la negación de cualquier relación hasta su magnificación, pasando por otras interpretaciones de tipo macro ó cambiario.

En el gráfico 4¹⁰, se observa que, previamente a 1.958, la rentabilidad por dividendos de las acciones era superior a la rentabilidad de los bonos del Estado de forma sistemática; de hecho, uno de los criterios de los inversores para comprar o vender era el del alejamiento o la proximidad de ambas rentabilidades.

Después de 1.958, se extienden tanto el criterio del reparto de dividendos sólo en los casos en los que la rentabilidad de la

Dividend and Nominal Bond Yields, 1871-2001



empresa sea igual o inferior a la del mercado como la práctica de las recompras de acciones, lo que origina un mayor peso relativo de la revalorización de las cotizaciones sobre la rentabilidad por dividendos en el rendimiento total obtenido por los inversores.

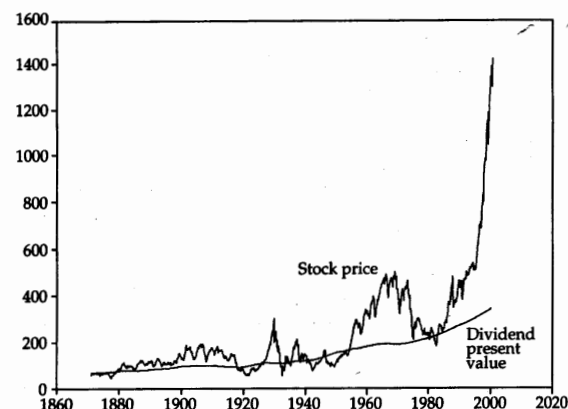
La presión sobre los administradores que ejerce éste nuevo modelo podría estar en el origen de la erosión de las prácticas de gestión que, esperamos, haya llegado a su límite con los casos conocidos en el año 2001 (Worldcom, Enron, Tyco, y otros).

Siendo la contratación efectiva de los valores medida en relación a la capitalización bursátil uno de los indicadores relevantes de la evolución de la demanda en términos generales, parece razonable afirmar que su influencia se deje sentir sobre los resultados bursátiles. Desde 1.981, Shiller ¹¹ y otros vienen planteando, en base al modelo de descuento de dividendos, la excesiva volatilidad de los precios de las acciones en relación a los dividendos percibidos.

Como se observa en el gráfico 5 ¹², la valoración según el modelo de descuento de dividendos hubiera sido una pendiente ligeramente creciente, sin fluctuaciones apenas, mientras que la evolución del índice de precios de éstos dividendos ha sido extraordinariamente fluctuante (sobre todo entre 1.995 y 2.000); de aquí que Shiller haya titulado su libro "Irrational Exuberance".

Todo ello reafirma la idea de que las valoraciones del mercado bursátil son más bien el resultado de las disponibilidades de fondos de los inversores aplicadas al conjunto de títulos (ampliados virtualmente mediante la operativa de deri-

Real S&P Index values



vados), en base a expectativas deducidas de la información disponible (macro y micro).

En lo micro, parece que la información se difundiría según el mercado eficiente en el núcleo más relacionado con la empresa, y que se iría diluyendo su "perfección" según se vaya alejando su ámbito (eficiencias fuerte, semifuerte y débil).

En lo macro, ocurriría de igual forma, pero la amplitud de los efectos que se derivan de las informaciones macro puede dominar (ó al menos afectar) a la vigencia de las acuñadas en lo micro.

En cualquier caso, no parece que sea conveniente la vinculación de las valoraciones de los activos intangibles (micro) que deberían servir de ancla, con parámetros de mercado (micro, macro, disponibilidades y expectativas) que reflejan condiciones de equilibrio más o menos efímeras.

IV. CONCLUSIONES.

Las críticas que se vienen realizando a la contabilidad de las empresas por su incapacidad para reflejar las nuevas realidades económicas (activos intangibles y capital intelectual) tienen buena parte de fundamento. Una vez admitida ésta realidad en general, y, por tanto, la necesidad de una actualización de los criterios contables disponibles para los inversores de las distintas plazas bursátiles, los autores no se ponen de acuerdo en la forma de valorar activos intangibles y capital intelectual, ya que algunos señalan el peligro de insuflar subjetivismo donde reina el realismo de la llevanza de compromisos de pagos y cobros.

Entre las propuestas que pretenden resolver éste problema

del subjetivismo en las valoraciones de intangibles, destacan las de Edvinsson y Lev.

Una vez examinadas, se observa que ambas tienen en común el carácter residual (no se valoran por sí mismos los conceptos, sino por diferencia con otro concepto que se supone incluye a aquéllos), y el recurso a las valoraciones del mercado bursátil (Edvinsson de forma directa y Lev de forma más indirecta, pero igualmente decisiva). Por otra parte, en el ejemplo realizado para el caso español, se observan grandes diferencias entre las valoraciones de ambos métodos.

La evolución de los mercados de valores hacia una mayor liquidez por mayor participación de los inversores ha contribuido ó al menos ha coincidido en el tiempo con el incremento de la volatilidad en las cotizaciones, y con la expresión por autores relevantes de ciertas dudas razonables sobre la propia eficiencia de los mercados.

En mi opinion, estas son razones que aconsejan que la determinación de los valores de intangibles y capital intelectual (una tarea micro) se realice de manera endógena y al margen de los criterios exógenos (basados en los valores que otorga el mercado en función de los criterios micro, macro, disponibilidades y expectativas antes mencionados).

Quizá la forma de aplicar el criterio de la IASB antes mencionado ("cuando exista un valor de referencia fiable" y "sin que el valor contable de los activos intangibles pueda superar el valor presente de los beneficios que puedan generar") sea mediante el método de opciones reales, que permite valorar las probabilidades de que tales beneficios ocurran y la adaptación secuencial de las cifras contables a la evolución real de las expectativas.

NOTAS BIBLIOGRAFICAS

1 Chan, Lakonishok y Sougiannis, explican la valoración por el mercado de valores para los gastos de I+D en éste mismo sentido de contabilización defectuosa. Perry y Grinaker, relacionan las divergencias entre las estimaciones de beneficios hechas por los analistas y los cambios en los gastos de I+D, con el consiguiente impacto negativo en los precios. Cuestión en la que coinciden las conclusiones del estudio de Brown, Lo, y Lys.

Otros, como Barth, Kasznik y McNichols, aprecian que los analistas le dedican proporcionalmente una mayor atención a las empresas e industrias con una mayor presencia relativa de los gastos de I+D, debido a las posibles divergencias de valoración entre los datos fundamentales y bursátiles.

En un sentido similar al de los anteriores, Skinner señala de forma adicional que una contabilización deficiente de la compensación del personal (como las opciones y derivados acordados, los componentes periódicos de los costes por pensiones), así como de las posibles contingencias medio ambientales, entre otros posibles defectos, vienen a limitar también la validez de los datos de las empresas y generan aparentes anomalías de valoración. Para mayor información consultar los artículos

siguientes:

- Lev, Ohlson, "Market Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation and Extension", Journal of Accounting Research, Supplement, 1982.
 - Kothari, Lys, Smith, Watts, "Auditor Liability and Information Disclosure", Journal of Accounting, Auditing and Finance, 4, 1988.
 - Lev, "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research", Journal of Accounting Research, vol. 27, Supplement, 1989.
 - Sougiannis, "The Accounting Based Valuation of Corporate R&D", The Accounting Review, 69, 1994.
 - Perry, Grinaker, "Earnings Expectations and Discretionary Research and Development", Accounting Horizons, 12, 1994.
 - Kasznik, Lev, "To Warn or Not To Warn", The Accounting Review, 10, 1995.
 - Amir, Lev, "Value Relevance of Non-Financial Information: The Wireless Communications Industry", Journal of Accounting and Economics, 22, 1996.
 - Lev, Sougiannis, "The Capitalization, Amortization and Value-Relevance of R&D", Journal of Accounting and Economics, 21, 1996.
 - Skinner, "Are Disclosures About Bank Derivatives and Employee Stock Options Value- Relevant?", Journal of Accounting And Economics, 22, July 1996.
 - Chang, "The Decline in Value Relevance of Earnings and Book Values", Harvard University Working Paper 1998.
 - Lev, Zarowin, "The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them", New York University Working Paper, Journal of Accounting Research, 37, 1999.
 - Lev, Sougiannis, "Penetrating the Book to Market Black Box: the R&D Effect", Journal of Business Finance and Accounting, 26, 1999.
 - Lev, Sarath, Sougiannis, "R&D Related Reporting Biases and Their Consequences", Working Paper, New York University, 1999.
 - Brown, Lo, Lys, "Use of R2 in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance Over the last Four Decades", Journal of Accounting and Economics, 28, October 1999.
 - Lev, "R&D and Capital Markets", Journal of Applied Corporate Finance, Winter 1999.
 - Chan, Lakonishok, Sougiannis, "The Stock Market Valuation of R&D Expenditures", Working Paper Series, University of Illinois, 1999.
 - Ball, Kothari, Robin, "The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings", Working Paper, Univ. of Rochester, 1999.
 - Barth, Kasznik, McNichols, "Analyst Coverage and Intangible Assets", Working Paper Series, SSRN, Stanford University, 2001.
- 2 Una parte de los autores reconoce parte de ésta carencia, y, sin darle mayor importancia, ya venía proponiendo mejoras técnicas sobre las líneas maestras de Preinreich, cuya aportación a la teoría de la amortización tiene tanto peso desde su publicación en 1938; en éste sentido, ver Hirschey y Weygandt, Bublitz y Ettredge, Dechow, Ohlson y Zhang, ó Wallman. Otros, como Chambers, Jennings y Thompson, sugieren la

incorporación de los costes de I+D a la contabilidad, permitiendo una amortización variable según los distintos grupos de industrias. Para mayor información consultar los artículos siguientes:

- Preinreich, "Stock Yields, Stock Dividends and Inflation", The Accounting Review, December 1932.
- Preinreich, "Annual Survey of Economic Theory: the Theory of Depreciation", Econometrica, Vol. 6, 1938.
- Hirschey, Weygandt, "Amortization Policy for Advertising and R&D Expenditures", Journal of Accounting Research, 23, 1985.
- Bublitz, Ettredge, "The Information in Discretionary Outlays: Advertising and R&D", The Accounting Review, 64, 1989.
- Dechow, "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals", Journal of Accounting and Economics, 17, 1994.
- Wallman, "The Future of Accounting and Disclosure in an Evolving World: the Need for Dramatic Change", Accounting Horizons, 9, 1995.
- Ohlson, Zhang, "Accrual Accounting and Equity Valuation", Journal of Accounting Research, 36, 1998.
- Chambers, Jennings, Thompson, "Evidence on the Usefulness of Capital Expenditures as an Alternative Measure of Depreciation", Review of Accounting Studies, 4, 1999.
- Chambers, Jennings, Thompson, "Evidence on the Usefulness of Capitalizing and Amortizing Research and Development Costs", Working Paper Series, SSRN Electronic Paper Collection, Draft April 2000.

3 Así, Easton, Harris y Ohlson, Francis y Schipper, ó Collins, Maydew y Weiss, afirman que la pretendida pérdida de relevancia de los datos contables no se encuentra apoyada por la evidencia empírica. Otros como Healy, Myers y Howe, ó Holthausen y Watts, señalan lo limitado de la cuestión y proponen una solución de compromiso que le dé un tratamiento adecuado. Barth, Beaver y Landsman, sostienen la posición más tradicional y consideran de gran relevancia la información contable, sobre todo en los casos de empresas en crisis. Para Basu, en 1.997, el hecho de que la sensibilidad comparativa de las cotizaciones ante resultados "malos" sea entre dos y seis veces menor que la expresada ante resultados "buenos" (las buenas noticias se cotizan más) era ya un indicio en el sentido de que los criterios contables se han hecho más "conservadores".

Sin agotar el comentario sobre las otras opiniones en la doctrina americana y sin entrar a terciar en la polémica, sí conviene mencionar que, en la aportación de Givoly y Hayn de agosto de 2.000, en la que se estudia la evolución de las pautas contables que se derivan del análisis de beneficios y cash flows en las cuatro décadas finales del siglo XX, se concluye, al igual que Basu, que la contabilidad actual se apresura a reflejar las "malas" noticias y es más lenta en reflejar las "buenas", es decir, que hay un incremento en el "conservadurismo" de las actividades contables a lo largo del período citado, o dicho de otra forma, las prácticas han evolucionado en un sentido más conservador. Para mayor información consultar los artículos siguientes:

- Lipe, "The Information Contained in the Components of Earnings", Journal of Accounting Research, 24, 1986.
- Easton, Harris, Ohlson, "Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns: The Case of Long Event Windows", Journal of Accounting and Economics, 15, 1992.
- Givoly, Hayn, "Special Items – Information Contents and Earnings Manipulation", Working Paper, Univ. of California at

Irvine, 1994.

- Basu, "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings", Journal of Accounting and Economics, 24, June 1997.
- Collins, Maydew, Weiss, "Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years", Journal of Accounting and Economics, 24, September 1997.
- Barth, Beaver, Landsman, "Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health", Journal of Accounting and Economics, 25, June 1998.
- Francis, Schipper, "Have Financial Statements Lost Their Relevance?", Journal of Accounting Research, Vol.37, Autumn 1999.
- Healy, Myers, Howe, "R&D Accounting and the Tradeoff Between Relevance and Objectivity", Working Paper Series, Harvard Business School, 1999.
- Holthausen, Watts, "The Relevance of Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting", Working Paper Series, University of Rochester, 2000.
- Givoly, Hayn, "The Changing Time Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?", Journal of Accounting and Economics, 29, August 2000.

- 4 - Sanchez Fernandez de Valderrama, "Los nuevos paradigmas de la valoración", Conferencia en Seminario de APD, 6 de mayo de 2003.
- 5 - Edvinsson, Roos, Roos, Dragonetti, "Capital intelectual: el valor intangible de la empresa", Paidós Empresa, Barcelona, 2.001.
- Edvinsson, "Some Perspectives on Intangibles and Intellectual Capital 2.000", UNIC, Stockholm, Sweden, 2.000.
- Tobin, Brainard, "Asset Markets and the Cost of Capital", en "Essays in Honor of W. Fellner", North Holland, 1977.
- Tobin, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", Journal of Credit, Money and Banking, 1, 1969.

- 6 – Edvinsson, "Some Perspectives on Intangibles and Intellectual Capital", UNIC, Stockholm, Sweden, 2.000.

- 7 – Lev, "The Old Rules No Longer Apply", Forbes, 04/07/97.

- 8 - Siegel, "Stocks for the Long Run" McGraw-Hill 2.002, pag. 117.

- 9 - Ibbotson, "Stocks, Bonds, Bills and Inflation. 2002 Yearbook. Market Results for 1926 –2001", pag.

- 10 - Siegel, "Stocks for the Long Run", McGraw-Hill 2.002, pag. 88.

- 11 - Shiller, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?", American Economic Review, 71, 3, 1.981.

- Campbell, Shiller, "The Dividend Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors", Review of Financial Studies, 1, 1.988.

- Shiller, Beltratti, "Stock Prices and Bond Yields: Can Their Comovements Be Explained in Terms of Present Value Models?", Journal of Monetary Economics, 30, 1.992.

- Campbell, Shiller, "Valuation Ratios and the Long Run Stock Market Outlook", Journal of Portfolio Management, 24, 1.998.

- 12 - Shiller, "Irrational Exuberance", Princeton University Press, 2.000, pag.186.