

## UNA EVALUACIÓN EMPÍRICA DEL FONDO DE COMERCIO\* (An Empirical Evaluation of Goodwill)

Manuel Larrán Jorge  
Profesor Titular de la Universidad de Cádiz  
Juan Monterrey Mayorá  
Catedrático de la Universidad de Extremadura  
Eva Mulero Mendigorri  
Profesora Titular E. U. de la Universidad de Cádiz

### RESUMEN

*En el presente trabajo se analizará bajo una perspectiva empírica uno de los activos empresariales más controvertidos como es el fondo de comercio. Dicha controversia no se materializa únicamente en su definición, sino también en su cuantificación y tratamiento contable, dando lugar en los últimos años a una importante línea de investigación centrada en la relevancia valorativa del fondo de comercio en particular y de los intangibles en general.*

*Nuestro trabajo plantea un doble objetivo: en primer lugar, estudiar los efectos económicos ocasionados por tratamientos contables alternativos del fondo de comercio, mediante el análisis de la sensibilidad de determinados ratios ante las diversas opciones contables existentes; y, en segundo término, verificar la relevancia valorativa del fondo de comercio desde la perspectiva del mercado de capitales. Para la realización del trabajo hemos utilizado información contable de grupos de empresas españolas e información bursátil correspondiente a la dominante para los ejercicios 1991-1997.*

*Las conclusiones básicas obtenidas se centran en que el análisis empresarial basado en ratios puede verse afectado por el tratamiento contable a que se haya sometido al fondo de comercio. Por otra parte, se obtienen evidencias del incremento en el tiempo de la relevancia valorativa del fondo de comercio en el mercado bursátil español, así como de la dependencia de dicha relevancia de ciertos factores contextuales como el nivel de resultados, la participación del fondo de comercio en el total de activo, etc.*

*Palabras clave: fondo de comercio, relevancia valorativa, análisis empírico.*

### ABSTRACT

*This paper analyses from an empirical perspective one of the most controversial of company assets, namely goodwill. The controversial nature of goodwill lies not only in its definition but also in its quanti-*

---

\* El presente trabajo puede considerarse como parte de los resultados de los proyectos PB98-0454 y PB98-1112-C03-03, de la DGICYT del Ministerio de Educación. Los autores agradecen los comentarios recibidos de Carmen Pineda, Amparo Sánchez, Emiliano Ruiz, Begoña Giner, así como de los evaluadores anónimos.

*fication and accounting treatment, giving rise in recent years to an important line of research centred on the value relevance of goodwill in particular and intangibles in general.*

*The paper has a two-fold objective: First, to study the economic effects arising from different accounting treatments of goodwill, through analysis of the sensitivity of certain ratios to the diverse set of existing accounting options; and secondly to verify the value relevance of goodwill from the perspective of the capital markets. To undertake this work, we have used accounting information of Spanish group companies and corresponding stock market information for the period 1991-1997.*

*The basic conclusions obtained concentrate on the ratio-based business analysis which can be seen to be affected by the accounting treatment applied to goodwill. On the other hand, there is evidence of an increase over time of the value relevance of goodwill in the Spanish capital market, as there is of the dependency of such relevance on certain contextual factors such as level of earnings, the percentage of goodwill over total assets, etc.*

*Key words: goodwill, value relevance, empirical analysis.*

## 1. INTRODUCCIÓN

Tradicionalmente, la investigación contable orientada hacia el mercado de capitales e inscrita en el ámbito del paradigma de utilidad se ha centrado en el análisis del resultado y en el impacto que éste provoca en los inversores. Este enfoque ha sido el habitual durante muchos años para investigar en qué medida el resultado contable es una magnitud descriptiva de la capacidad de creación de valor de una firma, y si aquél es incorporado por el mercado al mecanismo de formación de los precios bursátiles. Esta "fijación" sobre el resultado ha sido a expensas de ignorar otros elementos contenidos en el balance y cuyo potencial informativo no ha sido objeto del interés de la investigación contable hasta los primeros años noventa.

En efecto, sólo en fechas recientes la línea trazada desde la Universidad de Stanford, inspirada en Beaver (1989) y Landsman (1986), y materializada, entre otros, en los importantes trabajos de Barth (1991) y Barth, Beaver y Landsman (1992), ha posibilitado que la investigación contable dirija su mirada hacia la denominada *balance sheet approach* o aproximación de balance, en expresión de Beaver (1989), ya plenamente consolidada y cuyo objeto es analizar la relevancia valorativa de la información contenida en las partidas del balance y en la información complementaria proporcionada por la memoria. En este contexto se ubica el presente trabajo, cuyo propósito es analizar los efectos ocasionados por las diferentes soluciones contables existentes para el fondo de comercio y cómo es percibido por los inversores que participan en el mercado español de capitales.

Además, la elección por nuestra parte de un activo tan controvertido como el fondo de comercio tiene mucho que ver, también, con el reciente impulso cobrado por la investigación contable sobre intangibles en los últimos dos o tres años. Trabajos como

los de Sougiannis (1994), y Lev y Sougiannis (1996), sobre las actividades de investigación y desarrollo, han abierto el camino para que un número creciente de investigaciones se ocupen de profundizar en esta línea<sup>1</sup>. Una muestra elocuente del impulso cobrado son los trabajos encaminados a estudiar todo tipo de intangibles, como la relevancia valorativa de las inversiones en software (Aboody y Lev, 1998), de la satisfacción de la clientela (Ittner y Larcker, 1998), de la reputación de la empresa (Black, Carnes y Richardson, 1999), o de las patentes (Hirschey, Richardson y Scholz, 1998).

Por último, la elección del fondo de comercio como objeto de estudio creemos que está sobradamente justificada por tratarse, posiblemente, del más singular de los activos de las empresas, singularidad que, por otra parte, se ve amplificada por un tratamiento contable tan peculiar como variado y diverso a lo largo del panorama contable internacional. Así, el fondo de comercio no se reconoce en todos los casos en los balances de las empresas, y, aún cuando figuran registrados, su valoración puede diferir sustancialmente en función de la normativa contable que le sea de aplicación; de aquí que las diferentes soluciones contables por las que se puede optar para su reconocimiento y amortización afectan, en principio, a los resultados y a la posición económica-financiera de las entidades valoradas a partir de información contable, con el riesgo potencial de distorsionar la significación económica de sus estados financieros.

En definitiva, nuestro trabajo plantea un doble objetivo: en primer lugar, estudiar los efectos económicos ocasionados por tratamientos contables alternativos del fondo de comercio, mediante el análisis de la sensibilidad de determinados ratios ante las diversas opciones contables existentes, en una línea similar a la que plantearan Colley y Volkan (1988), y, en segundo término, verificar la relevancia valorativa del fondo de comercio desde la perspectiva del mercado de capitales.

En el presente trabajo nuestra atención se ha centrado básicamente en el Fondo de Comercio de Consolidación, y, por ende, en la información contable que se desprende de las cuentas consolidadas. Tal elección se basa en las siguientes argumentaciones:

- a) Por la menor presencia del fondo de comercio en las cuentas anuales individuales.
- b) De acuerdo con los resultados derivados de entrevistas y cuestionarios contestados por analistas financieros españoles, se pone de manifiesto el mayor uso y utilidad asignada por este colectivo, para valorar acciones en el mercado de capitales, a la información consolidada frente a la individual (Larrán y Rees, 1999).
- c) La mayor relevancia valorativa en el mercado de capitales español de la información del grupo sobre la información individual (Abad *et al.*, 2000).

---

<sup>1</sup> Una muestra del auge y difusión de la investigación contable sobre intangibles es la creación en 1998 del Intangibles Research Center de la Universidad de Nueva York, dirigido por Baruch Lev, y la celebración en esta misma Universidad, en abril de 1999, de una importante conferencia sobre la materia.

Nuestro trabajo se organiza del siguiente modo: el epígrafe 2 se destina a exponer de manera muy sucinta la naturaleza económica del fondo de comercio y a abordar la normativa contable comparada; en la sección 3 realizamos un recorrido por la literatura empírica existente; en la sección 4 se enuncian las hipótesis a contrastar y los modelos diseñados a tal efecto; el epígrafe 5 describe la muestra de empresas y sus principales estadísticos descriptivos; los apartados 6 y 7 presentan y discuten los resultados empíricos obtenidos y, por último, el epígrafe 8 recoge nuestras conclusiones.

## **2. NATURALEZA DEL FONDO DE COMERCIO Y NORMATIVA COMPARADA**

### **2.1. Naturaleza del fondo de comercio**

Como ya hemos afirmado, el fondo de comercio es uno de los elementos del balance que mayor controversia suscita en el plano teórico, siendo la variedad y diversidad de tratamientos existentes a lo largo de la normativa contable comparada un reflejo evidente de la falta de consenso teórico acerca de su naturaleza. Colley y Volkan (1988) señalan dos versiones conceptuales diferentes del fondo de comercio; la primera de ellas lo concibe desde una perspectiva financiera, asociándolo a la capacidad de la empresa de obtener beneficios anormales en el futuro, mientras que la segunda, desde una óptica netamente contable, justifica su razón de ser como consecuencia de la existencia de activos omitidos en el balance.

La idea del fondo de comercio como medida de la capacidad de obtener resultados anormales ya fue perfilada por Paton y Littleton (1940, p. 92), está empíricamente confirmada (García-Ayuso, Monterrey y Pineda, 1999) y es la que goza de mayor aceptación.

El enfoque de los activos omitidos en balance considera que el fondo de comercio existe porque la empresa dispone de recursos intangibles que no figuran registrados en los estados financieros (Gynther, 1969). La principal razón para su falta de registro se asocia con la dificultad de valoración tal como apuntan Itami (1987) y Hall (1992).

### **2.2. Alternativas teóricas sobre la contabilización del fondo de comercio**

Se han sugerido soluciones muy diferentes para abordar el tratamiento contable del fondo de comercio, que, si bien han sido objeto de excelentes análisis en la literatura contable<sup>2</sup>, podríamos resumir en las siguientes alternativas:

---

<sup>2</sup> Pueden consultarse, entre otros, los trabajos de Bellostas (1996), Brunovs y Kirsch (1991), Colley y Volkan (1988), Condor (1988), Hodgson, Okunev y Willet (1993), Johnson y Petrone (1998), Kam (1990), Kennedy (1994), Pearce (1994), Ruiz Barbadillo (1993), Scicluna (1994) y Tearney (1973).

1. Cuantificar y reconocer el fondo de comercio en el activo del balance, sin ser objeto de amortización hasta que no se demuestre su reducción de valor. Para ello debe cumplir las tres condiciones relativas (i) a su asociación con los probables beneficios futuros, (ii) a su posesión o control por la empresa y (iii) a su origen en una transacción pasada<sup>3</sup>.
2. Reconocerlo como activo y amortizarlo de forma sistemática y periódica en la cuenta de resultados, opción mayoritariamente aceptada en la regulación contable comparada, si bien con profundas discrepancias en cuanto al horizonte temporal elegido para su amortización, veinte años en el caso español y cuarenta en el norteamericano.
3. Reconocimiento inmediato del fondo de comercio como un gasto en el momento de su adquisición, sobre todo por las dificultades en encontrar relaciones causa-efecto entre su existencia y actividad, así como por la dudosa razonabilidad de su imputación temporal.
4. Compensarlo de una vez contra reservas y, por tanto, sin afectar al resultado, tal como permitían las normas británicas en el SSAP 22 (ASB, 1989)<sup>4</sup>. Una razón para la defensa de esta opción se basa en la comparabilidad de la información, dado que muchas compañías tienen fondo de comercio pero no figura registrado como activo, al no haberse producido una compra de otra empresa o la participación en el capital de aquélla. Por tanto, el fondo de comercio autogenerado ha minorado en cierta forma los resultados de ejercicios anteriores, y, por tanto, las reservas actuales<sup>5</sup>.

Aunque las opciones anteriores no son las únicas que se han defendido<sup>6</sup>, son las más extendidas en la práctica, si bien su reconocimiento y amortización sistemá-

---

<sup>3</sup> Una postura teórica interesante en defensa de esta alternativa es la mantenida por Alvarez López (1989), quien opina que el *fondo de comercio* no debe amortizarse, salvo que hubiera una reducción efectiva de las sobreutilidades esperadas. Propone crear una reserva especial en las épocas de grandes beneficios que reponga el total del valor del *fondo de comercio*, y cargar su reducción de valor con dicha reserva, cuando la explotación empeore, sin recargar en estos momentos los costes o resultados.

<sup>4</sup> No obstante, recientemente el ASB ha emitido en diciembre del 97, y modificado posteriormente en julio y diciembre de 1998, el FRS 10: "Goodwill and Intangible Assets", donde el tratamiento dado al *fondo de comercio* se asemeja al recomendado por el IASC, en el que se sugiere que el *fondo de comercio* derivado de una compra sea capitalizado y amortizado sistemáticamente en la mayor parte de las circunstancias contra resultados (en general, durante 20 años o menos)

<sup>5</sup> En opinión de Chambers (1966, p.211), la cantidad que representa el *fondo de comercio* pertenece a los accionistas de la sociedad y no a la sociedad, y el *fondo de comercio* no es un activo que produce ingresos, sino que sería el equivalente a un pago anticipado realizado por los accionistas, quienes anticipan las mayores ganancias futuras y, por tanto, debe considerarse como una reducción de los recursos propios.

<sup>6</sup> A modo de ejemplo, pueden examinarse algunos tratamientos adicionales en ASB (1993).

tica o su eliminación con cargo a reservas han sido generalmente las más practicadas en Europa en los últimos años. En el análisis empírico que realizaremos en epígrafes posteriores compararemos los efectos económicos que producen ambas soluciones contables.

### **3. LITERATURA EMPÍRICA EXISTENTE SOBRE FONDO DE COMERCIO**

En general, la investigación relativa al fondo de comercio es muy reciente –buena parte de la investigación existente se encuentra aún en documentos de trabajo no publicados– y pone de manifiesto tanto su relevancia valorativa como su difusa naturaleza económica. En efecto, y como veremos seguidamente, bajo la denominación de fondo de comercio se aglutinan aspectos bien diferentes de las compañías, que enlazados entre sí se asocian a la capacidad de creación de valor.

Podemos distinguir dos líneas de trabajo en la literatura contable. La primera de ellas se ha ocupado, al hilo de la controversia en torno a la naturaleza del fondo de comercio, de analizar los efectos económicos de las diferentes alternativas contables, es decir, capitalizar y amortizar, o eliminar contra reservas, mientras que la segunda se ha centrado en conocer su relevancia valorativa y su significación desde la perspectiva de los participantes en el mercado de capitales.

El de Colley y Volkan (1988) es el primer estudio empírico que conocemos sobre los efectos económicos de las posibles formas de amortización del fondo de comercio. Utilizando una muestra reducida de grandes empresas norteamericanas, analizan el impacto de las dos opciones contables básicas de tratamiento de esta partida sobre la rentabilidad –definida como cociente entre beneficio neto y activo total– y endeudamiento, como relación entre deuda y recursos propios, poniendo de manifiesto que la eliminación del fondo de comercio con cargo a reservas no afecta prácticamente a la medición de la rentabilidad económica, teniendo un impacto muy modesto en el endeudamiento. En consecuencia, los autores consideran que el debate entre capitalizar y eliminar es ante todo una discusión teórica, puesto que sus efectos económicos son triviales.

Archel, Robleda y Santamaría (1995), tomando una muestra de empresas españolas cotizadas, llevan a cabo un estudio empírico con el propósito de analizar en qué medida la elección de la fecha de cálculo de la diferencia de primera consolidación y del plazo de amortización del fondo de comercio tiene efectos sobre la posición financiera y los resultados de los grupos, poniéndose de manifiesto que los ratios más representativos no resultan significativamente alterados por la elección de diferentes plazos de amortización.

Por último, Gore, Taib y Taylor (1998) investigan mediante un cuestionario enviado a las empresas cuáles son las preferencias de los gerentes con relación al tratamiento contable del fondo de comercio, sometiendo a opinión las dos opciones básicas de activar y amortizar, por una parte, o de eliminar con cargo a reservas, por otra. La evidencia empírica obtenida reveló que los factores que explican el posicionamiento de los gerentes en defensa de una u otra opción están estrechamente relacionados con la naturaleza y extensión de costes de agencia y de transacción; así, la inclinación por la solución de capitalizar y amortizar sistemáticamente el fondo de comercio era la mejor para los gerentes de firmas endeudadas o de gran tamaño, en las que presumiblemente existe algún tipo de coste político, mientras que los directivos de compañías con planes de compensación salarial indicaban sus preferencias por la eliminación con cargo a reservas.

Con respecto a los trabajos orientados al estudio del impacto del fondo de comercio en el mercado de capitales, el firmado por McCarthy y Schneider (1995) se justifica, en opinión de los autores, por la creciente importancia de esta partida en las empresas norteamericanas, como consecuencia, en su opinión, de la intensa actividad de fusiones y adquisiciones desplegada en Estados Unidos en la década de los años ochenta, que la ha convertido en un activo muy significativo, con un notable peso relativo en el conjunto de las inversiones de muchas firmas. La hipótesis de partida consistía en considerar el fondo de comercio como un activo tan significativo y, en consecuencia, tan valorado como cualquier otro. Los resultados obtenidos corroboraron la percepción del fondo de comercio como un activo, si bien la percepción de los inversores es distinta a la de los restantes activos, sin que los autores proporcionaran explicación alguna que justificara este hecho.

Jennings, Robinson, Thompson y Duvall (1996) analizan si el mercado considera el fondo de comercio como a los restantes activos, y si así fuere, en qué medida su valor se mantiene a lo largo del tiempo o va declinando. En opinión de los autores, si los inversores ignorasen la existencia del fondo de comercio y careciera de valor, sería como consecuencia de que lo considerarían como una partida incapaz de inducir beneficios futuros, con lo que la norma contable adecuada sería su inmediata amortización o eliminación del balance. En caso contrario, la norma norteamericana sería correcta en cuanto a su reconocimiento como activo, si bien habría que analizar si el ritmo de amortización (40 años) era o no excesivo, lo que dependía de la medida en que el valor asignado por el mercado se redujera en mayor o menor medida a lo largo del tiempo. Los resultados obtenidos pusieron de manifiesto que el mercado considera el fondo de comercio como un activo más, y, por tanto, la norma contable que establece su reconocimiento como tal es coherente con la percepción de los inversores. Sin embargo,



creemos que cualquier juicio acerca del mantenimiento del valor en el tiempo del fondo de comercio pudiera ser algo aventurado, pues la evidencia empírica acerca de esta cuestión no era, en nuestra opinión, nada concluyente.

Aunque el objetivo de otros trabajos no sea exactamente el análisis de la relevancia del fondo de comercio, sí que tienen cierta relación, y de ahí la importancia de referenciarlos, tales como el de Ittner y Larcker (1998) que aportan evidencia de la relación positiva entre satisfacción de la clientela y rentabilidades anormales; el de Barth, Clement, Foster y Kasznik (1998) donde se evidencia una relación positiva entre marcas, precios y rentabilidades bursátiles y el de Black, Carnes y Richardson (1999), donde se evidencia que las diferencias entre valor bursátil y en libros de las compañías viene en gran parte explicado por la reputación de la firma.

#### 4. FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS Y DISEÑO DEL ANÁLISIS EMPÍRICO

##### 4.1. Efectos económicos de soluciones contables alternativas para el fondo de comercio

Como ya hemos manifestado en epígrafes precedentes, nuestro primer objetivo es analizar si las diferentes alternativas existentes para el tratamiento del fondo de comercio ocasionan consecuencias económicas también diferentes. Para ello, y en una línea similar al trabajo de Colley y Volkan (1988), compararemos la opción tomada por la regulación contable española con la seguida masivamente en los últimos años por las empresas del Reino Unido, consistente en eliminar el fondo de comercio con cargo a reservas. Verificaremos en qué medida cada una de estas soluciones contables afecta a la rentabilidad y al endeudamiento, y para ello, las hipótesis nulas planteadas son las siguientes:

*H<sub>01</sub>: La rentabilidad económica no resulta afectada por el tratamiento contable del fondo de comercio.*

*H<sub>02</sub>: La rentabilidad financiera no resulta afectada por el tratamiento contable del fondo de comercio.*

*H<sub>03</sub>: El endeudamiento no resulta afectado por el tratamiento contable del fondo de comercio.*

Para contrastar las hipótesis anteriores se han calculado para cada año y grupo los ratios relativos a rentabilidad económica, rentabilidad financiera y endeudamiento de acuerdo con la opción española, e igualmente, se han calculado dichos ratios en el caso de haberse practicado un tratamiento para el fondo de comercio consistente en su eliminación con cargo a reservas.



De forma general, los ratios serán los recogidos en la tabla 1:

**Tabla 1**  
**Ratios utilizados**

Ratios	Capitalización (España)	Compensación con reservas (RU)
<i>Rentabilidad económica</i>	Beneficio antes intereses/activo	(Beneficio antes intereses + amortización fondo comercio)/(total activo - fondo comercio)
<i>Rentabilidad financiera</i>	Beneficio neto/r. propios	(Beneficio neto + amortización fondo comercio)/(r. propios - fondo comercio)
<i>Endeudamiento</i>	Pasivo exigible/r. propios	pasivo exigible/(r. propios - fondos comercio)

Una vez calculados los ratios anteriores para cada grupo de empresas y años, analizaremos a través de un test estadístico si los mismos ratios calculados bajo los dos tratamientos anteriores presentan o no diferencias significativas. Para ello, hemos optado por un contraste no paramétrico, el test de Wilcoxon, ya que no asume la normalidad en la distribución y resulta especialmente adecuado en el caso de muestras pequeñas (Sierra, 1992, p. 588 y ss.). Además, es un contraste que tiene en cuenta no sólo el signo de las diferencias entre cada valor y la mediana, sino también su cuantía. Para que exista igualdad, y por tanto aceptar las hipótesis nulas, el tamaño y número de diferencias positivas debe ser similar a las negativas (Ruiz y Martín, 1995, p. 640 y ss.).

#### 4.2. Relevancia valorativa del fondo de comercio en el mercado de capitales

Para analizar empíricamente la relevancia valorativa del fondo de comercio en el mercado de capitales, contrastaremos empíricamente la hipótesis nula siguiente:

*H<sub>04</sub>: El fondo de comercio no es considerado por los inversores como cualquier otro activo, por lo que no posee relevancia valorativa y no presenta asociación con los precios de las acciones.*

Para su verificación, partiremos de considerar que la información contenida en el balance es relevante para los inversores si explica el valor de mercado de una empresa *i* en el momento *t*,  $VME_{it}$ , es decir, si:

$$VME_{it} = f(\text{BALANCE}_{it}),$$

y por tanto,

$$VME_{it} = VMA_{it} - VMP_{it}, \quad [1]$$

donde  $VMA_{it}$  es el valor de mercado de los activos y  $VMP_{it}$  el valor de mercado de los pasivos. Esta igualdad expresa el valor de mercado de la empresa como una función lineal de la información contable, en un mercado perfecto y completo y en ausencia de errores de medición. No obstante, las variables situadas al lado derecho de la igualdad no son observables, y por esta razón deben ser sustituidas por los valores observables que mejor las representan, es decir:

$$VME_{it} = VCA_{it} - VCP_{it}, \quad [2]$$

siendo  $VCA_{it}$  el valor contable de los activos, como aproximación de su valor de mercado, y  $VCP_{it}$  el valor contable de los pasivos. Para el caso concreto del fondo de comercio, si éste también contribuye, como cualquier otro activo, a explicar el valor de mercado de una firma, tendremos que:

$$VME_{it} = VCA^*_{it} - VCP_{it} + FC_{it}, \quad [3]$$

donde  $FC_{it}$  representa el valor contable del fondo de comercio y  $VCA^*_{it}$  el valor contable de los activos, deducido el fondo de comercio. La contrapartida econométrica de la igualdad [3] anterior será<sup>7</sup>:

$$VME_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(VCA^*_{it} - VCP_{it}) + \alpha_2 FC_{it} + \mu_t, \quad [4]$$

o lo que es lo mismo,

$$VME_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 RP^*_{it} + \alpha_2 FC_{it} + \mu_{it}, \quad [5]$$

siendo  $RP^*_{it}$  el valor contable de los recursos propios, deducido del mismo el importe del fondo de comercio. Nuestro pronóstico acerca del comportamiento de los coeficientes de la ecuación [5], al hilo de las hipótesis planteadas, son los siguientes:

$$\alpha_0 = 0$$

$$\alpha_1 > 0$$

$$\alpha_2 > 0$$

---

<sup>7</sup> Obsérvese cómo en la ecuación [4] se han agrupado las variables  $VCA^*_{it}$  y  $VCP_{it}$ , presumiblemente muy correlacionadas, para reducir en la medida de lo posible la presencia de una fuerte multicolinealidad.

La confirmación de los valores anteriores a través de la evidencia empírica implicaría que en la ecuación [5] no existen variables relevantes omitidas ( $\alpha_0 = 0$ ), y que el valor contable de los recursos propios,  $RP^*_{it}$ , es relevante para explicar el valor de mercado de una firma ( $\alpha_1 > 0$ ), así como también el fondo de comercio ( $\alpha_2 > 0$ ).

## 5. MUESTRA DE EMPRESAS Y ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

Para contrastar las hipótesis enunciadas en epígrafe 4, hemos formado una muestra de empresas a partir de la información contable consolidada presentada por las compañías ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores para el periodo 1991-1997. La muestra inicial comprendía datos relativos a 504 empresas-años, y tras la eliminación del 1% de las observaciones extremas, tanto superiores como inferiores, la muestra final quedó definitivamente configurada con 493 observaciones empresas-años<sup>8</sup>. Los precios bursátiles se han tomado de los registros informáticos de la Bolsa de Madrid, y han sido ajustados por cambios en el nominal de los títulos y en el número de acciones en circulación.

La tabla 2 detalla los estadísticos descriptivos de las variables. Una inspección de los datos en él incluidos pone de manifiesto, como suele ser habitual en los datos contables, la existencia de irregularidades notorias. Por ejemplo, obsérvese cómo la mayoría de las variables presentan diferencias muy acusadas entre medias y medianas, en especial  $AT^*_t$ ,  $DT_t$  y  $P_t$ . También cabe destacar el amplio rango existente entre los valores máximos y mínimos de la práctica totalidad de las variables, pese a haber sido eliminadas las lecturas correspondientes al 1% de los extremos superior e inferior. Por último, y a tenor de la asimetría y curtosis, ninguna de las variables se aproxima a una distribución normal, como confirma el test de Jarque-Bera.

---

<sup>8</sup> No obstante, hemos comprobado que los resultados empíricos que se comentan en las secciones siguientes no son significativamente diferentes en el caso de haber mantenido en la muestra las observaciones eliminadas en las colas del 1% superior e inferior.

**Tabla 2**  
**Estadísticos descriptivos**

	$AT^*_t$	$DT_t$	$RP^*_t$	$FC_t$	$BPA_t$	$VME_t$
Media	9238,575	9303,564	2314,677	64,98838	134,0180	3030,116
Mediana	4900,447	4950,657	1740,583	32,28022	133,1535	2095,000
Valor máximo	107643,9	108044,4	18680,00	625,6713	2351,915	22570,00
Valor mínimo	60,44818	67,54902	-6226,471	0,176991	-11218,82	11,00000
Desv. estándar	12917,34	12937,02	2572,607	92,01041	621,7966	2988,269
Skewness	3,179160	3,179941	3,172756	2,868888	-12,47791	2,249753
Curtosis	15,73258	15,77064	17,21294	13,69941	227,7377	10,24906
Jarque-Bera	4160652	4180,996	4976,693	3027,828	1050292	1495,320

La definición de variables es la siguiente:

$VME_t$  = Precio de una acción a 31 de diciembre del año  $t$ .

$AT^*_t$  = Valor contable (por acción) del activo neto total a 31 de diciembre del año  $t$ , excluido el valor contable del fondo de comercio.

$DT_t$  = Valor contable (por acción) de las deudas totales a 31 de diciembre del año  $t$ .

$RP^*_t$  = Valor contable de una acción a 31 de diciembre del año  $t$ . Para su cómputo, se ha considerado como mayor importe de los recursos propios el beneficio (pérdida) por acción del ejercicio terminado el 31 de diciembre del año  $t$ , excluido el valor contable del fondo de comercio.

$BPA_t$  = Resultado (por acción) atribuible a la sociedad dominante del ejercicio terminado el 31 de diciembre del año  $t$ , ajustado por cambios en el número de acciones y neto de resultados extraordinarios.

La tabla 3 recoge las correlaciones existentes entre las variables; el panel A muestra las obtenidas mediante el empleo del test de Pearson y el panel B las correspondientes al test de Spearman. Como aspectos más significativos, hay que señalar la estrecha correlación existente entre  $AT^*_t$  y  $DT_t$ , lo que constituye un claro indicio de la presencia de multicolinealidad en aquellos modelos en las que estén presentes ambas variables, con el consiguiente problema de interpretación de los resultados obtenidos. En general, toda la literatura contable inscrita en esta aproximación de balance participa de este problema de multicolinealidad, sin que ninguno de los tests existentes sea

efectivo para corregir su impacto<sup>9</sup>; de ahí que hayamos transformado las variables  $(AT_t^* - DT_t)$  de la ecuación [4] por su equivalente,  $RP_t^*$ , en la ecuación [5].

**Tabla 3**  
**Correlaciones entre variables**  
*Panel A: Test de Pearson*

	$AT_t^*$	$RP_t^*$	$DT_t$	$VME_t$	$BPA_t$	$FCC_t$
$AT_t^*$	1,0000	0,7358	0,9512	0,5844	0,5603	0,3456
$RP_t^*$	0,7358	1,0000	0,5469	0,7955	0,7349	0,3204
$DT_t$	0,9512	0,5469	1,0000	0,4158	0,4134	0,3100
$VME_t$	0,5844	0,7955	0,4158	1,0000	0,8111	0,3493
$BPA_t$	0,5603	0,7349	0,4134	0,8111	1,0000	0,2621
$FCC_t$	0,3456	0,3204	0,3100	0,3493	0,2621	1,0000

*Panel B: Test de Spearman*

	$AT_t^*$	$RP_t^*$	$DT_t$	$VME_t$	$BPA_t$	$FCC_t$
$AT_t^*$	1,0000	0,7358	0,9512	0,5844	0,5603	0,3456
$RP_t^*$	0,7358	1,0000	0,5469	0,7955	0,7349	0,3204
$DT_t$	0,9512	0,5469	1,0000	0,4158	0,4134	0,3100
$VME_t$	0,5844	0,7955	0,4158	1,0000	0,8111	0,3493
$BPA_t$	0,5603	0,7349	0,4134	0,8111	1,0000	0,2621
$FCC_t$	0,3456	0,3204	0,3100	0,3493	0,2621	1,0000

## 6. ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS

### 6.1. Efectos económicos de soluciones contables alternativas para el fondo de comercio

Los resultados relativos a este contraste se muestran en la tabla 4, donde se indica para cada año y ratio el valor que toma la mediana relativa al endeudamiento, ren-

<sup>9</sup> Puede consultarse, entre otros, el trabajo de Landsman (1986), en el que se aplican diferentes tests para corregir el efecto de la multicolinealidad y se examinan las diferentes implicaciones que ocasiona su presencia.

tabilidad económica y financiera calculada de acuerdo con la normativa española (capitalización y amortización), y la del Reino Unido (eliminación con cargo a reservas). Igualmente, se muestra, para cada par de variables y año, el valor crítico obtenido al aplicar el test de Wilcoxon.

**Tabla 4**  
**Medianas y valor crítico del test de Wilcoxon**

Años	Endeudamiento	Rentabilidad económica	Rentabilidad financiera
1991			
Mediana España	1,842	0,0472	0,0808
Mediana RU	1,905	0,0502	0,0842
Z-Wilcoxon	-6,846	-5,711	-5,507
1992			
Mediana España	1,898	0,0378	0,0558
Mediana RU	1,958	0,0380	0,0592
Z-Wilcoxon	-7,115	-5,153	-2,549
1993			
Mediana España	1,845	0,0368	0,0495
Mediana RU	1,905	0,0349	0,0598
Z-Wilcoxon	-6,640	-5,344	-3,549
1994			
Mediana España	1,636	0,0426	0,0742
Mediana RU	1,662	0,0427	0,0810
Z-Wilcoxon	-7,062	-5,925	-4,948
1995			
Mediana España	1,541	0,0591	0,0861
Mediana RU	1,573	0,0602	0,0898
Z-Wilcoxon	-7,525	-7,208	-5,677
1996			
Mediana España	1,567	0,0579	0,0804
Mediana RU	1,583	0,0589	0,0855
Z-Wilcoxon	-7,574	-6,596	-5,628
1997			
Mediana España	1,631	0,0602	0,100
Mediana RU	1,642	0,0623	0,106
Z-Wilcoxon	-7,437	-6,768	-5,869
Todos los años			
Mediana España	1,690	0,0485	0,0775
Mediana RU	1,728	0,0505	0,0827
Z-Wilcoxon	-18,927	-16,159	-12,651

El análisis comparado de las medianas, como era de esperar, nos pone de manifiesto para la totalidad de la muestra y para cada año lo siguiente:

1. El endeudamiento es significativamente mayor en el caso de aplicar la normativa británica, dado que los recursos propios se minoran por el efecto fondo de comercio.
2. La rentabilidad económica es más reducida al aplicar la normativa española dado que el efecto fondo de comercio provocaría, con respecto a la británica, una disminución del beneficio antes de intereses y un incremento del total del activo.
3. Al igual que en el caso anterior, la rentabilidad financiera será menor en el caso español que en el británico, provocado por el efecto negativo ocasionado por la amortización del fondo de comercio en el beneficio y el efecto positivo en los recursos propios.

Si bien lo anterior era de esperar, dichas diferencias entre ratios no tendrían por qué ser significativas, lo cual dependería del tamaño relativo del fondo de comercio y del impacto de su amortización sobre activos, recursos propios y resultados, respectivamente. Es por lo anterior que aplicado el test de diferencias de Wilcoxon todos los pares de variables, para todos los ejercicios considerados, muestran valores diferenciados con niveles de significación siempre por debajo del uno por mil.

Desde un punto de vista pragmático, los resultados anteriores nos sugerirían que aquellos casos de empresas españolas cuyo fondo de comercio se deba a una pérdida en compra, provocada por una cierta desventaja en el ejercicio de la negociación del precio de la participación, tendrían a nivel contable una menor rentabilidad financiera que la que le correspondería de haber trasladado el fondo de comercio a reservas y un endeudamiento inferior al que con un sentido más económico le correspondería. Por la misma razón, aquellas empresas que compensan fondo de comercio con reservas, cuando se correspondan con verdaderos activos y no a pérdidas en compra, gozarían de una rentabilidad financiera contable superior, viéndose perjudicadas en términos de endeudamiento.

Puesto de manifiesto a través de este apartado que la evaluación económico-financiera de la empresa a partir de la información contable no sería indiferente al tratamiento del que haya sido objeto el fondo de comercio, el análisis empírico quedaría incompleto si no estudiáramos la relevancia del fondo de comercio bajo una perspectiva valorativa, lo cual va a ser objeto de nuestra atención en los siguientes epígrafes.

## **6.2. Relevancia valorativa del fondo de comercio**

La tabla 5 detalla los resultados obtenidos en la regresión de la ecuación [5], tanto para la muestra completa como para cada uno de los años que ésta abarca, así como los valores medios de los coeficientes de las variables independientes y del esta-



dístico  $t$ . Una primera inspección de los resultados pone de manifiesto que, al igual que en los trabajos de Jennings, Robinson, Thompson y Duvall (1996), y McCarthy y Schneider (1995) para Estados Unidos, el fondo de comercio es percibido en el mercado español de capitales como un activo más, esto es, asociado a la capacidad de creación de valor de las empresas. Ello se pone de manifiesto al observar, en la muestra completa, que el coeficiente asociado al fondo de comercio ( $\alpha_2 = 4,56$ ) es estadísticamente significativo a los niveles convencionales. Además, el valor contable de los recursos propios también aporta un notable poder explicativo ( $\alpha_1 = 0,77$ ) junto a un estadístico  $t$  cuyo valor numérico ( $t = 20,38$ ) sugiere una muy reducida desviación estándar. Por último, y como suele ser habitual en los modelos que emplean el precio como variable independiente, tanto el término constante ( $\alpha_0 = 985$ ) como el coeficiente de determinación ( $R^2 = 0,48$ ) exhiben valores en línea con lo usual.

**Tabla 5**  
**Resultados de la regresión del modelo  $VME_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 RP^*_{it} + \alpha_2 FC_{it} + \mu_t$**   
**(Con aplicación del test de White (1980))**

Periodo	n	$\alpha_0$	$\alpha_1$	$\alpha_2$	R <sup>2</sup> ajustado
Muestra completa	493	985*** (6,96)	0,77*** (20,38)	4,56*** (4,30)	0,48
1991	62	875*** (2,60)	0,84*** (10,21)	2,92 (0,90)	0,64
1992	67	781*** (2,80)	0,59*** (8,46)	-0,76 (-0,34)	0,51
1993	65	1077*** (3,17)	0,74*** (6,86)	2,17 (0,74)	0,43
1994	66	1015*** (3,34)	0,73*** (8,43)	3,19 (1,59)	0,54
1995	75	753*** (3,75)	0,69*** (10,90)	2,66* (1,92)	0,63
1996	74	818*** (2,18)	0,74*** (7,93)	12,33*** (3,36)	0,54
1997	84	1456*** (2,73)	0,93*** (7,27)	11,89*** (3,10)	0,44
Media		968 (10,38)	0,75 (18,36)	4,91 (2,55)	

- \* Significativo al 90% o superior.
- \*\* Significativo al 95% o superior.
- \*\*\* Significativo al 99% o superior.

Con respecto a los resultados obtenidos en cada uno de los ejercicios que comprende la muestra, se observa una razonable estabilidad temporal en el comportamiento del término constante  $\alpha_0$  y del coeficiente asociado a los recursos propios,  $\alpha_1$ ; los niveles de significación estadística de éstos y el coeficiente de determinación son también los habituales en este tipo de estudios<sup>10</sup>.

Mención aparte merece el comportamiento del coeficiente asociado al fondo de comercio,  $\alpha_2$ . En efecto, puede comprobarse cómo carece de significación estadística durante los primeros años de la muestra, los comprendidos entre 1991 y 1994, lo que indica que durante este periodo los inversores no adjudicaron ninguna relevancia valorativa a esta partida, no parece intervenir en el proceso de formación de los precios bursátiles. Sin embargo, es a partir de 1995 cuando el poder explicativo del fondo de comercio experimenta un espectacular impulso, no solamente en cuanto a su significación estadística, sino también en el valor numérico de su coeficiente  $\alpha_2$  y en el estadístico  $t$ .

Con independencia de lo afirmado, algunas razones que justificarían lo anterior podrían encontrarse en la tendencia creciente de concentraciones empresariales en nuestro país en los últimos años, así como el posible efecto derivado de las diferencias de primera consolidación que provoca una minoración ficticia del fondo de comercio en el primer ejercicio que se obliga a la consolidación, dado que el mismo se calcula como diferencia entre el precio de adquisición de la participación en el momento de la compra y el valor teórico en el ejercicio en que se consolida por primera vez. Dado lo interesante de su evolución temporal, en el epígrafe siguiente realizaremos un análisis adicional del poder explicativo del fondo de comercio.

## **7. ANÁLISIS EMPÍRICO ADICIONAL**

### **7.1. Descomposición del poder explicativo del fondo de comercio**

Como acabamos de comentar, la importancia creciente que los inversores asignan al fondo de comercio nos ha impulsado a analizar con mayor profundidad. Para ello vamos a descomponer el poder explicativo total del modelo [5] en tres partes:

- a) El poder explicativo de los recursos propios.
- b) El poder explicativo del fondo de comercio.
- c) El poder explicativo común de ambos.

La técnica de descomposición que vamos a emplear fue desarrollada teóricamente por Theil (1971) y empleada por Easton (1985) y, más recientemente, por

---

<sup>10</sup> Ver, entre otros, los trabajos de García-Ayuso, Monterrey y Pineda (1999) y Monterrey y Pineda (1998).

Collins, Maydew y Weiss (1997). Para ello, además de la ecuación [5], estimaremos los parámetros de los modelos univariantes siguientes:

$$VME_{it} = \beta_0 + \beta_1 RP^*_{it} + \mu_t \quad [6]$$

$$VME_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FC_{it} + \mu_t, \quad [7]$$

Los coeficientes de determinación de las ecuaciones [5], [6] y [7] anteriores los caracterizaremos, respectivamente, como  $R_T^2$ ,  $R_6^2$  y  $R_7^2$ . Así,  $R_{FC}^2 = R_T^2 - R_6^2$  representará el poder explicativo incremental proporcionado por el fondo de comercio,  $R_{RP}^2 = R_T^2 - R_7^2$  el poder explicativo de los recursos propios, y el resto,  $R_C^2 = R_T^2 - R_6^2 - R_7^2$ , el poder explicativo común de ambos. Este procedimiento nos permitirá no sólo *individualizar* la relevancia valorativa del fondo de comercio, sino también analizar su evolución temporal.

La tabla 6 detalla el poder explicativo del fondo de comercio, de los recursos propios y el común de ambos tanto para la muestra completa como su evolución ejercicio a ejercicio. Podemos comprobar cómo mientras el poder explicativo de los recursos propios,  $R_{RP}^2$ , se mantiene razonablemente constante con relación al total,  $R_T^2$ , el correspondiente al fondo de comercio se incrementa significativamente cada año, pasando de ser negativo en los primeros ejercicios de la muestra a ser positivo con una tendencia claramente creciente. La figura 1 pone de manifiesto su evolución temporal.

**Tabla 6**  
**Descomposición del poder explicativo del fondo de comercio mediante el empleo de la técnica de Theil (1971)**

Año	$R_T^2$	$R_a^2$	$R_b^2$	$R_{FC}^2 = (R_T^2 - R_a^2)$	$R_T^2 = (R_T^2 - R_b^2)$	$R_T^2 = (R_T^2 R_a^2 - R_b^2)$
1991	0,639	0,640	0,019	-0,001	0,620	-0,020
1992	0,514	0,521	-0,012	-0,007	0,502	0,005
1993	0,429	0,433	0,011	-0,004	0,418	-0,015
1994	0,541	0,530	0,039	0,011	0,502	0,028
1995	0,635	0,621	0,046	0,014	0,589	-0,032
1996	0,539	0,473	0,143	0,066	0,396	-0,077
1997	0,447	0,387	0,084	0,060	0,363	-0,024
Muestra completa	0,480	0,460	0,04	0,020	0,440	-0,020

La definición de variables es la siguiente:

$R_T^2 =$  Coeficiente de determinación de la regresión  $VME_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 RP_{it}^* + \alpha_2 FC_{it} + \mu_t$

$R_a^2 =$  Coeficiente de determinación de la regresión  $VME_{it} = \beta_0 + \beta_1 RP_{it}^* + \mu_t$

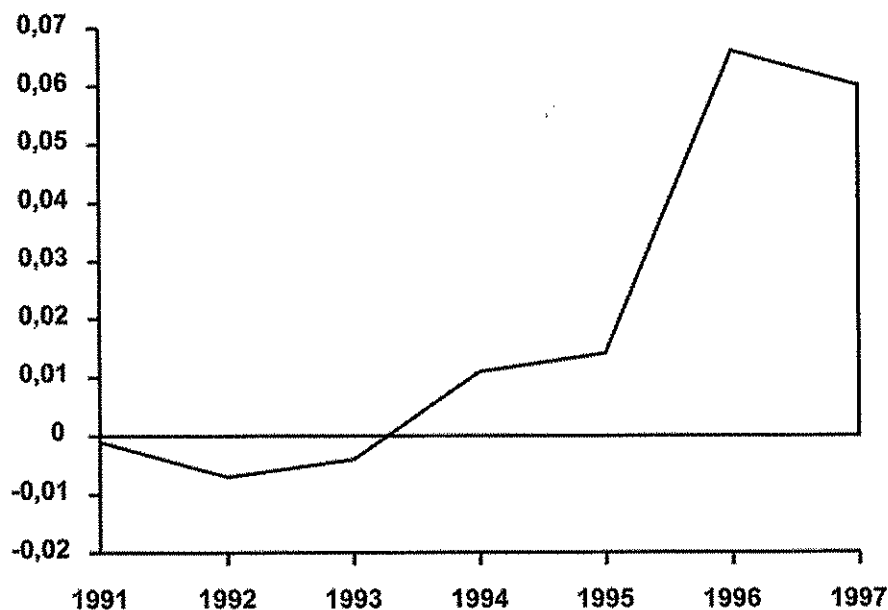
$R_b^2 =$  Coeficiente de determinación de la regresión  $VME_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FC_{it} + \mu_t$

$R_{FC}^2 = R_T^2 - R_a^2$

$R_T^2 = R_T^2 - R_b^2$

$R_C^2 = R_T^2 - R_a^2 - R_b^2$

**Figura 1**  
**Evolución temporal del poder explicativo del fondo de comercio**



Para corroborar su creciente poder explicativo, vamos a realizar una regresión de su coeficiente de determinación,  $R_{FC}^2$ , sobre el tiempo:

$$R_{FC}^2 = \phi_0 + \phi_1 \text{TIEMPO}_t + \xi_t, \quad [8]$$

siendo  $\text{TIEMPO}_t$  una variable que tomará valores de 1 a 7, representativos de los ejercicios 1991-1997, que es nuestro periodo muestral. Los parámetros resultantes de la estimación realizada son los siguientes:

$$\begin{aligned} \phi_0 &= -0.02^* \quad (-2,19) \\ \phi_1 &= 0.01^{***} \quad (4,10)^{11}, \end{aligned}$$

con un coeficiente de determinación de  $R^2 = 0,72$ , lo que indica con toda evidencia la solidez de nuestra afirmación acerca de la creciente relevancia valorativa del fondo de comercio.

No obstante, no hemos encontrado ninguna explicación acerca de este comportamiento. Los tests adicionales que hemos efectuado, mediante la introducción de otras variables independientes de control no han aportado información alguna que nos ayude a fundamentar la evidencia empírica que acabamos de documentar.

## 7.2. Análisis de sensibilidad de la relevancia valorativa del fondo de comercio

La evidencia empírica que hemos documentado y analizado en los apartados precedentes asume implícitamente la hipótesis de que la percepción por los inversores del fondo de comercio es igual para todas las empresas y no hace distinción entre éstas. Ahora bien, es posible que la presencia de determinadas características pongan de manifiesto una cierta diversidad en su relevancia valorativa.

Para indagar en esta cuestión vamos a realizar un análisis adicional, introduciendo en el modelo [5] una variable dicotómica que tomará el valor 1 en las empresas que posean una determinada característica, y 0 si carecen de ella. En consecuencia, la nueva ecuación será:

$$\text{VME}_t = \alpha_1 + \alpha_2 \cdot D + \beta_1 \cdot \text{RP}^*_t + \beta_2 \cdot \text{RP}^*_t \cdot D + \gamma_1 \cdot \text{FC}_t + \gamma_2 \cdot \text{FC}_t \cdot D + \varepsilon_t \quad [8]$$

En cuanto a los atributos o características que vamos a analizar, nuestra intuición nos sugiere, en primer lugar, que *el tamaño relativo del fondo de comercio* con relación

<sup>11</sup> \* Significativo al 90% o superior.

\*\*\* Significativo al 99% o superior.

a las inversiones totales de la empresa pudiera ocasionar percepciones diferentes en los inversores. En efecto, si el fondo de comercio carece de importancia relativa con relación al activo total de una firma ( $AT_t$ ), su poder explicativo será reducido; por el contrario, dicho poder explicativo será mayor cuanto mayor sea también su peso relativo. Para ello, hemos partido nuestra muestra de empresas en dos grupos; el primero de ellos es el que aglutina a las compañías en las que su ratio  $FC_t/AT_t$  es superior a la mediana, y el segundo el que agrupa a las empresas con un ratio  $FC_t/AT_t$  inferior a la mediana. A su vez, en las firmas del primer grupo la variable dicotómica  $D$  tomará el valor 1, y en las del segundo grupo el valor 0.

La segunda característica que vamos a estudiar es el *nivel de resultados*. En este sentido, una muy copiosa literatura contable documenta la relación existente entre esta variable y el nivel de precios; si los resultados presentes son considerados por los inversores como una adecuada representación de los resultados futuros, los activos de las compañías con mayores niveles de resultados serán más apreciados por los participantes en el mercado de capitales que los activos propiedad de firmas con resultados más reducidos o deprimidos. Por tanto, cabe esperar que el fondo de comercio tenga un mayor poder explicativo sobre los precios cuanto mayor sea el nivel de resultados alcanzados.

Con tal finalidad, partiremos nuestra muestra de empresas en un primer grupo representativo de aquéllas en las que el beneficio por acción ( $BPA_t$ ) es superior a la mediana, para las que la variable dicotómica  $D$  tomará el valor 1, y en un segundo grupo en las que el beneficio por acción es inferior a la mediana, y en el que la variable  $D$  será cero.

El tercer atributo a examinar es el *tamaño*. Collins, Maydew y Weiss (1997) han documentado la relación directa existente entre esta cualidad corporativa y el poder explicativo de los recursos propios sobre el precio. En nuestro caso, esperamos que el fondo de comercio también tenga, como los recursos propios, un poder explicativo superior en empresas grandes que en las de dimensión más reducida, y para ello, la muestra de empresas se ha segmentado en el grupo de las firmas con capitalización bursátil superior a la mediana (en las que  $D=1$ ) y en el de las de capitalización bursátil inferior a la mediana ( $D=0$ ).

La cuarta y última característica que examinaremos es el ratio *precio/valor contable*<sup>12</sup>. El cociente entre ambas variables es la expresión del valor económico, en exceso o por defecto, que los inversores adjudican a los activos fuera de balance, y así, cuanto más elevado sea este ratio, mayor será también el poder explicativo del valor contable del fondo de comercio, entendido éste como representación de su valor económico. Con tal finalidad, la muestra de empresas quedará partida en un primer grupo

---

<sup>12</sup> Deducido del valor contable el importe correspondiente al fondo de comercio.

de firmas que exhiban un ratio precio/valor contable superior a la mediana ( $D=1$ ) y en un segundo grupo con un ratio inferior a la mediana ( $D=0$ ).

Los resultados obtenidos se ofrecen en la tabla 7. En el análisis de la primera característica, el tamaño del fondo de comercio con relación al activo total, el coeficiente asociado a aquella,  $\gamma_2$ , es estadísticamente significativo a un nivel del 90%, pero presenta un signo contrario al pronosticado. En efecto, la evidencia empírica pone de manifiesto la significación del fondo de comercio ( $\gamma_1 = 11,34$ ), si bien el valor numérico del coeficiente asociado a las firmas con mayor tamaño relativo de éste ( $\gamma_2 = -6,83$ ) indica que en éstas, su contribución a la formación de los precios bursátiles es inferior ( $\gamma_1 + \gamma_2 = 4,51$ ). En consecuencia, y en contra de lo esperado, un mayor tamaño relativo del fondo de comercio implica un menor impacto sobre los precios, lo que en principio pudiera explicarse por tratarse de un activo rodeado de una cierta indeterminación en cuanto a su naturaleza económica.

Habida cuenta de los coeficientes de los recursos propios, éstos son valorados de la misma forma para ambos grupos de empresas, si bien el peso relativo asignado al fondo de comercio es menor en los casos donde mayor participación tenga sobre el volumen de activos.



Tabla 7

## Resultados de la regresión del modelo

$$VME_t = \alpha_1 + \alpha_2 \cdot D + \beta_1 \cdot RP^*t + \beta_2 \cdot RP^*_t \cdot D + \gamma_1 \cdot FC_t + \gamma_2 \cdot FC_t \cdot D + \varepsilon_t$$

(Con aplicación del test de White (1980))

Criterios	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\gamma_1$	$\gamma_2$	R <sup>2</sup> ajustado
<i>Tamaño relativo del fondo de comercio:</i> D=1 si $FC_t >$ mediana; D=0 si $FC_t <$ mediana	905*** (4,71)	127*** (0,44)	0,78*** (16,71)	0,06 (0,74)	11,34*** (3,21)	-6,83* (-1,82)	0,48
<i>Nivel de resultados:</i> D=1 si $BPA_t >$ mediana; D=0 si $BPA_t <$ mediana	834*** (4,73)	1138*** (4,06)	0,45*** (4,55)	0,20* (0,06)	0,48 (0,73)	5,71*** (2,89)	0,56
<i>Tamaño:</i> D=1 si $T_t >$ mediana; D=0 si $T_t <$ mediana	821*** (4,97)	96 (0,36)	0,60*** (14,19)	0,44*** (6,25)	1,08 (0,81)	5,27*** (2,76)	0,58
<i>Precio/valor contable:</i> D=1 si $P/RP^*_t >$ mediana; D=0 si $P/RP^*_t <$ mediana	487*** (3,59)	42 (0,20)	0,62*** (20,33)	0,88*** (13,70)	0,70 (0,70)	5,99*** (3,95)	0,74

La definición de variables es la siguiente:

$T_t$  = Tamaño de la empresa medido por su capitalización bursátil a 31 de diciembre de cada año.

$P/RP^*_t$  = Ratio "market-to-book", definido como el cociente entre el precio de mercado y el valor teórico contable de una acción (deducido el fondo de comercio), ambos tomados a 31 de diciembre de cada año.

\* Significativo al 90% o superior.

\*\* Significativo al 95% o superior.

\*\*\* Significativo al 99% o superior.

El segundo atributo analizado es el nivel de resultados. En este caso, la regresión de la ecuación indica que el fondo de comercio solamente es relevante en el grupo de firmas con beneficios por acción elevados, tal como pronosticábamos ( $\gamma_2 = 5,71$ ), al carecer de significación estadística –al menos a los niveles aceptados habitualmente– el coeficiente  $\gamma_1$ . Con relación al tamaño empresarial, el fondo de comercio exhibe poder explicativo únicamente en el caso de tratarse de empresas de dimensión más elevada ( $\gamma_2 = 5,27$ ), careciendo de significación en el grupo de compañías de menor dimensión.

Por último, el estudio del ratio precio/valor contable vuelve a mostrar una evidencia acorde con nuestros pronósticos iniciales. En efecto, las empresas con un mayor ratio

exhiben un coeficiente asociado al fondo de comercio positivo y significativo ( $\gamma_2 = 5,99$ ), indicativo de que se trata de una representación relevante del valor económico de su fondo de comercio. Por el contrario, en las empresas agrupadas por debajo de la mediana del ratio, el valor contable de su fondo de comercio no es relevante, según se deduce de la carencia de significación estadística.

Es posible que los resultados contradictorios obtenidos cuando se segmenta por tamaño relativo el fondo de comercio se deba a que los mayores pesos relativos de esta variable se ubiquen en las empresas de mayores beneficios o de mayor capitalización bursátil. De hecho, hemos comprobado que existen correlaciones negativas y estadísticamente significativas entre el peso relativo del fondo de comercio y las variables beneficio por acción y volumen de cotización.

En síntesis, nuestros resultados ponen de manifiesto la existencia de percepciones bien diferenciadas del fondo de comercio: los inversores adjudican un mayor poder explicativo de éste cuanto mayor es el nivel de resultados de las firmas, cuanto mayor es su tamaño y cuanto mayor es la diferencia entre precio y valor contable. Por el contrario, el mayor peso relativo de esta partida implica un menor impacto sobre el valor de mercado.

## **8. RESUMEN Y CONCLUSIONES FINALES**

El trabajo se ha planteado con un doble objetivo: por una parte, estudiar los efectos económicos ocasionados por tratamientos contables alternativos del fondo de comercio y, por otra, verificar la relevancia valorativa del mismo desde la perspectiva del mercado de capitales. Para contrastar lo anterior, hemos formado una muestra de empresas a partir de la información consolidada presentada por las compañías españolas ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores para el período 1991-1997. Los resultados obtenidos muestran evidencias relativas a lo siguiente:

- El hecho de compensar el fondo de comercio contra reservas provocaría un endeudamiento significativamente mayor, y lo contrario ocurriría con la rentabilidad financiera y económica, frente a considerarlo como un activo y amortizarlo sistemáticamente.
- En el caso de empresas cotizadas españolas el fondo de comercio es relevante para explicar el valor de la empresa; no obstante dicha relevancia ha ido incrementándose en el tiempo. En concreto, en los primeros años analizados es nula.
- Por otra parte, se pone de manifiesto en el trabajo la mayor relevancia del fondo de comercio para aquellas empresas con mayores niveles de resultados, mayor tamaño, mayor ratio precio/valor contable y menor peso específico del fondo de comercio con respecto a la totalidad de activo.

El estudio de la relevancia por sectores, así como la inclusión de factores contextuales puede ser objeto de futuros trabajos al objeto de identificar la contribución de este activo en la valoración de empresas, tanto en el mercado de capitales como en otros contextos.

## BIBLIOGRAFÍA

- ABAD, C.; GARCÍA-BORBOLLA, A.; GARROD, N.; LAFFARGA, J.; LARRÁN, M. y PIÑERO, J. (2000): "An evaluation of the value relevance of consolidated versus unconsolidated accounting information", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Pendiente de publicación.
- ABOODY, D. y LEV, B. (1998): "The value-relevance of intangibles: The case of software capitalization", *Journal of Accounting Research* 36, supplement, p. 161-191.
- ACCOUNTING STANDARD COMMITTEE (ASC) (1984): "Accounting for Goodwill", Statement of Standard Accounting Practice (SSAP) 22, Londres.
- \_\_\_\_\_ (1989): "Accounting for Goodwill", Statement of Standard Accounting Practice (SSAP) 22 revisado, Londres.
- \_\_\_\_\_ (1990): "Accounting for Goodwill", Exposure Draft 47, Londres.
- ACCOUNTING STANDARDS BOARD (ASB) (1993): "Goodwill and Intangible Assets", Discussion Paper, December, London.
- \_\_\_\_\_ (1998): "Goodwill and Intangible Assets", Financial Reporting Standards 10, December, London.
- ÁLVAREZ LÓPEZ, J. (1989): *Análisis de Balances*, Donostiarra, 18ª edición, San Sebastián.
- ARCHEL, P.; ROBLEDA, H. y SANTAMARIA, R. (1995): "Una aproximación empírica al estudio de las eliminaciones en las cuentas consolidadas", *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 24, enero-marzo, p. 59-79.
- BARTH, M. E. (1991): "Relative Measurement Errors among alternative pension asset and liability measures", *The Accounting Review*, 66, p. 433-463.
- \_\_\_\_\_ ; BEAVER, W. H., y LANDSMAN, W. R. (1992): "The Market Valuation Implications of Net Periodic Pension Cost Components", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 15, p. 27-62.
- \_\_\_\_\_ ; CLEMENT, M.; FOSTER, G., y KASZNIK, R. (1998): "Brand values and capital market valuation", *Review of Accounting Studies* 3, June.
- BEAVER, W. H. (1989): *Financial reporting: An accounting revolution*, Prentice-Hall, 3ª ed., Upper Saddle River, New Jersey.
- BELLOSTAS PEREZ-GRUESO, A. (1996): "Controversia en la normalización del fondo de comercio. Una solución desde el marco conceptual", *Técnica Contable*, Año XLVIII, nº 569.
- BLACK, E. L.; CARNES, T. A. y VERNON, J. R. (1999): "The market valuation of firm reputation", Working Paper, University of Arkansas and University of Kansas, March.
- BRUNOV, R. y KIRSCH, R. (1991): "Goodwill Accounting in Selected Countries and the Harmonization of International Accounting Standards", *Abacus*, Vol. 27, Nº 2, p. 135-159.
- COLLINS, D. W.; MAYDEW, E. L., y WEISS, I. (1997): "Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty years", *Journal of Accounting and Economics* 24, diciembre, p. 39-68.
- CÓNDOR LOPEZ, V. (1988): *Cuentas Consolidadas. Aspectos fundamentales en su elaboración*, ICAC, Madrid.
- CHAMBERS, R. (1966): *Accounting, Evaluation and Economic Behaviour*, Prentice Hall.
- COLLEY, J. R. y VOLKAN, A. G. (1988): "Accounting for Goodwill", *Accounting Horizons*, June, p. 35-41.

- EASTON, P. (1985): "Accounting earnings and security valuation: empirical evidence of the fundamental links", *Journal of Accounting Research*, 23, Supplement, p. 54-77.
- GARCIA-AYUSO, M.; MONTERREY, J. y PINEDA, M. (1999): Evidencia de la relación convexa entre resultado y precio, Documento de Trabajo, Universidad de Extremadura.
- GYNTHER, R. (1969): "Some Conceptualizing on Goodwill", *Accounting Review*, April.
- GORE, P.; FAUZIAH, M. y TAYLOR, P. (1998): "Accounting for goodwill: what factors influence management preferences?", working paper 98/014, Lancaster University.
- HALL, R. (1992): "The Strategic Analysis of Intangible Resources", *Strategic Management Journal*, Vol.13, p. 135-144.
- \_\_\_\_\_ (1993): "A framework linking intangible resources and capabilities competitive advantage", *Strategic Management Journal*, Vol.14, No. 8, Nov, p. 607-618.
- HIRSCHEY, M.; RICHARDSON, U. J. y SCHOLZ, S. W. (1998): "Value Relevance of nonfinancial information: The case of patent data", Working Paper, January.
- HODGSON, A.; OKUNEV, J. y WILLET, R. (1993): "Accounting for Intangibles: A Theoretical Perspective", *Accounting and Business Research*, Vol. 23, No. 90, p. 138-150.
- ITAMI, H. (1987): *Mobilizing Invisible Assets*, Harvard University Press, Boston.
- ITTNER, C. D. y LARCKER, D. F. (1998): "Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction", *Journal of Accounting Research* 36, supplement, p. 1-35.
- JENNINGS, R.; ROBINSON, J.; THOMPSON, R. B. y DUVAL, L. (1996): "The relation between accounting goodwill numbers and equity values", *Journal of Business Finance and Accounting* 23, June, p. 513-533.
- JOHNSON, L. y PETRONE, K. R. (1998): "Is goodwill an asset?", *Accounting Horizons* 12, September, p. 293-303.
- KAM, V. (1990): *Accounting Theory*, John Wiley & Sons, 2ª Edición.
- KENNEDY, S. (1994): "Goodwill - there is no obvious solution", *Accountancy*, Febrero, p. 90-91.
- LANDSMAN, W. R. (1986): "An Empirical Investigation of Pension Fund Property rights", *Accounting Review*, Vol. 61, Oct, p. 662-691.
- LARRÁN, M. y REES, W. (1999): *Técnicas, recursos informativos y prácticas seguidas por los analistas financieros en España: un estudio empírico*, Instituto Español de Analistas Financieros, Documento nº1.
- LEV, B. y SOUGIANNIS, T. (1996): "The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D", *Journal of Accounting and Economics* 21, February, p. 107-138.
- MCCARTHY, M. G. y SCHNEIDER, D. K. (1995): "Market perception of goodwill: Some empirical evidence", *Accounting and Business Research* 26, winter, p. 69-81.
- MONTERREY, J. y PINEDA, M. (1998): "Resultados Contables y Precios Bursátiles", *Revista de Economía Aplicada*, Vol. 6.
- PATON, W. y LITTLETON, A. C. (1940): *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, AAA, Monograph nº 3.
- PEARCE, C. (1994): "Wrong in theory and wrong in practice", *Accountancy*, June, p. 97.
- RUIZ BARBADILLO, E. (1993): "El Fondo de comercio en la normativa contable española", *Revista de Contabilidad y Tributación*, Nº 127, octubre, p. 99-153.
- RUIZ MAYA, L. y MARTÍN PLIEGO, F. F. (1995): *Estadística II: Inferencia*, AC, Madrid.
- SCICLUNA, M. (1994): "Goodwill-the case for separate intangibles", *Accountancy*, March, p. 101.
- SIERRA BRAVO, R. (1992): *Técnicas de Investigación Social*, Paraninfo, 8ª edición revisada.
- SOUGIANNIS, T. (1994): "The accounting based valuation of corporate R&D", *Accounting Review* 69, January, p. 44-68.
- TEARNEY, M. G. (1973): "Accounting for Goodwill: A realistic Approach", *The Journal of Accountancy*, July, p. 41-45.
- THEIL, H. (1971): *Principles of Econometrics*, John Wiley and sons, New York.