

La relevancia del fondo de comercio y su amortización en el mercado de capitales: Una perspectiva europea *

The value relevance of goodwill and goodwill amortization: A European perspective

Begoña Giner Inchausti ⁽¹⁾. Universidad de Valencia

Francisca Pardo Pérez. Universidad de Valencia

RESUMEN El objetivo principal de este trabajo es investigar la relevancia valorativa del fondo de comercio y su amortización con el fin de ofrecer argumentos acerca de lo adecuado de la nueva política de no amortización. El análisis se basa en el modelo de Ohlson [1995] y emplea no solamente un modelo de precios, sino también un modelo de rentabilidades. La información utilizada se ha extraído de la base de datos Extel Company Analysis y se refiere a empresas no financieras que cotizaban en bolsa en siete países de la Unión Europea en el periodo 1997-2001. Los resultados proporcionan evidencia sobre la relevancia del fondo de comercio, así como sobre la no relevancia de su amortización y son robustos ante distintas especificaciones de los modelos y distintas particiones de la muestra. Además sugieren que la amortización del fondo de comercio no es oportuna y, en general, los cambios en la amortización tampoco proporcionan información oportuna sobre los cambios de valor. En consecuencia estos resultados apoyan los cambios normativos aprobados por el FASB y el IASB en cuanto al tratamiento del fondo de comercio.

PALABRAS CLAVE Amortización del Fondo de Comercio; Fondo de Comercio; Contabilidad Internacional; Relevancia Valorativa; Mercado de Capitales.

ABSTRACT The main purpose of this paper is to research the value-relevance of goodwill and goodwill amortization in order to provide arguments concerning the adequacy of the new non-amortization policy. We base our analysis on the Ohlson [1995] framework and employ not only a price model but also a return model. We use the information available on *Extel Company Analysis* about non financial quoted firms of seven EU countries from 1997 through 2001. Our results provide evidence as to the relevance of goodwill and the lack of relevance of goodwill amortization for the valuation of share prices and they are robust to different specifications and partitions of the sample. Moreover they suggest that neither goodwill amortization is timely, nor, in general, changes in goodwill amortization give timely information about changes in value. As such our results support the changes by the FASB and the IASB regarding the treatment of goodwill.

KEY WORDS Goodwill Amortization; Goodwill; International Accounting; Value-Relevance; Capital Market.

* Este trabajo forma parte de los proyectos de investigación SEC 2002-04608-C02-02 y SEJ2005-08644-C02-01 financiados por la DGI y los fondos FEDER. Agradecemos a los participantes en el XXV Annual Congress of the European Accounting Association (Copenhagen, 2002), en la Conferencia «The Transparent Enterprise. The Value of Intangibles» (Madrid, 2002) y en la primera jornada de la Revista Española de Financiación y Contabilidad (Madrid 2006) por sus valiosos comentarios sobre las versiones anteriores de este trabajo, así como a los evaluadores anónimos y al contraponente de la jornada.

(1) Correspondencia: Facultad de Economía. Universidad de Valencia. Avinguda dels Tarongers s/n, 46071 Valencia. Tel.+34963828280 E-mail: Begoña.Giner@uv.es.

1. INTRODUCCIÓN

El año 2005 ha conllevado cambios sustanciales en las prácticas contables de las empresas europeas como consecuencia de la adopción de las normas internacionales de información financiera (NIIF) emitidas por el IASB (*International Accounting Standards Board*). De entre los numerosos cambios que se introducen y que obviamente tienen diferente alcance según cuál sea el país en el que se encuentren domiciliadas las empresas, uno de los que más interés ha despertado es el nuevo tratamiento contable del fondo de comercio.

La NIIF 3 [IASB, 2004a] sobre combinaciones de negocios siguiendo la línea de las normas contables estadounidenses, en concreto de los SFAS 141 [FASB, 2001a] y 142 [FASB, 2001b], ha eliminado el método de unificación de intereses y en paralelo ha abolido la amortización del fondo de comercio. La no amortización del fondo de comercio se ha justificado de muy diversas maneras, desde las dificultades para estimar la vida útil, o incluso la imposibilidad de concretarla y la consiguiente arbitrariedad de la amortización periódica, a la falta de relevancia de esta cifra para los inversores. Con los recientes cambios se piensa que se logrará mayor y mejor información sobre los activos intangibles de la empresa. En efecto el fondo de comercio deberá ser reconocido en todas las combinaciones de empresas y no será objeto de amortización sistemática, sino que se reflejará la pérdida de valor cuando se produzca. En definitiva con la nueva normativa se pretende lograr mayor relevancia de la información contable y mayor oportunidad al captar los cambios de valor cuando éstos tengan lugar.

En este contexto plagado de novedades, nos proponemos investigar el papel de la amortización del fondo de comercio y de sus cambios para el mercado en un periodo pre-NIIF 3, para lo que consideramos una muestra integrada por empresas que han reconocido esta partida y la han amortizado de forma periódica. Entendemos que en cierta medida el análisis de la relevancia y oportunidad de la amortización sistemática puede considerarse un primer paso en la línea de conocer si la decisión del IASB al emitir, y de la Unión Europea (UE) al adoptar, la NIIF 3 ha sido no sólo conceptualmente robusta sino también ajustada a la opinión de los usuarios. Es indudable que si la amortización hubiera sido hasta ahora una partida relevante para la valoración de los títulos, como la polémica sobre la coexistencia de los dos métodos contables para registrar las combinaciones sugiere, su sustitución por una prueba de deterioro del valor podría ser discutible, mientras que si no fuera relevante cabría suponer que su reemplazo por otra medida de pérdida de valor podría mejorar la calidad de la información. Si bien consideramos que sería necesario un análisis post-NIIF 3 para valorar realmente lo acertado de la decisión, en estos momentos no se dispone de información suficiente para hacerlo.

Además del interés que los cambios en la normativa contable relacionada con el fondo de comercio despiertan, lo cierto es que el tratamiento contable de este elemento (naturaleza, reconocimiento, valoración y amortización) ha sido siempre objeto de grandes debates y ha estado sujeto a cambios importantes en las normas contables que lo han regulado. Ello revela las dificultades de índole conceptual para su categorización, así como la existencia de consecuencias económicas relacionadas con su tratamiento contable. En estos momentos resulta de especial interés el análisis conjunto de los dos grandes cambios, la no amortización y la eliminación del método de unificación de intereses. Por ello en este trabajo consi-

deramos también la relevancia del fondo de comercio, magnitud que excepto en el momento de la combinación de empresas, no expresa el valor del intangible, lo que podría introducir dudas sobre su interés para los inversores.

En cuanto a las investigaciones previas hay algunos trabajos que analizan la relevancia del fondo de comercio y de su amortización, sin embargo, salvo en muy contadas excepciones, estos trabajos se han limitado a EE.UU. Además hay que tener en consideración que sus resultados no son siempre consistentes en lo que se refiere a la relevancia de la amortización, aunque sí muestran de una forma bastante rotunda la del fondo de comercio. En este trabajo tratamos de cubrir esta laguna analizando no sólo la amortización del fondo de comercio, sino el efecto que sobre la rentabilidad bursátil tienen los cambios en esta partida; entendemos que de esta manera se añade una nueva dimensión al estudio ya que se capta no sólo su relevancia sino su oportunidad. Somos conscientes de que la relevancia para la valoración no debe ser el único criterio a tener en cuenta para determinar el tratamiento contable de una determinada transacción, pero es también cierto que para los emisores de normas contables, y en concreto para el IASB, los inversores son usuarios privilegiados, por lo que la relevancia para el mercado se ha convertido en un aspecto fundamental a tener en cuenta⁽²⁾.

Dada la situación actual en la que las normas contables son comunes a todos los países de la UE, hemos considerado oportuno no circunscribir nuestro análisis a un país en concreto, sino considerar varios países europeos representativos de distintas tradiciones contables y en los que el mercado de capitales tiene un cierto tamaño. Así pues analizamos el papel del fondo de comercio y de su amortización en el periodo 1997-2001 mediante la información contenida en la base de datos *Extel Company Analysis* de los siguientes países: Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Reino Unido.

Los resultados evidencian que el fondo de comercio es una partida relevante para la valoración de los títulos, pero que su amortización sistemática carece de valor en los países considerados. Estos resultados son robustos al uso de diferentes especificaciones del modelo, precios y rentabilidades bursátiles, y a distintas particiones de la muestra. Además sugieren que la amortización del fondo de comercio no es oportuna y, en general, tampoco lo son los cambios en esta magnitud.

La estructura del trabajo es como sigue. En la segunda parte exponemos las motivaciones y las investigaciones previas relacionadas que han analizado esta problemática. En la tercera parte abordamos la investigación empírica llevada a cabo y en la cuarta se exponen las conclusiones obtenidas tras el estudio realizado.

2. MOTIVACIÓN Y LITERATURA EMPÍRICA PREVIA

De acuerdo con el modelo contable tradicional basado en el coste histórico, si bien el fondo de comercio adquirido por una empresa puede ser contabilizado, el internamente generado no es reconocido; ello hace que el tratamiento contable de esta partida se relacione directamente con el de las fusiones y combinaciones de empresas, en las que se han

(2) De acuerdo con el marco conceptual del IASB «Puesto que los inversores son los suministradores de capital-riesgo a la empresa, las informaciones contenidas en los estados financieros que cubran sus necesidades, cubrirán también muchas de las necesidades que otros usuarios esperan satisfacer en tales estados financieros» (IASB, 1989, párr. 10).

pagado cifras importantes por este concepto⁽³⁾. Además debe tenerse en cuenta que sólo se reconoce contablemente el fondo de comercio comprado si la fusión se registra por el método de compra, ya que si se sigue el método de unificación de intereses el activo neto de la adquirida se mantiene a su valor en libros. Por otra parte en las cuentas consolidadas se reconoce un fondo de comercio (o diferencia positiva de consolidación) cuando se ha pagado por la inversión un importe mayor que el valor teórico-contable de la misma. La 4.^a Directiva [1978] de la Unión Europea no precisa el método contable para registrar las fusiones de empresas y establece que el fondo de comercio debe ser amortizado en un plazo máximo de cinco años, aunque autoriza a los Estados miembros a que lo amplíen siempre que no exceda de su vida útil. Por su parte la 7.^a Directiva [1983] permite que también se cargue directamente en el momento de la compra contra reservas. Como consecuencia, en los casos en los que se ha reconocido el fondo de comercio, ha habido grandes diferencias en su tratamiento contable en el contexto de la Unión Europea.

Hay que hacer notar que la amortización sistemática del fondo de comercio no ha sido siempre obligatoria; así en EE.UU. este tratamiento contable fue introducido en 1970, fijando un plazo máximo de cuarenta años. Sin embargo en 2001 el FASB [*Financial Accounting Standards Board*] sustituyó la amortización por la prueba de deterioro del valor [SFAS 142, FASB, 2001b]. Posteriormente, en 2004, el IASB sustituyó la NIC 22 [IASB, 1998], que obligaba a amortizar el fondo de comercio en un plazo máximo refutable de veinte años, por la NIIF 3 sobre Combinaciones de negocios [IASB, 2004a] la cual ha introducido un procedimiento similar al del FASB. Antes de que el FASB llegase a esta decisión hubo un intenso debate en EE.UU. en el que se cuestionaba la coexistencia de dos métodos contables con efectos tan dispares para registrar transacciones económicas similares, y más concretamente se criticaba el método de unificación de intereses. Sin embargo, la actitud de las empresas americanas era contraria a su eliminación, ya que argumentaban que la amortización obligatoria del fondo de comercio (y de los activos revalorizados) podría tener consecuencias negativas en un contexto globalizado al penalizar las cuentas de resultados si en otras jurisdicciones se mantenían posturas más tolerantes. Esta discusión asume una cierta fijación de los inversores en las cifras contables, lo que contradice la lógica económica, ya que en la medida que la aplicación del método contable no afecta a los flujos de efectivo futuros no debería tener impacto en los precios. Sin embargo, como sugiere Vincent [1997] cabe pensar que los inversores se olvidan de esta realidad con posterioridad al año de la transacción, lo que explicaría que los directivos prefiriesen el método de unificación de intereses. Ante esta situación la decisión de no amortización del fondo de comercio ha sido vista por algunos como una concesión del FASB para contrarrestar las preocupaciones de las empresas [Cheng *et al.*, 2005]. Sin embargo este debate no se ha vivido de igual manera en la Unión Europea que en EE.UU.; si bien se sabía que la decisión del IASB iba a afectar a las empresas a partir de 2005, no han tenido el mismo peso los argumentos sobre las desventajas competitivas de un método de contabilización de las combinaciones sobre otro, sino que la preocupación era asegurar que efectivamente se iban a seguir los pasos del FASB. De cualquier modo la decisión de no amortización del fondo de comercio debe contemplarse como una decisión más de carácter conceptual: ¿Cabe hablar de reducción sistemática de valor si no se conoce la vida útil? ¿Procede registrar en tal ca-

(3) En EE.UU. ha ascendido a dos tercios o más del coste de adquisición [Ayers *et al.*, 2000]. Por su parte en RU en el periodo 1986-91, el fondo de comercio supuso por término medio alrededor de un 70% y a veces 80% del valor de la adquirida [Higson, 1998].

so un gasto periódico? ¿Puede medirse la disminución de valor del fondo de comercio adquirido?

Como hemos señalado antes en la Unión Europea no hay un criterio preciso sobre cómo se debe amortizar, y en la práctica en muchos países se ha llegado a imponer el método lineal en un periodo «normal» de cinco años, que sin embargo puede ser ampliado; de ahí que no resulte sorprendente que en un estudio sobre combinaciones de negocios se concluya: «Hay una gran variedad de plazos de amortización, sin ninguna relación demostrada con la vida comercial» [FEE, 2002: 45]. Ante la imposibilidad de concretar la duración de ciertos activos intangibles, el FASB y el IASB concluyeron que si la vida útil es indefinida (lo que no significa ilimitada), es decir si no se puede prever el horizonte en el que serán capaces de producir flujos de efectivo, es preferible someterlos a una prueba para determinar su depreciación de forma periódica (*impairment test*) que mantener un procedimiento arbitrario de reducción sistemática de valor⁽⁴⁾. Sin embargo desde la perspectiva conceptual tampoco esta solución ha estado exenta de críticas, ya que impone distintos tratamientos al fondo de comercio comprado y al generado internamente, y no resulta posible separar el fondo de comercio generado después de la compra del fondo de comercio adquirido para determinar la pérdida de valor de éste [AAA *Financial Accounting Standards Committee*, 2001]. De hecho los dos miembros del IASB que votaron en contra de la NIIF 3 argumentaron su posición basándose en esta dificultad [puede verse IASB, 2004b, párr. D011].

Junto a lo anterior, el principal argumento que justifica la nueva política de no amortización se basa en su supuesta no relevancia para el mercado, lo que como hemos puesto de manifiesto es consistente con la racionalidad económica. Como a continuación se expone, ha habido algunos trabajos, principalmente referidos a EE.UU., en los que se analiza este aspecto⁽⁵⁾; cabe señalar que, si bien los resultados generalmente apoyan su falta de relevancia, no lo hacen de forma contundente. Debe tenerse en cuenta que, dada la falta de información sobre la amortización del fondo de comercio en las bases de datos utilizadas, normalmente se emplea la amortización de los intangibles como subrogado, lo que podría explicar las inconsistencias detectadas. Por otra parte los trabajos realizados emplean distintas metodologías y en ellos rara vez se analizan simultáneamente precios y rentabilidades. También es cierto que la diversidad existente entre las propias empresas podría explicar las diferencias encontradas, tal y como algunos autores sugieren.

Jennings *et al.* [1996] analizan la relación entre el fondo de comercio y su amortización con los precios de mercado. Sus resultados muestran una relación positiva con el fondo de comercio, lo que implica que es valorado como un activo por los inversores incluso después de la fecha de la adquisición, y negativa con su amortización, por lo que consideran que es un activo depreciable, aunque detectan grandes diferencias entre empresas. Sin embargo en Jennings *et al.* [2001] regresan precios sobre resultados antes y después de incluir la amortización del fondo de comercio, y concluyen que ésta reduce la utilidad del resultado. Por su parte, Moerhle *et al.* [2001] utilizan un modelo de rentabilidades y no detectan que la amortización del fondo de comercio sea útil para la toma de decisiones de los inverso-

(4) En gran medida lo acertado de la decisión dependerá de la rigurosidad con la que se aplique la comprobación del deterioro de valor establecida en las normas.

(5) Somos conscientes de que existe una abundante literatura que analiza la relevancia de los intangibles (y de su amortización) en relación con la supuesta pérdida de relevancia de la información financiera en las últimas décadas, pero hemos considerado preferible no referirnos a ella dado que excede del objetivo de este trabajo.

res. Igualmente Brown, Tucker y Pfeiffer *et al.* [1999] examinan la relación entre rentabilidades y la amortización del fondo de comercio, utilizando la amortización de intangibles como subrogado, y no detectan que sea útil para la formación de precios. Henning *et al.* [2000] realizan un esfuerzo adicional para analizar la valoración que los inversores hacen de los diversos componentes del fondo de comercio⁽⁶⁾ y su amortización; para ello realizan una regresión de precios en el ejercicio en el que se lleva a cabo la combinación y se reconoce el fondo de comercio. Sus resultados confirman que el auténtico fondo de comercio (*core goodwill*) es un activo, mientras que el sobreprecio pagado o residuo no lo es. También realizan una regresión de rentabilidades, en la que sólo detectan una relación significativa y negativa con la amortización del fondo de comercio residual, por lo que deducen que el mercado considera el sobreprecio pagado como un gasto. Por su parte Larrán *et al.* [2000] confirman la relevancia valorativa del fondo de comercio para el mercado español, si bien detectan que está condicionada a ciertas características empresariales.

Aunque esta revisión de la literatura se limita a trabajos que se centran en la relevancia del fondo de comercio y su amortización, debemos también mencionar otros dos cuyo objetivo es más amplio: Amir *et al.* [1993] y Barth y Clinch [1996]. Así en ambos trabajos se analizan las diferencias entre los USGAAP y las normas de otros países utilizando principalmente los informes de reconciliación para cotizar en EE.UU., por lo que en ambos se identifica el fondo de comercio como causante de grandes diferencias; además ambos emplean modelos de precios y rentabilidades basados en Ohlson [1995]. En lo que se refiere al tratamiento del fondo de comercio ambos detectan que los inversores lo consideran relevante, si bien Barth y Clinch [1996] encuentran que los inversores lo valoran menos que otros activos, por lo que sugieren que el gasto por amortización es muy bajo en Australia, EE.UU. y Reino Unido. Sin embargo Amir *et al.* [1993] concluyen que la amortización es demasiado agresiva (rápida) en el grupo de empresas no estadounidenses (integran la muestra empresas de veintea países, entre ellos España, Francia, Holanda, Italia y Reino Unido).

Dados los cambios que recientemente se han producido en el panorama internacional y las discrepancias que se han obtenido en los trabajos previos en relación con la utilidad de la amortización del fondo de comercio, en este trabajo consideramos oportuno analizar de nuevo la relevancia del fondo de comercio y de su amortización en un contexto diferente, y a ello se dedica el siguiente apartado. No obstante queremos poner de relieve que somos conscientes de que, tal y como Barth *et al.* [2001] indican, los estudios de relevancia para el valor consideran la relevancia y fiabilidad de los datos contables para los inversores, pero no captan todas las consecuencias de estos dos requisitos o el papel de los datos contables para otros objetivos.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO

El principal objetivo de este trabajo es investigar la relevancia de la amortización del fondo de comercio, ya que éste es el principal cambio que introduce el nuevo tratamiento de las combinaciones de negocios según la NIIF 3 [IASB, 2004b], que lógicamente afecta al fondo de comercio de consolidación. Además consideramos la relevancia del fondo de co-

(6) Distinguiendo entre cantidades pagadas por el mayor valor de los activos de la adquirida, el valor de la adquirida como entidad (*core goodwill*), el valor que se atribuye a la combinación formada y el sobreprecio o residuo.

mercio puesto que su obligado reconocimiento subyace en la decisión de eliminar el método de unificación de intereses. Por lo tanto dos son las hipótesis nulas que investigamos:

H^0_1 : *El fondo de comercio no es relevante para los inversores.*

H^0_2 : *La amortización del fondo de comercio no es relevante para los inversores.*

Este trabajo difiere de los realizados en esta línea de investigación en diversos aspectos. En primer lugar considera la problemática del fondo de comercio desde una perspectiva europea, mientras que la literatura previa se ha centrado en EE.UU. La existencia de distintos contextos institucionales en los que en el periodo de estudio ha habido diferentes normas contables permite proporcionar resultados más robustos sobre el papel de estas magnitudes contables, y, en consecuencia, sobre las decisiones de eliminar el método de unificación de intereses y de la no amortización del fondo de comercio. En segundo lugar utiliza no sólo modelos de precios sino también de rentabilidades basados en el modelo de Ohlson [1995], mientras que los trabajos previos generalmente han utilizado modelos de precios o de rentabilidades de tipo *ad hoc*. Además el uso de ambos tipos de modelos permite analizar mejor el papel de la amortización dada su diferente perspectiva. En efecto los modelos de precios captan la relevancia, mientras que los de rentabilidades consideran un componente de ésta, la oportunidad, y en ellos se considera no sólo la amortización, sino sus cambios, lo que no ha sido investigado en la literatura previa referida al fondo de comercio. En efecto podría suceder que aún cuando una variable carciera de oportunidad fuera relevante. De esta forma podríamos plantear las siguientes hipótesis adicionales:

H^0_3 : *La amortización del fondo de comercio no es oportuna para los inversores.*

H^0_4 : *Los cambios en la amortización del fondo de comercio no son oportunos para los inversores.*

En cierta medida el análisis del efecto de los cambios puede considerarse como una primera aproximación para valorar la decisión de sustituir la amortización del fondo de comercio por el reconocimiento del deterioro de su valor tal y como exige la NIIF 3. Además en este trabajo se hacen análisis de sensibilidad adicionales que tratan de captar si los inversores muestran distinta actitud ante empresas con pérdidas y con beneficios, y ante empresas con distintas perspectivas de crecimiento, medidas por el ratio valor de mercado/valor en libros.

3.1. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

Como Francis y Schipper [1999] señalan, si bien la idea de relevancia para el valor tiene diversas interpretaciones, la más común, y además la adoptada en este trabajo, sostiene que las magnitudes contables son relevantes si tienen una asociación significativa con los precios o las rentabilidades del mercado. Seguidamente exponemos los modelos empleados en la investigación.

3.1.1. *Modelo de precios.*

En los modelos de precios el valor de capitalización es la referencia para determinar si las magnitudes contables reflejan la información utilizada por los inversores para fijar el

precio. El modelo de Ohlson [1995], que subyace al que constituye nuestro punto de partida, es:

$$p_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{jt} + \alpha_2 x_{jt} + \alpha_3 d_{jt} + e_{jt} \quad (1)$$

donde: p_{jt} es el precio de la empresa j al final del periodo t ; y_{jt} es el neto patrimonial de la empresa j al final del periodo t ; x_{jt} es el resultado de la empresa j en el periodo t ; y d_{jt} son los dividendos netos (dividendos netos de contribuciones de capital) pagados por la empresa j en el periodo t .

Este modelo ha sido también considerado en investigaciones previas tales como McCarthy y Schneider [1995], Rees [1997], Francis y Schipper [1999], Cahan *et al.* [2000], Giner y Reverte [2001], Arce y Mora [2002] y García-Lara y Mora [2004]. Sin embargo, las especificaciones concretas utilizadas difieren de un trabajo a otro en función de la problemática analizada. Además, normalmente los dividendos no se incorporan en el modelo y las variables se deflactan por el número de acciones o alguna variable contable para evitar el efecto escala.

A fin de investigar la relevancia de la amortización en el modelo (1) dividimos la variable resultado en dos partes, resultado antes de la amortización del fondo de comercio y amortización del fondo de comercio. Como Stark [1997] y Ohlson [1999] demuestran, el modelo general de Ohlson [1995] permite descomponer el resultado para investigar la relevancia de los distintos componentes. En concreto Ohlson [1999] se centra en los componentes transitorio y permanente y demuestra que sólo el segundo es relevante, mientras que Stark [1997] hace un planteamiento más general al considerar cualquier partición basada en la existencia de posibles diferencias en la relevancia valorativa. Además en este trabajo también descomponemos el neto patrimonial en dos partes, el neto excluido el fondo de comercio y el fondo de comercio⁽⁷⁾, lo que permite considerar su relevancia y en consecuencia valorar la adecuación de la eliminación del método de unificación de intereses. En definitiva el modelo de precios que empleamos es:

$$CM_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 FPEFC_{jt} + \alpha_2 FC_{jt} + \alpha_3 RAAFC_{jt} + \alpha_4 AFC_{jt} + \alpha_5 D_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

donde: CM_{jt} es la capitalización de mercado de la empresa j al final del ejercicio t , $FPEFC_{jt}$ son los fondos propios excluido el fondo de comercio de la empresa j al final del ejercicio t , FC_{jt} es el fondo de comercio de la empresa j al final del ejercicio t , $RAAFC_{jt}$ es el resultado antes de la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , AFC_{jt} es la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , y D_{jt} son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa j en el ejercicio t .

Las variables de interés en este análisis son FC_{jt} y AFC_{jt} que deberían tener coeficientes significativos si son relevantes para la formación de los precios. En concreto el de FC_{jt} debería ser positivo, si el fondo de comercio se percibe como un activo, y el de AFC_{jt} negativo, si su amortización es considerada como un gasto. En cuanto a los de las variables $FPEFC_{jt}$ y $RAAFC_{jt}$ se supone que también serán significativos y positivos.

(7) En esta misma línea McCarthy y Schneider [1995], descomponen el neto en activo y pasivo, y a su vez el activo, en activo excluido el fondo de comercio y fondo de comercio, que es la variable cuya relevancia tratan de analizar.

Dado que las empresas que integran las muestras de análisis tienen diferente tamaño, es posible que surjan problemas derivados del llamado efecto escala en estos modelos de precios⁽⁸⁾. En la literatura sobre la relevancia valorativa estos problemas han sido ampliamente discutidos [Barth y Kallapur, 1996; Brown, Lo y Lys, 1999; Akbar y Stark, 2003; Easton y Sommers, 2003; Barth y Clinch, 2005; García Lara y Grambovas, 2005]. Sin embargo no hay una solución comúnmente aceptada para resolverlos; algunos autores son partidarios de incluir una variable adicional que capte la escala [Barth y Kallapur 1996], mientras que otros prefieren deflactor o bien las variables o bien el modelo por un subrogado de la escala, sin que haya una opinión clara sobre qué variable emplear [Brown, Lo y Lys, 1999; Lo y Lys, 2000; Easton y Sommers, 2003, y Barth y Clinch, 2005]⁽⁹⁾, y de hecho Livnat [2000] argumenta que no hay base teórica para preferir un deflactor sobre los demás. Por otra parte Akbar y Stark [2003] concluyen que no hay ningún deflactor que sea mejor en todos los casos, ya que según parece el efecto escala depende del contexto, y en consecuencia de la muestra de análisis.

En este trabajo se han realizado inicialmente las regresiones de precios sin deflactor, y a través del test de White [1980] basado en los residuos se ha comprobado si existía un problema de heteroscedasticidad. Con el fin de corregirlo hemos utilizado diversas variables como deflactores (número de acciones, total del activo, neto patrimonial, neto patrimonial excluido el fondo de comercio...), en su forma original y transformadas siguiendo los procedimientos habituales y hemos hecho las regresiones por mínimos cuadrados ponderados (MCP). Finalmente nos hemos decantado por la solución que según el test de los residuos reduce en mayor medida el problema de heteroscedasticidad y proporciona unos resultados más coherentes con la racionalidad económica del modelo de Ohlson [1995] en términos de su R^2 y sus coeficientes. Como afirman García Lara y Grambovas [2005: 2]: «De una regresión del neto y el resultado sobre la capitalización de mercado deberíamos esperar elevados R^2 , ya que el neto es un subrogado del valor mínimo de liquidación y el resultado puede considerarse un subrogado de los futuros flujos de efectivo. Si consideramos que el neto es un subrogado del valor de liquidación, entonces el múltiplo teórico del neto, siguiendo a Ohlson [1995], debería ser uno. Además el múltiplo del resultado debería ser positivo». Así pues en las tablas de precios se presentan los resultados de las regresiones en las que se ha deflactado por la variable neto patrimonial excluido el fondo de comercio. Además hemos aplicado la corrección de White [1980].

3.1.2. Modelo de rentabilidades

Los modelos de precios y de rentabilidades contemplan aspectos relacionados pero con un objetivo distinto. Así Barth *et al.* [2001: 95] señalan: «La distinción clave entre los estudios

(8) Estos problemas afectan tanto a la propiedad de los coeficientes como a la medida del ajuste (el coeficiente R^2) de la regresión, de tal forma que los estimadores de los coeficientes están sesgados hacia las empresas de mayor tamaño y el R^2 es excesivo por la heteroscedasticidad. En definitiva los resultados de la regresión no cuantifican adecuadamente las relaciones económicas que existen en las variables objeto de estudio.

(9) En los dos últimos trabajos se analiza el problema en el contexto de modelos basados en Ohlson [1995] por lo que resultan de especial interés para este trabajo. Barth y Clinch [2005] sostienen que no siempre hay problemas de escala, pero si los hay el método más efectivo es deflactor por el número de acciones. Por su parte Easton y Sommers [2003] consideran que lo mejor es emplear rentabilidades, es decir, deflactor por la capitalización de mercado al principio del ejercicio, aunque reconocen que esta solución cambia la naturaleza del análisis. Estos autores se muestran partidarios de usar mínimos cuadrados ponderados (MCP) en lugar de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), lo que formalmente es equivalente a deflactor todo el modelo incluido el intercepto. También Lo y Lys [2000] argumentan que debe deflactarse todo el modelo, mientras que Brown, Lo y Lys [1999] deflactan tan sólo las variables y no el término independiente, si bien ambos emplean el precio al inicio del periodo.

de relevancia para el valor que examinan los precios y los que examinan los cambios en precios, o rentabilidades, es que los primeros están interesados en determinar lo que se refleja en el valor de la firma y los segundos lo que se refleja en los cambios de valor en un periodo específico de tiempo». En otras palabras, los modelos de rentabilidades captan otra dimensión: la oportunidad, es decir, si la información recogida en los estados financieros es contemporánea con los cambios de los precios.

En este trabajo utilizamos un modelo basado en Easton y Harris [1991], pero al igual que Easton y Pae [2002] incluimos los dividendos del periodo anterior, ya que de esta manera existe una consistencia total con el modelo de Ohlson [1995]. Al igual que hicimos con el modelo de precios descomponemos los resultados y los cambios en los resultados en dos partes. En definitiva el modelo que se utiliza es:

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1(RAAFC_{jt}/CM_{jt-1}) + \beta_2(AFC_{jt}/CM_{jt-1}) + \beta_3(\Delta RAAFC_{jt}/CM_{jt-1}) + \beta_4(\Delta AFC_{jt}/CM_{jt-1}) + \beta_5(D_{jt-1}/CM_{jt-1}) + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

donde:

$$R_{jt} = (\Delta P_{jt} + Div_{jt}) / P_{jt-1}$$

R_{jt} es la rentabilidad de mercado de la empresa j en el ejercicio t , Div_{jt} son los dividendos pagados por la empresa j en el ejercicio t , $RAAFC_{jt}$ es el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , AFC_{jt} es la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , $\Delta RAAFC_{jt}$ es la variación en el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa j desde el ejercicio $t-1$ hasta el ejercicio t , ΔAFC_{jt} es la variación en la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , D_{jt-1} son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa j en el ejercicio $t-1$ y CM_{jt-1} es la capitalización de mercado de la empresa j en el ejercicio $t-1$ corregida por las aportaciones netas de capital en el ejercicio t .

En la mayoría de trabajos que utilizan un modelo de rentabilidades no se incluyen la variable de interés y sus cambios como aquí se hace, sino tan sólo la variable de interés (que es generalmente el resultado), aunque hay excepciones como Strong y Walker [1993], Francis y Schipper [1999], Bartov *et al.* [2001] y Goodwin y Ahmed [2006]; precisamente en este último trabajo se hace un análisis similar, pero la atención se centra en la amortización de ciertos activos intangibles distintos al fondo de comercio. Esperamos que el coeficiente de la amortización no sea significativo, ya que no proporciona información nueva, mientras que el del cambio sí debería serlo, puesto que indica la amortización no esperada, por lo que en principio el signo debería ser negativo⁽¹⁰⁾. En cuanto a las variables resultado y cambio en el resultado se espera que los coeficientes sean positivos y significativos, aunque la mayor relevancia de uno u otro dependerá de la persistencia del resultado⁽¹¹⁾. Aunque to-

(10) En la medida que los modelos (2) y (3) están fundamentados en el mismo marco teórico, deberían cumplirse las siguientes identidades: $\alpha_1 = \beta_1$, $\alpha_2 = \beta_2$, $\alpha_3 = \beta_3$, $\alpha_4 = \beta_4$; pero como Stark [1997] señala esto sólo sucedería si la dinámica de información lineal fuera estable en el tiempo.

(11) Según señala Ohlson [1999: 154], si el resultado es completamente transitorio, la única variable que debe afectar a la rentabilidad bursátil es el resultado, aunque sólo sea una medida de creación/destrucción de valor, mientras que si es totalmente permanente, la variable relevante debe ser el cambio en el resultado. En efecto, de acuerdo con Ohlson [1995: 670, eq. 7]: $P_t = k(\phi x_t - d) + (1-k) y_t + \alpha_2 v_t$ donde k es un parámetro que refleja la permanencia del resultado anormal (x_t); $\phi = R_t/(Rf-1)$, v_t es la variable «otra información» y las demás variables se definen como en el modelo (1); ignorando v_t el cambio en el precio es: $P_t - P_{t-1} = k\phi \Delta x_t + (1-k) x_t - d_t + k d_{t-1}$, si x_t es transitorio $k = 0$, si x_t es permanente $k = 1$.

das las variables están deflactadas por el precio, también usamos el test de White [1980] para mitigar los problemas de heteroscedasticidad.

3.2. LA MUESTRA

Los datos utilizados se han extraído de la base de datos *Extel Financial Company Análisis*, y se circunscriben al período 1997-2001, a fin de obviar el posible impacto que la decisión del FASB de considerar el fondo de comercio como un activo no amortizable pudo haber tenido en los inversores. Dado el número de observaciones disponibles sobre empresas europeas, el análisis se ha limitado a los siguientes siete países: Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Reino Unido, los cuales cuentan con los mercados de valores más desarrollados dentro de la Unión Europea. Al igual que en la mayoría de estudios similares se han excluido las empresas financieras por las peculiaridades contables que presentan. Debe tenerse en cuenta que en la base de datos se incluye información consolidada (a menos que la empresa sólo presente cuentas individuales), por lo que la variable fondo de comercio puede referirse tanto a la diferencia positiva de consolidación como al derivado de una fusión de empresas. Esta circunstancia no conlleva ninguna complicación en el análisis, dado que no hay razones económicas que justifiquen un distinto comportamiento de los inversores de la matriz ante el fondo de comercio pagado por una empresa, o por las acciones de una empresa (y de hecho la normativa del IASB los trata de igual modo)⁽¹²⁾.

Con el fin de analizar la amortización del fondo de comercio se han incluido únicamente aquellos casos en los que la base de datos *Extel* proporciona un importe distinto de cero para la amortización del fondo de comercio. Así, partiendo de un total inicial de 3.928 observaciones se han eliminado los casos en los que se carecía de datos sobre alguna de las variables empleadas en los modelos, y aquéllos en los que la variable neto patrimonial era negativa, lo que limita nuestro análisis a 3.227 observaciones.

En cuanto a la eliminación de las observaciones extremas, al tratarse de un análisis multivariante en lugar de aplicar una regla convencional consistente en eliminar un porcentaje de las observaciones de cada una de las distribuciones de las variables⁽¹³⁾, se ha seguido un procedimiento gráfico consistente en identificar visualmente en un diagrama aquellas observaciones que presentaban un comportamiento extremo en la mayor parte de las variables, de esta manera se eliminan sólo aquellas observaciones que de acuerdo con la racionalidad económica pueden distorsionar los resultados del análisis. Estas eliminaciones afectan a las muestras por país de forma distinta variando entre un 0,5% y un 3,4%. De modo que tras esta eliminación, disponemos de 3.195 empresas-año, desde 1997 a 2001, ambos inclusive; si bien hay grandes diferencias entre países, de forma que en Bélgica hay 87 casos frente a los 1.843 de Reino Unido. El tamaño de las muestras en el análisis de ren-

(12) Debemos indicar que al hacer una comprobación manual se ha detectado alguna imprecisión en la base de datos empleada. Así, a pesar de que en algún caso se ha comprobado a través de las cuentas anuales que hay fondo de comercio por fusiones o adquisiciones, no ha sido considerado por la base *Extel*, ya que sólo aparece la diferencia de consolidación. Sin duda este problema deriva del distinto nivel de detalle con el que las empresas presentan la información consolidada, pero resulta imposible de verificar la calidad de los datos dado el tamaño de las muestras. Sin embargo, precisamente por esto, consideramos que es razonable pensar que este problema no debe afectar al tenor de los resultados.

(13) Esta eliminación se suele fijar de forma arbitraria en torno a un 1% o un 0,5% por cada una de las colas de la distribución de una variable, y lo que obviamente vuelve a «dejar» otros valores extremos una vez eliminados los más alejados. Puede verse McLeay y Trigueiros [2002].

tabilidades es ligeramente distinto debido a la construcción de las variables que intervienen en el modelo (en total hay 3.142 observaciones).

Durante el período analizado (1997-2001) se han producido cambios normativos en relación con la amortización del fondo de comercio en Alemania, España, Francia, Holanda y Reino Unido (véase Tabla 1). Dado que el objetivo del trabajo no es analizar la adecuación de un período concreto de amortización, sino investigar si el gasto por este concepto tiene valor para las decisiones de los inversores, no consideramos que las modificaciones introducidas deban afectar al planteamiento de esta investigación, sino que por el contrario contribuirán a dar robustez a las conclusiones si los resultados se mantienen de forma consistente.

TABLA 1
POLÍTICA DE AMORTIZACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO

<i>País</i>	<i>¿Eliminación del fondo de comercio?</i>	<i>Período máximo de amortización</i>
Alemania	Sí, hasta 2000	Vida útil
Bélgica	No	Vida útil
España	No	20 años desde 1998 (antes 10)
Francia	Sí, hasta 1999	Vida útil
Holanda	Sí, hasta 2000	Vida útil
Italia	No	20 años
Reino Unido	Sí, hasta 1997	20 años refutable

A efectos de ilustrar la importancia relativa de la partida fondo de comercio, es de destacar, aunque no aparezca en tablas, que el importe medio de este activo con respecto al activo total de las empresas de la muestra oscila entre un 5,2% en España y un 18,8% en Reino Unido, siendo los valores medianos 2,3% y 10,8%, respectivamente. Además existen casos en los que el fondo de comercio supone una cifra muy elevada, llegando incluso a igualar al activo total. Si se compara con la capitalización de mercado, el fondo de comercio adquirido representa en media un 24,2% en Reino Unido, mientras que España es el país en el que este porcentaje es menor, 11,7% (los valores medianos son 10,7% y 3% respectivamente). Con respecto a la amortización del fondo de comercio, esta magnitud supone con referencia al resultado neto en términos medios un porcentaje que oscila entre un 9,9% en el caso más bajo de España hasta un 172,3% en el caso más elevado que es Italia, mientras que la mediana oscila entre un 4,8% hasta 11,5%, para los mismos países.

3.3. RESULTADOS EMPÍRICOS

Las Tablas 2 y 3 resumen los estadísticos descriptivos de las muestras utilizadas en la investigación, la primera se refiere a los datos del análisis de precios y la segunda a los de rentabilidades. Se observa una gran dispersión en los datos bursátiles, lo cual se explica por la variabilidad de los precios en el periodo de estudio. En efecto durante los años 1997 a 1999 los precios experimentaron un fuerte ascenso, mientras que en 2000 empezaron a caer para llegar en 2002 a un mínimo histórico. Sin embargo las rentabilidades medias son generalmente muy elevadas especialmente en Italia, Reino Unido y España. Por otra parte se perciben diferencias importantes en el tamaño medio de las empresas que forman las

muestras, siendo mucho menores en países como Bélgica y Reino Unido, 1.502 y 2.443 millones de euros respectivamente, mientras que en Holanda y España el tamaño medio es de 6.516 y 5.603 millones respectivamente. Resultados no tabulados indican que las correlaciones entre las variables independientes son elevadas, lo que es común a este tipo de estudios.

Para facilitar la comparación entre las distintas muestras los datos se han expresado en euros, empleando los tipos de cambio fijos oficiales para los países de la zona euro. En cuanto a Reino Unido, para el análisis de precios se ha utilizado el tipo de cambio de cada año, sin embargo el análisis de rentabilidades se ha hecho en moneda local, para evitar el impacto que la variación en el tipo de cambio podría tener en las regresiones de cambios.

TABLA 2
DESCRIPTIVOS DE LA MUESTRA DE PRECIOS (EN MILLONES DE EUROS)

<i>Descriptivo¹</i>	CM_t	$FPEFC_t$	FC_t	$RAAFC_t$	AFC_t	D_t
ALEMANIA						
Media	3.089,41	1.016,56	310,13	198,18	27,45	56,67
Mediana	218,35	80,79	13,97	12,34	1,13	2,45
Desv. Típ.	9.383,39	3.922,69	949,76	792,56	95,05	343,13
BÉLGICA						
Media	1.502,63	379,01	161,68	82,98	7,03	26,45
Mediana	549,13	150,85	42,97	25,93	2,04	5,67
Desv. Típ.	3.101,65	639,92	549,27	167,83	15,88	120,31
ESPAÑA						
Media	5.603,06	1.679,79	539,83	300,07	38,78	-1,60
Mediana	1.197,09	326,18	25,65	71,31	2,63	11,68
Desv. Típ.	13.830,19	3.505,15	1.557,05	616,95	115,61	556,18
FRANCIA						
Media	2.712,16	632,02	450,92	126,31	18,68	44,74
Mediana	201,51	90,89	13,02	13,32	0,97	1,44
Desv. Típ.	5.218,66	1.177,30	1.214,29	238,35	69,40	192,69
HOLANDA						
Media	6.516,21	1.111,73	898,55	481,42	183,70	-20,25
Mediana	1.299,00	65,65	116,00	69,44	5,96	2,97
Desv. Típ.	11.105,58	3.376,00	1.474,92	1.424,54	1.461,52	1.124,78
ITALIA						
Media	4.045,25	1.272,03	276,16	172,16	19,18	75,47
Mediana	387,50	138,31	18,40	16,79	2,10	4,06
Desv. Típ.	11.793,15	3.490,26	1.112,12	662,17	77,72	396,78
REINO UNIDO						
Media	2.443,98	627,29	321,74	100,38	24,95	52,87
Mediana	151,24	30,45	14,80	5,15	0,72	1,44
Desv. Típ.	14.466,86	5.563,46	3.597,98	586,68	431,00	425,12

¹ CM_t es la capitalización de mercado de la empresa j al final del ejercicio t , $FPEFC_t$ son los fondos propios excluido el fondo de comercio de la empresa j al final del ejercicio t , FC_{jt} es el fondo de comercio de la empresa j al final del ejercicio t , $RAAFC_t$ es el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , AFC_t es la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , y D_t son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa j en el ejercicio t .

TABLA 3
DESCRIPTIVOS DE LA MUESTRA DE RENTABILIDADES

<i>Descriptivo¹</i>	R_{jt}	$RAAFC_{jt} / CM_{jt-1}$	AFC_{jt} / CM_{jt-1}	$\Delta RAAFC_{jt} / CM_{jt-1}$	$\Delta AFC_{jt} / CM_{jt-1}$	D_{jt-1} / CM_{jt-1}
ALEMANIA						
Media	0,064	0,046	0,014	0,010	0,003	0,004
Mediana	0,001	0,057	0,006	0,006	0,0007	0,003
Desv. Típ.	0,569	0,182	0,023	0,237	0,023	0,089
BÉLGICA						
Media	0,178	0,093	0,009	0,029	0,004	-0,0007
Mediana	0,047	0,066	0,005	0,011	0,0007	0,012
Desv. Típ.	0,923	0,104	0,013	0,104	0,011	0,100
ESPAÑA						
Media	0,252	0,085	0,006	0,029	0,004	0,005
Mediana	0,010	0,067	0,003	0,012	0,002	0,000
Desv. Típ.	0,940	0,065	0,008	0,064	0,008	0,024
FRANCIA						
Media	0,124	0,071	0,010	0,014	0,003	0,012
Mediana	0,060	0,061	0,004	0,005	0,0008	0,000
Desv. Típ.	0,443	0,065	0,015	0,054	0,011	0,018
HOLANDA						
Media	0,035	0,040	0,013	-0,004	0,007	-0,005
Mediana	-0,053	0,047	0,006	0,005	0,002	0,000
Desv. Típ.	0,485	0,153	0,027	0,159	0,020	0,075
ITALIA						
Media	0,338	0,062	0,015	0,017	0,004	0,003
Mediana	0,1901	0,055	0,005	0,009	0,0006	0,007
Desv. Típ.	0,733	0,088	0,024	0,090	0,013	0,048
REINO UNIDO						
Media	0,271	0,022	0,013	-0,010	0,007	0,002
Mediana	0,038	0,054	0,004	0,005	0,002	0,000
Desv. Típ.	1,360	0,208	0,038	0,219	0,026	0,098

¹ R_{jt} es la rentabilidad de mercado de la empresa j en el ejercicio t , $RAAFC_{jt}$ es el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , AFC_{jt} es la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , $\Delta RAAFC_{jt}$ es la variación en el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa j desde el ejercicio $t-1$ hasta el ejercicio t , ΔAFC_{jt} es la variación en la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , D_{jt-1} son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa j en el ejercicio $t-1$, y CM_{jt-1} es la capitalización de mercado de la empresa j en el ejercicio $t-1$ corregida por las aportaciones netas de capital en el ejercicio t .

3.3.1. Modelo de precios

Los resultados del modelo de precios (modelo 2) se presentan en la Tabla 4. Como ya se ha indicado se ha deflactado por la variable neto patrimonial excluido el fondo de comercio. En el panel A se exponen los resultados de las regresiones por país. En todas las regresiones la variable fondo de comercio es positiva y significativa, salvo en Italia. Esto supone que el fondo de comercio adquirido proporciona información relevante para los inversores, por lo que nuestra primera hipótesis nula referida a la no relevancia de esta partida contable quedaría rechazada para los países que se analizan, excepto para Italia. En cuanto a la

amortización del fondo de comercio, se observa que no es estadísticamente significativa en ninguna de las regresiones realizadas, por lo que no podemos rechazar la hipótesis nula de que carece de valor para los inversores, al margen de cual haya sido la vida útil considerada para su determinación. Así pues estos resultados sugieren que en general el fondo de comercio es un activo no amortizable, lo que es acorde con las decisiones tomadas por las nuevas normas contables.

Respecto al resto de variables que se incluyen en el modelo, los fondos propios y el resultado (eliminando el impacto del fondo de comercio y su amortización), son relevantes para los precios en la mayoría de los países; con la única excepción de la variable resultado en Bélgica (país para el que disponemos del menor número de observaciones: 87) y el neto en Holanda e Italia. Tal y como se esperaba, el coeficiente de la variable resultado es mayor que el de los recursos propios, mientras que el del fondo de comercio se sitúa normalmente en una posición intermedia. En la medida que el neto es un subrogado del valor de liquidación y que tanto el fondo de comercio como el resultado son subrogados de los futuros flujos de efectivo, es razonable que el coeficiente del primero sea menor que el de los otros dos; además el fondo de comercio capta parte de lo pagado en el pasado por los futuros flujos de efectivo (es decir el coste no amortizado), por lo que puede considerarse menos relevante que el resultado corriente, y de ahí el menor coeficiente. En cuanto a la variable dividendos netos, es significativa y negativa, como sugiere el modelo de Ohlson [1995], en Alemania, Bélgica, Francia y Holanda, aunque en Italia resulta significativa y positiva. El valor del coeficiente de determinación sugiere que la información contable tiene una gran relevancia para el establecimiento de los precios en el mercado de capitales⁽¹⁴⁾. En concreto en España alcanza casi un 80%.

TABLA 4
REGRESIONES DEL MODELO DE PRECIOS

Modelo de Regresión ¹:
 $CM_{\beta} = \alpha_0 + \alpha_1 FPEFC_{\beta} + \alpha_2 FC_{\beta} + \alpha_3 RAAFC_{\beta} + \alpha_4 AFC_{\beta} + \alpha_5 D_{\beta} + \varepsilon_{\beta}$

Panel A. Regresiones del Modelo de Precios por País								
	α_0 (t-stat.)	α_1 (t-stat.)	α_2 (t-stat.)	α_3 (t-stat.)	α_4 (t-stat.)	α_5 (t-stat.)	Adj. R ²	Obs.
Alemania	51,252 (4,083)***	1,898 (9,874)***	0,658 (1,999)**	3,504 (2,798)***	4,702 (1,026)	-1,406 (-2,088)**	0,461	668
Bélgica	5,102 (0,577)	4,418 (1,967)*	1,237 (2,452)**	-8,180 (-0,880)	46,615 (1,056)	-4,228 (-8,638)***	0,606	87
España	221,622 (1,724)*	1,178 (2,234)**	2,241 (1,924)*	7,009 (1,780)*	2,436 (0,153)	-0,162 (-0,103)	0,795	93
Francia	13,804 (2,774)***	2,147 (2,143)**	2,240 (4,484)***	9,409 (3,949)***	6,094 (1,128)	-16,088 (-5,853)***	0,669	140
Holanda	83,192 (2,764)***	2,055 (1,471)	0,683 (2,175)**	4,580 (7,117)***	2,867 (0,613)	-3,147 (-4,786)***	0,719	109
Italia	11,108 (0,137)	1,245 (0,795)	4,878 (1,500)	1,389 (1,679)*	-27,369 (-0,733)	7,589 (3,798)***	0,725	255
Reino Unido	21,815 (1,952)*	1,948 (7,373)***	2,279 (4,937)***	3,993 (3,374)***	-0,337 (-0,067)	1,000 (0,880)	0,460	1.843

(Continúa pág. sig.)

(14) Como ya se ha indicado éste ha sido uno de los criterios utilizado para decantarnos por la especificación del modelo que se presenta. Además debemos indicar que los resultados no varían sustancialmente si se emplean otras variables como deflatores.

TABLA 4 (cont.)
REGRESIONES DEL MODELO DE PRECIOS

Panel B. Regresiones anuales del Modelo de Precios en Reino Unido								
	α_0 (<i>t-stat.</i>)	α_1 (<i>t-stat.</i>)	α_2 (<i>t-stat.</i>)	α_3 (<i>t-stat.</i>)	α_4 (<i>t-stat.</i>)	α_5 (<i>t-stat.</i>)	Adj. <i>R</i> ²	Obs.
1997	-5,077 (-0,433)	2,042 (1,563)	-0,537 (-0,209)	8,268 (0,842)	44,145 (5,661)***	-9,982 (-1,745)*	0,767	32
1998	3,899 (0,375)	1,662 (2,437)**	4,858 (5,816)***	9,953 (3,234)***	6,199 (0,277)	-0,881 (-1,074)	0,703	178
1999	21,865 (2,261)**	2,436 (2,858)***	0,882 (1,955)*	9,557 (1,744)*	31,923 (1,670)*	-2,892 (-1,135)	0,385	403
2000	15,387 (1,341)	1,925 (4,738)***	2,739 (4,061)***	3,120 (1,453)	4,083 (1,502)	1,296 (0,765)	0,608	615
2001	20,223 (1,539)	2,117 (8,083)***	1,234 (2,907)***	0,798 (0,881)	-2,133 (-0,770)	3,452 (1,461)	0,433	615
Conjunta	21,815 (1,952)*	1,948 (7,373)***	2,279 (4,937)***	3,993 (3,374)***	-0,337 (-0,067)	1,000 (0,880)	0,460	1.843
Media	11,259 (2,185)**	2,036 (16,130)***	1,835 (1,999)**	6,339 (3,433)***	16,843 (1,878)*	-1,801 (-0,782)	0,579	
Panel C. Regresiones anuales del Modelo de Precios en Alemania								
	α_0 (<i>t-stat.</i>)	α_1 (<i>t-stat.</i>)	α_2 (<i>t-stat.</i>)	α_3 (<i>t-stat.</i>)	α_4 (<i>t-stat.</i>)	α_5 (<i>t-stat.</i>)	Adj. <i>R</i> ²	Obs.
1997	40,833 (0,945)	2,076 (5,939)***	4,748 (3,095)***	2,284 (0,747)	-31,335 (-2,901)***	4,970 (1,147)	0,504	111
1998	-0,184 (-0,005)	1,512 (2,783)***	1,506 (0,907)	7,883 (1,368)	19,610 (1,041)	3,622 (0,845)	0,549	119
1999	37,830 (1,395)	2,267 (4,586)***	1,308 (1,994)**	3,632 (1,244)	-1,724 (-0,239)	-3,243 (-1,544)	0,612	126
2000	88,980 (3,982)***	1,610 (3,710)***	-0,187 (-0,208)	2,479 (1,236)	17,765 (1,216)	-0,766 (-1,179)	0,503	217
2001	66,923 (2,671)***	1,314 (4,578)***	-0,313 (-0,469)	3,303 (1,734)*	5,085 (1,877)*	3,118 (1,141)	0,307	95
Conjunta	51,252 (4,083)***	1,898 (9,874)***	0,658 (1,999)**	3,504 (2,798)***	4,702 (1,026)	-1,406 (-2,088)**	0,461	668
Media	46,876 (3,122)***	1,756 (9,817)***	1,412 (1,547)	3,916 (3,829)***	1,880 (0,204)	1,540 (1,007)	0,495	

Nota: Los estadísticos *t* están basados en el estimador de White [1980].

***, ** y * denotan significatividad al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

¹ CM_t es la capitalización de mercado de la empresa *j* al final del ejercicio *t*, $FPEFC_t$ son los fondos propios excluido el fondo de comercio de la empresa *j* al final del ejercicio *t*, FC_t es el fondo de comercio de la empresa *j* al final del ejercicio *t*, $RAAFC_t$ es el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa *j* en el ejercicio *t*, AFC_t es la amortización del fondo de comercio de la empresa *j* en el ejercicio *t*, y D_t son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa *j* en el ejercicio *t*.

En los paneles B y C de la Tabla 4 se incluyen los resultados de las regresiones anuales para Reino Unido y Alemania, ya que no ha sido posible realizar regresiones anuales para los demás países dado el escaso número de observaciones disponibles. Por otra parte estos países pueden considerarse representativos de los dos modelos contables que han coexistido en Europa: el anglosajón y el continental, y dadas las diferencias que presentan consideramos que el estudio en profundidad de estos dos países puede ser útil para analizar la posible influencia de aspectos contables e institucionales. En Reino Unido, las regresiones anuales, con la excepción de 1997, son generalmente consistentes con la regresión conjunta (*pool*), y lo mis-

mo sucede con la regresión media⁽¹⁵⁾, si bien hay que indicar que la amortización del fondo de comercio es positiva y significativa aunque sólo al 10% en 1999. Debe tenerse en cuenta que para 1997, año en el que aún se podía saldar directamente el fondo de comercio adquirido contra reservas⁽¹⁶⁾, existen muy pocas observaciones (32), por lo que los resultados no son demasiado fiables. Así pues se confirma la importancia de las variables incluidas en el modelo, excepto la amortización del fondo de comercio y los dividendos. Se observa que en los años alcistas la variable más relevante es el resultado, mientras que en los bajistas esta variable carece de interés para los inversores, y es la variable neto la que centra su atención. En cuanto a Alemania, los resultados de las regresiones anuales son sólo parcialmente consistentes con la conjunta; el fondo de comercio es estadísticamente significativo en dos de los años considerados, pero no resulta significativo en la regresión media, y su amortización es significativa también en dos años, aunque con distinto signo. Resulta sorprendente que tan sólo en el último año sea significativa la variable resultados. Así pues al considerar la regresión media se confirma la relevancia del neto patrimonial y el resultado para el mercado alemán, y la no relevancia de la amortización del fondo de comercio.

En definitiva, a pesar de las diferencias institucionales y contables⁽¹⁷⁾ entre los países examinados en el periodo considerado, los resultados muestran de forma bastante consistente la relevancia del fondo de comercio, lo que es a su vez consistente con los resultados de las investigaciones realizadas en Estados Unidos [Amir *et al.*, 1993; Barth y Clinch, 1996; Jennigs *et al.*, 1996, y Henning *et al.*, 2000], y en España [Larrán *et al.*, 2000] y la no relevancia de la amortización contable, lo que como se ha indicado anteriormente no era evidente a la luz de los resultados previos.

3.3.2. Modelo de rentabilidades

Los resultados del modelo de rentabilidades (Modelo 3) se presentan en la Tabla 5. En el panel A se exponen los resultados de las regresiones por país. La amortización del fondo de comercio no es estadísticamente significativa en los países considerados, con la única excepción de Alemania, y en lo que se refiere a la variación en la amortización sólo es significativa en Italia y Reino Unido al 10%, aunque se aprecia un signo positivo en Reino Unido, lo que contradice la suposición inicial. Por lo que no podríamos rechazar las hipótesis nulas tercera y cuarta. En términos generales estos resultados sugieren que ni la amortización del fondo de comercio ni su cambio son magnitudes que proporcionen información de forma oportuna sobre los cambios de valor, por lo que no afectan a la rentabilidad bursátil. Por otra parte el signo positivo en Reino Unido sugiere que los inversores consideran que la mayor amortización es una señal favorable, tal vez porque capta alguna información referida al crecimiento futuro de la entidad no recogida en el modelo.

El resto de variables que se incluyen en el modelo tampoco son significativas de forma consistente; así el resultado sin incluir la amortización del fondo de comercio es significativo

(15) Esta regresión se realiza para comprobar el efecto de la correlación cruzada en los términos de error, y en ella los coeficientes son la media de los coeficientes anuales estimados y los estadísticos t [Fama y MacBeth, 1973] están basados en la desviación estándar de los coeficientes anuales estimados.

(16) Esta práctica contable era mayoritariamente utilizada por las empresas británicas.

(17) Como se muestra en la tabla 1 en la mayor parte de países el fondo de comercio ha tenido que ser amortizado en su vida útil en el periodo de estudio, mientras que en España e Italia el plazo máximo era de veinte años. Además en algunos países ha sido posible eliminarlo directamente contra reservas, aunque esta práctica fue abolida en todos como máximo en 2000.

en los países continentales, mientras que en Reino Unido y Holanda aparece como significativa su variación. Estos resultados sugieren que en los países continentales la variable flujo resultados es más transitoria que en los anglosajones.

TABLA 5
REGRESIONES DEL MODELO DE RENTABILIDADES

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 (RAAFC_{jt} / CM_{jt-1}) + \beta_2 (AFC_{jt} / CM_{jt-1}) + \beta_3 (\Delta RAAFC_{jt} / CM_{jt-1}) + \beta_4 (\Delta AFC_{jt} / CM_{jt-1}) + \beta_5 (D_{jt-1} / CM_{jt-1}) + \varepsilon_{jt}$$

Panel A. Regresiones del Modelo de Precios por País								
	β_0 (t-stat.)	β_1 (t-stat.)	β_2 (t-stat.)	β_3 (t-stat.)	β_4 (t-stat.)	β_5 (t-stat.)	Adj. R ²	Obs.
Alemania	0,028 (1,040)	1,256 (8,613)***	-2,037 (-2,305)**	-0,295 (-3,599)***	0,344 (0,511)	0,021 (0,108)	0,078	609
Bélgica	-0,013 (-0,153)	1,921 (1,730)*	-3,200 (-0,337)	1,040 (0,729)	2,866 (0,270)	-0,589 (-0,454)	0,068	80
España	-0,159 (-0,906)	4,987 (2,233)**	0,395 (0,020)	0,338 (0,214)	-5,113 (-0,289)	-1,121 (-0,267)	0,076	88
Francia	-0,027 (-0,376)	1,561 (2,506)**	-1,962 (-0,958)	0,166 (0,179)	3,898 (1,263)	3,328 (1,610)	0,039	128
Holanda	0,007 (0,153)	0,232 (0,612)	0,547 (0,405)	0,884 (2,221)**	1,998 (0,916)	-0,071 (-0,103)	0,067	101
Italia	0,208 (3,986)***	1,804 (2,260)**	2,422 (1,096)	0,538 (0,961)	-6,230 (-1,844)*	-0,102 (-0,071)	0,046	220
Reino Unido	0,173 (4,209)***	0,456 (1,214)	-1,390 (-0,732)	0,680 (2,157)**	9,874 (1,902)*	-0,394 (-0,844)	0,040	1.916
Panel B. Regresiones anuales del Modelo de Rentabilidades en Reino Unido								
	β_0 (t-stat.)	β_1 (t-stat.)	β_2 (t-stat.)	β_3 (t-stat.)	β_4 (t-stat.)	β_5 (t-stat.)	Adj. R ²	Obs.
1997	0,147 (1,519)	1,466 (2,811)**	-104,830 (-3,201)***	-0,753 (-3,055)***	102,783 (3,355)***	2,090 (2,955)***	0,158	28
1998	-0,056 (-0,530)	2,513 (1,126)	3,606 (0,465)	-0,005 (-0,020)	8,952 (1,089)	-0,496 (-0,449)	0,081	185
1999	0,503 (4,386)***	-2,333 (-1,732)*	24,195 (2,840)***	2,957 (1,976)**	2,332 (0,285)	-0,349 (-0,522)	0,070	421
2000	0,141 (1,851)*	0,689 (1,232)	11,975 (0,814)	0,762 (2,653)***	5,485 (0,327)	-1,055 (-1,219)	0,117	622
2001	-0,131 (-5,108)***	1,251 (3,355)***	1,670 (1,920)*	-0,242 (-1,117)	-0,800 (-0,457)	-0,239 (-0,333)	0,098	660
Conjunta	0,173 (4,209)***	0,456 (1,214)	-1,390 (-0,732)	0,680 (2,157)**	9,874 (1,902)*	-0,394 (-0,844)	0,040	1.916
Media	0,121 (1,099)	0,717 (0,877)	-12,677 (-0,542)	0,544 (0,836)	23,750 (1,198)	-0,010 (-0,018)	0,105	
Panel C. Regresiones anuales del Modelo de Rentabilidades en Alemania								
	β_0 (t-stat.)	β_1 (t-stat.)	β_2 (t-stat.)	β_3 (t-stat.)	β_4 (t-stat.)	β_5 (t-stat.)	Adj. R ²	Obs.
1997	0,211 (4,822)***	1,042 (5,425)***	-0,002 (-0,001)	-0,146 (-1,404)	-5,969 (-1,275)	-0,264 (-0,276)	0,143	107
1998	-0,040 (-0,546)	1,631 (4,496)***	0,286 (0,070)	-0,375 (-2,278)**	4,073 (1,089)	1,035 (1,230)	0,051	122

(Continúa pág. sig.)

TABLA 5 (cont.)
REGRESIONES DEL MODELO DE RENTABILIDADES

Panel C. Regresiones anuales del Modelo de Rentabilidades en Alemania								
	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	Adj. R^2	Obs.
	(<i>t</i> -stat.)	(<i>t</i> -stat.)	(<i>t</i> -stat.)	(<i>t</i> -stat.)	(<i>t</i> -stat.)	(<i>t</i> -stat.)		
1999	0,075 (1,009)	0,509 (1,936)*	-1,870 (-0,559)	0,350 (1,867)*	0,382 (0,080)	0,054 (0,146)	0,010	128
2000	0,057 (1,039)	1,299 (4,988)***	-4,785 (-2,847)***	-0,505 (-5,803)***	0,821 (1,720)*	-0,623 (-0,883)	0,103	155
2001	-0,281 (-4,291)***	3,747 (3,737)***	-2,960 (-1,674)*	-1,897 (-1,664)*	4,899 (1,686)*	-0,087 (-1,201)	0,222	97
Conjunta	0,028 (1,040)	1,256 (8,613)***	-2,037 (-2,305)**	-0,295 (-3,599)***	0,344 (0,511)	0,021 (0,108)	0,078	609
Media	0,004 (0,054)	1,646 (2,957)***	-1,866 (-1,977)**	-0,515 (-1,372)	0,841 (0,439)	0,023 (0,083)	0,065	

Nota: Los estadísticos *t* están basados en el estimador de White [1980].
 ***, ** y * denotan significatividad al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

¹ R_j es la rentabilidad de mercado de la empresa *j* en el ejercicio *t*, $RAAFC_t$ es el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa *j* en el ejercicio *t*, $\Delta RAAFC_t$ es la variación en el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa *j* desde el ejercicio *t*-1 hasta el ejercicio *t*, ΔAFC_t es la variación en la amortización del fondo de comercio de la empresa *j* en el ejercicio *t*, $D_{j,t}$ son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa *j* en el ejercicio *t*-1, y $CM_{j,t}$ es la capitalización de mercado de la empresa *j* en el ejercicio *t*-1 corregida por las aportaciones netas de capital en el ejercicio *t*.

En los paneles B y C de la Tabla 5 se incluyen las regresiones anuales para Reino Unido y Alemania, que sin embargo no resultan demasiado consistentes con las conjuntas (*pool*). En Reino Unido la amortización del fondo de comercio es significativamente positiva en dos años (los resultados de 1997 carecen de fiabilidad dado el escaso número de observaciones de la regresión), pero no lo es en la regresión media; en cuanto a su variación, no resulta significativa (excepto en el año 1997). Tampoco el resto de variables ofrecen unos resultados muy consistentes en las regresiones anuales, aunque el cambio en el resultado es positivo y significativo en los años 1999 y 2000. En cuanto al panel C referido a Alemania, tan solo la variable resultado es significativa en todas las regresiones y mantiene de forma consistente un signo positivo, como era de esperar. A diferencia del resto de años, en 2000 y 2001, en los que se produjo una fuerte caída de los precios en las bolsas, todas las variables, excepto el dividendo neto, resultan significativas, aunque el signo del cambio en el resultado es negativo y el del cambio en la amortización del fondo de comercio positivo, lo que sugiere un mayor interés de los inversores en la información contable en esos años. La interpretación de estos signos resulta difícil. Si bien, el cambio en la amortización podría entenderse como una señal de expectativas favorables debido a nuevas inversiones, el signo negativo del cambio en el resultado carece de sentido económico, ya que supone que los aumentos de resultados tienen un impacto negativo en los precios.

Los bajos coeficientes de determinación para las regresiones conjuntas, entre el 3,9% y el 7,8% para Francia y Alemania respectivamente, están en la línea de los obtenidos en otros trabajos en los que se realizan regresiones de rentabilidades bursátiles.

En definitiva los resultados del modelo de rentabilidades son acordes con los del modelo de precios en cuanto a la amortización del fondo de comercio, la no significatividad de esta variable implica que no capta los cambios de valor de forma oportuna. Por otra parte tampoco parece que en general los cambios en la amortización anual proporcionen información oportuna a los inversores.

3.3.3. *Análisis de sensibilidad*

Hemos llevado a cabo un análisis adicional con el propósito de ver si hay determinadas características empresariales que condicionan los resultados obtenidos. Con tal propósito hemos tenido en cuenta dos aspectos: la situación económica de la empresa y la percepción del mercado sobre la misma. Sin embargo dada la disponibilidad de datos nos hemos visto obligados de nuevo a centrar estos análisis en Reino Unido y Alemania.

En primer lugar hemos diferenciado entre empresas con beneficios y pérdidas (antes de deducir la amortización del fondo de comercio), sobre la base de que estudios previos han evidenciado que al ser las pérdidas menos persistentes el mercado valora de forma distinta el neto y el resultado, de tal modo que las pérdidas no son relevantes [Hayn, 1995]. La Tabla 6 proporciona los resultados del análisis de precios; tal y como se muestra en los dos paneles, el resultado es significativo sólo para los casos con beneficios, de forma que se confirma que las pérdidas carecen de relevancia valorativa. Los fondos propios resultan relevantes tanto para empresas con pérdidas como con beneficios (y en Reino Unido es mayor el coeficiente de las empresas con pérdidas), el fondo de comercio es siempre significativo excepto en las empresas alemanas que tienen beneficios (lo que podría explicar el elevado coeficiente de los fondos propios en esta submuestra, mayor que el de las empresas alemanas con pérdidas, y mayor que el de las británicas con beneficios). Así pues, considerados conjuntamente los fondos propios excluido el fondo de comercio y el fondo de comercio, se observa que son más relevantes en las empresas con pérdidas. Además la amortización del fondo de comercio carece de relevancia en todos los casos examinados. Es decir que incluso aunque las empresas tengan pérdidas no se considera que el fondo de comercio sea un activo que pierde valor de forma sistemática.

TABLA 6
REGRESIONES DEL MODELO DE PRECIOS POR BENEFICIOS/PÉRDIDAS

Modelo de Regresión ¹:

$$CM_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 FPEFC_{jt} + \alpha_2 FC_{jt} + \alpha_3 RAAFC_{jt} + \alpha_4 AFC_{jt} + \alpha_5 D_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

Panel A. Regresiones del Modelo de Precios por Beneficios/Pérdidas en Reino Unido								
	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	Adj. R ²	Obs.
	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)		
Beneficios	11,537 (1,191)	1,086 (4,206)***	1,278 (2,278)**	12,026 (5,837)***	-4,192 (-0,924)	-1,270 (-1,261)	0,616	1.353
Pérdidas	-7,942 (-0,814)	3,283 (3,661)***	2,902 (5,695)***	-0,899 (-1,073)	-4,290 (-1,516)	0,774 (0,473)	0,364	490
Todas	21,815 (1,952)*	1,948 (7,373)***	2,279 (4,937)***	3,993 (3,374)***	-0,337 (-0,067)	1,000 (0,880)	0,460	1.843
Panel B. Regresiones del Modelo de Precios por Beneficios/Pérdidas en Alemania								
	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	Adj. R ²	Obs.
	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)		
Beneficios	33,371 (2,570)**	1,636 (5,600)***	0,289 (0,780)	5,759 (2,433)**	3,715 (0,528)	-2,110 (-2,011)**	0,470	550
Pérdidas	15,270 (1,513)	1,074 (9,051)***	4,395 (3,254)***	-0,337 (-0,813)	-4,596 (-1,487)	-0,356 (-0,650)	0,328	118
Todas	51,252 (4,083)***	1,898 (9,874)***	0,658 (1,999)**	3,504 (2,798)***	4,702 (1,026)	-1,406 (-2,088)**	0,461	668

Nota: Los estadísticos t están basados en el estimador de White [1980].

***, ** y * denotan significatividad al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

¹ CM_{jt} es la capitalización de mercado de la empresa j al final del ejercicio t , $FPEFC_{jt}$ son los fondos propios excluido el fondo de comercio de la empresa j al final del ejercicio t , FC_{jt} es el fondo de comercio de la empresa j al final del ejercicio t , $RAAFC_{jt}$ es el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , AFC_{jt} es la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , y D_{jt} son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa j en el ejercicio t .

La Tabla 7 muestra el análisis de rentabilidad para los casos de beneficios y pérdidas. En Reino Unido la variable resultado es significativa en los casos de beneficios, también resulta significativo el cambio en la amortización del fondo de comercio, aunque el signo es positivo. Sin embargo, ninguna variable explica la rentabilidad en el caso de las empresas con pérdidas. Los resultados de Alemania coinciden en que la variable resultado es positiva y significativa sólo para las empresas con beneficios, pero tanto los cambios en el resultado como la amortización del fondo de comercio son significativos y negativos. Tampoco parece que las variables del modelo expliquen la rentabilidad en las empresas con pérdidas. Por otra parte debemos mencionar que el R^2 de las empresas con beneficios es sensiblemente mayor que el de las regresiones de empresas con pérdidas, tanto en las regresiones de precios como en las de rentabilidades.

TABLA 7
REGRESIONES DEL MODELO DE RENTABILIDADES POR BENEFICIOS/PÉRDIDAS

Modelo de Regresión ¹:

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 (RAAFC_{jt} / CM_{jt-1}) + \beta_2 (AFC_{jt} / CM_{jt-1}) + \beta_3 (\Delta RAAFC_{jt} / CM_{jt-1}) + \beta_4 (\Delta AFC_{jt} / CM_{jt-1}) + \beta_5 (D_{jt-1} / CM_{jt-1}) + \epsilon_{jt}$$

Panel A. Regresiones del Modelo de Rentabilidades por Beneficios/Pérdidas en Reino Unido								
	β_0 (t-stat.)	β_1 (t-stat.)	β_2 (t-stat.)	β_3 (t-stat.)	β_4 (t-stat.)	β_5 (t-stat.)	Adj. R^2	Obs.
Beneficios	-0,126 (-1,759)*	2,938 (3,571)***	4,483 (1,474)	0,561 (1,775)	16,264 (3,027)***	-0,908 (-1,485)	0,165	1.456
Pérdidas	0,060 (0,761)	-0,768 (-1,528)	-1,026 (-0,656)	0,818 (1,645)	2,446 (0,794)	0,123 (0,283)	0,001	460
Todas	0,173 (4,209)***	0,456 (1,214)	-1,390 (-0,732)	0,680 (2,157)**	9,874 (1,902)*	-0,394 (-0,844)	0,040	1.916
Panel B. Regresiones del Modelo de Rentabilidades por Beneficios/Pérdidas en Alemania								
	β_0 (t-stat.)	β_1 (t-stat.)	β_2 (t-stat.)	β_3 (t-stat.)	β_4 (t-stat.)	β_5 (t-stat.)	Adj. R^2	Obs.
Beneficios	0,007 (0,247)	1,647 (6,735)***	-2,213 (-2,235)**	-0,382 (-3,990)***	0,262 (0,360)	-0,175 (-0,430)	0,061	516
Pérdidas	-0,150 (-1,247)	0,252 (0,758)	-3,500 (-1,749)*	-0,135 (-0,885)	1,514 (1,592)	0,040 (0,531)	0,017	93
Todas	0,028 (1,040)	1,256 (8,613)***	-2,037 (-2,305)**	-0,295 (-3,599)***	0,344 (0,511)	0,021 (0,108)	0,078	609

Nota: Los estadísticos t están basados en el estimador de White [1980].
 ***, ** y * denotan significatividad al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

¹ R_{jt} es la rentabilidad de mercado de la empresa j en el ejercicio t , $RAAFC_{jt}$ es el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , AFC_{jt} es la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , $\Delta RAAFC_{jt}$ es la variación en el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa j desde el ejercicio $t-1$ hasta el ejercicio t , ΔAFC_{jt} es la variación en la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , D_{jt} son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa j en el ejercicio $t-1$, y CM_{jt} es la capitalización de mercado de la empresa j en el ejercicio $t-1$ corregida por las aportaciones netas de capital en el ejercicio t .

En definitiva al diferenciar entre empresas con beneficios y pérdidas se evidencia que los inversores se comportan de forma distinta ante las magnitudes contables fundamentales neto y resultado. Sin embargo, en general valoran el fondo de comercio, aunque no prestan atención a su amortización sea cual sea su situación. Con respecto al modelo de rentabilidades, el cambio en la amortización del fondo de comercio es una magnitud relevante para las empresas británicas con beneficios, aunque de nuevo se observa que el signo es positivo.

Por último hemos considerado si la existencia de un fondo de comercio no reconocido, entendiendo como tal la diferencia entre el valor de mercado y el valor en libros de los fon-

dos propios, condiciona la valoración que se hace del fondo de comercio reconocido. Para ello hemos dividido las muestras de Reino Unido y Alemania, en terciles atendiendo al ratio valor de mercado/valor en libros (*market-to-book*). La Tabla 8 proporciona los resultados del modelo de precios, y puede verse que tanto los fondos propios excluido el fondo de comercio, como el fondo de comercio, son significativos en todas las regresiones, observándose una lógica tendencia decreciente en sus coeficientes a medida que es menor el valor del ratio. No resulta sorprendente que el resultado no sea significativo en los grupos de menor capitalización bursátil. Así mismo se comprueba que la amortización del fondo de comercio no resulta significativa sea cual sea la submuestra que se considere (la única excepción sería el grupo británico de bajo ratio para el que el coeficiente es negativo y significativo sólo al 10%). Cabe destacar que el R^2 del grupo con mayor ratio en ambos países es sensiblemente menor que en los otros dos grupos. Esto es acorde con la idea de que la información contable es conservadora, de forma que da un tratamiento asimétrico a los acontecimientos que conllevan ganancias o pérdidas, de ahí que existan intangibles no registrados que sí valora el mercado.

TABLA 8
REGRESIONES DEL MODELO DE PRECIOS POR RATIO VALOR DE MERCADO/VALOR EN LIBROS

Modelo de Regresión ¹:

$$CM_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 FPEFC_{jt} + \alpha_2 FC_{jt} + \alpha_3 RAAFC_{jt} + \alpha_4 AFC_{jt} + \alpha_5 D_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

Panel A. Regresiones del Modelo de Precios por Ratio Valor de mercado/Valor en libros en Reino Unido								
	α_0 (<i>t</i> -stat.)	α_1 (<i>t</i> -stat.)	α_2 (<i>t</i> -stat.)	α_3 (<i>t</i> -stat.)	α_4 (<i>t</i> -stat.)	α_5 (<i>t</i> -stat.)	Adj. R^2	Obs.
Alto	33,617 (4,710)***	5,215 (9,335)***	3,587 (11,201)***	2,222 (1,393)	4,281 (1,438)	2,217 (1,970)	0,597	615
Medio	2,173 (0,835)	1,676 (12,200)***	1,965 (12,885)***	1,109 (2,852)***	1,490 (1,287)	-0,121 (-0,543)	0,947	614
Bajo	-3,299 (-1,685)*	0,978 (33,764)***	0,939 (10,027)***	0,000 (0,002)	-1,297 (-1,770)*	0,027 (0,357)	0,967	614
Todas	21,815 (1,952)*	1,948 (7,373)***	2,279 (4,937)***	3,993 (3,374)***	-0,337 (-0,067)	1,000 (0,880)	0,460	1.843
Panel B. Regresiones del Modelo de Precios por Ratio Valor de mercado/Valor en libros en Alemania								
	α_0 (<i>t</i> -stat.)	α_1 (<i>t</i> -stat.)	α_2 (<i>t</i> -stat.)	α_3 (<i>t</i> -stat.)	α_4 (<i>t</i> -stat.)	α_5 (<i>t</i> -stat.)	Adj. R^2	Obs.
Alto	80,197 (3,091)***	3,358 (8,844)***	2,701 (3,184)***	3,018 (2,009)**	4,752 (0,376)	-1,041 (-0,660)	0,488	222
Medio	2,367 (0,436)	1,975 (21,669)***	1,357 (7,086)***	-0,428 (-0,724)	2,538 (0,795)	-0,070 (-0,308)	0,966	223
Bajo	-9,817 (-1,912)*	1,020 (8,702)***	0,981 (7,773)***	0,284 (0,585)	-0,573 (-0,661)	-0,530 (-1,542)	0,932	223
Todas	51,252 (4,083)***	1,898 (9,874)***	0,658 (1,999)**	3,504 (2,798)***	4,702 (1,026)	-1,406 (-2,088)**	0,461	668

Nota: Los estadísticos *t* están basados en el estimador de White [1980].

***, ** y * denotan significatividad al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

¹ CM_{jt} es la capitalización de mercado de la empresa *j* al final del ejercicio *t*, $FPEFC_{jt}$ son los fondos propios excluido el fondo de comercio de la empresa *j* al final del ejercicio *t*, FC_{jt} es el fondo de comercio de la empresa *j* al final del ejercicio *t*, $RAAFC_{jt}$ es el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa *j* en el ejercicio *t*, AFC_{jt} es la amortización del fondo de comercio de la empresa *j* en el ejercicio *t*, y D_{jt} son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa *j* en el ejercicio *t*.

El análisis de rentabilidad se recoge en la Tabla 9. Sin embargo los resultados no ofrecen ninguna pauta de comportamiento para los tres grupos identificados. La amortización del

fondo de comercio parece ser oportuna cuando el ratio es elevado, pero el signo difiere entre Reino Unido y Alemania, el cambio en la amortización es significativo en los grupos de alto y medio ratio, en Alemania y Reino Unido respectivamente, y al igual que en otras regresiones en las que esta variable ha sido significativa, su signo es positivo.

TABLA 9
REGRESIONES DEL MODELO DE RENTABILIDADES POR RATIO VALOR DE MERCADO/VALOR EN LIBROS

Modelo de Regresión¹:

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 (RAAFC_{jt} / CM_{j,t-1}) + \beta_2 (AFC_{jt} / CM_{j,t-1}) + \beta_3 (\Delta RAAFC_{jt} / CM_{j,t-1}) + \beta_4 (\Delta AFC_{jt} / CM_{j,t-1}) + \beta_5 (D_{j,t-1} / CM_{j,t-1}) + \epsilon_{jt}$$

Panel A. Regresiones del Modelo de Rentabilidades por Ratio Valor de mercado/Valor en libros en Reino Unido								
	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	Adj. R ²	Obs.
	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)		
Alto	0,612 (6,257)***	-1,394 (-1,016)	16,920 (1,664)*	2,193 (1,523)	-8,981 (-0,882)	-4,095 (-2,245)**	0,056	638
Medio	-0,079 (-1,332)	1,932 (2,142)**	-5,699 (-2,105)**	0,186 (0,311)	24,251 (3,284)***	0,318 (0,823)	0,355	639
Bajo	-0,146 (-6,900)***	0,700 (5,504)***	0,973 (1,128)	-0,079 (-0,824)	-1,272 (-0,918)	0,508 (3,327)***	0,098	639
Todas	0,173 (4,209)***	0,456 (1,214)	-1,390 (-0,732)	0,680 (2,157)**	9,874 (1,902)*	-0,394 (-0,844)	0,040	1.916
Panel B. Regresiones del Modelo de Rentabilidades por Ratio Valor de mercado/Valor en libros en Alemania								
	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	Adj. R ²	Obs.
	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)	(t-stat.)		
Alto	0,298 (4,241)***	1,165 (3,955)***	-4,134 (-1,974)**	-0,197 (-1,377)	2,267 (2,230)**	-0,733 (-0,705)	0,023	203
Medio	-0,094 (-2,506)**	2,049 (4,646)***	1,168 (0,610)	-0,015 (-0,072)	-1,058 (-0,383)	-0,362 (-1,152)	0,224	203
Bajo	-0,202 (-6,683)	1,259 (7,496)***	-0,675 (-0,743)	-0,318 (-4,087)***	-0,922 (-1,021)	0,141 (1,197)	0,290	203
Todas	0,028 (1,040)	1,256 (8,613)***	-2,037 (-2,305)**	-0,295 (-3,599)***	0,344 (0,511)	0,021 (0,108)	0,078	609

Nota: Los estadísticos t están basados en el estimador de White [1980].
 ***, ** y * denotan significatividad al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

¹ R_{jt} es la rentabilidad de mercado de la empresa j en el ejercicio t , $RAAFC_{jt}$ es el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , AFC_{jt} es la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , $\Delta RAAFC_{jt}$ es la variación en el resultado antes de amortización del fondo de comercio de la empresa j desde el ejercicio $t-1$ hasta el ejercicio t , ΔAFC_{jt} es la variación en la amortización del fondo de comercio de la empresa j en el ejercicio t , $D_{j,t-1}$ son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa j en el ejercicio $t-1$, y $CM_{j,t-1}$ es la capitalización de mercado de la empresa j en el ejercicio $t-1$ corregida por las aportaciones netas de capital en el ejercicio t .

En definitiva, y a pesar de algunas inconsistencias detectadas (especialmente en el análisis de rentabilidades) no parece que la valoración que los inversores hacen del fondo de comercio pagado y su amortización esté condicionada por la percepción que tienen del potencial de crecimiento de la empresa. De forma consistente consideran el fondo de comercio como un activo, pero ignoran su amortización y tan sólo en ciertos casos de elevada capitalización de mercado consideran el cambio en la misma como una señal positiva sobre la evolución del negocio.

4. CONCLUSIONES

En este trabajo se analiza la relevancia para la determinación de los precios del fondo de comercio y de su amortización en un contexto europeo. Esta investigación está motivada

por los cambios que primero el FASB y seguidamente el IASB han introducido en la contabilización de las combinaciones de negocios y en la amortización del fondo de comercio que surge en estas transacciones. Los cambios realizados en las normas contables en Estados Unidos provocaron una cierta reacción en las empresas de otros países que argumentaron la existencia de consecuencias económicas a menos que se siguiera un criterio similar al adoptado en aquel país. Finalmente el IASB emitió la NIIF 3, que va en la misma línea que los SFAS 141 y 142, de forma que se obliga a utilizar el método de compra y se prohíbe la amortización del fondo de comercio.

En este trabajo hemos adoptado un enfoque europeo de forma que en el estudio se incluyen empresas no financieras de los siguientes países: Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Reino Unido; que son los países que cuentan con los mercados de valores más desarrollados en la Unión Europea. El periodo analizado abarca los años 1997-2001. A diferencia de otros trabajos previos hemos utilizado modelos de precios y de rentabilidades, con la idea de captar tanto la relevancia como la oportunidad de la información contable para el mercado.

Nuestros resultados evidencian que, a pesar de las diferencias institucionales y contables entre los países examinados, el fondo de comercio es una partida relevante para los inversores, mientras que su amortización carece de valor para la formación de los precios. Además nuestros resultados sugieren que la amortización del fondo de comercio no es oportuna, lo que no resulta sorprendente dada su forma de cálculo, y tampoco lo son en general los cambios en esta variable, aunque en determinados casos sí resulta significativa, si bien su signo positivo sugiere que es interpretada como una buena señal sobre el futuro. Por otra parte, los análisis de sensibilidad permiten en su conjunto descartar que los resultados dependan de la situación económica de la empresa o de la percepción que los inversores tienen de la misma.

Así pues, en nuestra opinión, los resultados obtenidos considerados globalmente confirman la racionalidad de las decisiones tomadas por el FASB y el IASB en relación con la obligación de emplear el método de compra para registrar las combinaciones de empresas y la no amortización del fondo de comercio reconocido en la transacción.

Como sucede habitualmente en cualquier investigación empírica, ésta no está exenta de limitaciones. En primer lugar, el periodo analizado no es muy largo, se limita a cinco años lo que podría restar robustez a los resultados. En segundo lugar, la escasez de datos para la mayoría de países ha impedido hacer particiones de las muestras, excepto para Alemania y Reino Unido, es evidente que de haberlo hecho los resultados ganarían en solidez. En tercer lugar, se ha empleado una versión restringida del modelo de Ohlson [1995] en el que se omite la variable «otra información», qué duda cabe que considerarla, por ejemplo a partir de las predicciones de los analistas financieros, las cuales incorporan información adicional a la contabilizada por la entidad, podría enriquecer las conclusiones del trabajo. Se trata de una posibilidad a explorar en futuras investigaciones.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKBAR, S., y STARK, A. [2003]: Discussion of Scale and Scale Effects in Market-based Accounting Research, *Journal of Business Finance and Accounting*, 30 (1) & (2), January-March: 57-72.
- AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE [2001]: «Equity Valuation Models and Measuring Goodwill», *Accounting Horizons*, 15 (2), June: 161-170.

AMIR, E.; HARRIS, T. S., y VENUTI, E. K. [1993]: «A Comparison of the Value-Relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations», *Journal of Accounting Research*, Supplement: 230-264.

ARCE, M., y MORA, A. [2002]: «Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value», *The European Accounting Review*, 3 (11): 573-599.

AYERS, B. C.; LEFANOWICZ, C. E.; y ROBINSON, J. R. [2000]: «The Financial Statement Effects of Eliminating the Pooling-of-Interests Method of Acquisition Accounting», *Accounting Horizons*, 14 (1): 1-19.

BARTH, M. E., y CLINCH, G. [1996]: «International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices: Evidence from U.K., Australian, and Canadian Firms», *Contemporary Accounting Research*, 13 (1): 135-170.

BARTH, M. E., y CLINCH, G. [2005]: *Scale Effects in Capital Markets-Based Accounting Research*, Working Paper (Stanford University).

BARTH, M. E., y KALLAPUR, S. [1996]: The Effects of Cross-Sectional Scale Differences on Regression Results in Empirical Accounting Research, *Contemporary Accounting Research*, 13 (2): 527-567.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H., y LANDSMAN, W. R. [2001]: «The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View», *Journal of Accounting and Economics*, 31: 77-104.

BARTOV, E.; GOLDBERG, S. R., y KIM, M-S. [2001]: «The Valuation-relevance of earnings and cash flows: an International Perspective», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12 (2): 103-132.

BROWN, S.; LO, K., y LYS, T. [1999]: Use of R² in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades, *Journal of Accounting and Economics*, 28: 83-115.

BROWN, W. D.; TUCKER, K. J., y PFEIFFER, R. J. [1999]: *A Prospective Look at the Usefulness of Separately Reporting Goodwill Charges: An Evaluation of 'Cash Earnings'*, Working Paper (University of Massachusetts).

CAHAN, S. F.; COURTENAY, S. M.; GRONEWOLLER, P. L., y UPTON, D. R. [2000]: «Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures», *Journal of Business Finance and Accounting*, 27 (9), November-December: 1.273-1.301.

CHENG, C. S. A.; FERRIS, K. R.; HSIEH, S., y SU, Y. [2005]: «The Value Relevance of Earnings and Book value under Pooling and Purchase Accounting», *Advances in Accounting*, Vol. 21: 25-59.

EASTON, P. D., y HARRIS, T. S. [1991]: «Earnings as an Explanatory Variable for Returns», *Journal of Accounting Research*, 29, spring: 19-36.

EASTON, P. D., y PAE, P. [2002]: *Accounting Conservatism and the Regression of Returns on Earnings and Earnings Changes*, Working Paper (The Ohio State University).

EASTON, P. D., y SOMMERS, G. A. [2003]: Scale and the Scale Effects in Market-based Accounting Research, *Journal of Business Finance and Accounting*, 30 (1) & (2), January-March: 25-55.

FAMA, E. F., y MACBETH, J. D. [1973]: «Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests», *Journal of Political Economy*, 71: 607-636.

FÉDÉRATION DES EXPERTS COMPTABLES EUROPÉENS [2002]: *FEE Survey on Business Combinations*, March.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD [2001a]: «Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º 141», *Business Combinations*, FASB, Stamford, FASB.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD [2001b]: «Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º 142», *Goodwill and Other Intangible Assets*, FASB, Stamford, FASB.

FRANCIS, J., y SCHIPPER, K. [1999]: «Special Section on the Relevance of Financial Statements – Have Financial Statements Lost their Relevance?», *Journal of Accounting Research*, 37 (2): 319-352.

- GARCÍA LARA, J. M., y GRAMBOVAS, C. [2005]: «An empirical assessment of proposed solutions for resolving scale problems in accounting research», *Paper presented at the 29th EAA Congress (Dublin)*.
- GARCÍA-LARA, J. M., y MORA, A. [2004]: «Balance Sheet versus Earnings Conservatism in Europe», *The European Accounting Review*, 13 (2): 261-292.
- GINER, B., y REVERTE, C. [2001]: «Valuation Implications of Capital Structure: A Contextual Approach», *The European Accounting Review*, 10 (2): 291-314.
- GOODWIN, J., y AHMED, K. [2006]: «Longitudinal Value Relevance of Earnings and Intangibles Assets: Evidence from Australian Firms», *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15: 72-91.
- HAYN, C. [1995]: «The Information Content of Losses», *Journal of Accounting and Economics*, 20: 125-153.
- HENNING, S. L.; LEWIS, B. L., y SHAW, W. H. [2000]: «Valuation of the Components of Purchased Goodwill», *Journal of Accounting Research*, 38 (2): 375-386.
- HIGSON, C. J. [1998]: «Goodwill», *British Accounting Review*, 30 (2): 141-158.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD [2004a]: *International Financial Reporting Standard*, IFRS 3 «Business Combinations», IASCF, London, March.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD [2004b]: *Basis for Conclusions on International Financial Reporting Standard*, IFRS 3 «Business Combinations», IASCF, London, March.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE [1998]: *International Accounting Standard IAS 22 (revised 1998)*, «Business Combinations», IASC, London.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE [1989]: *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, IASC, London.
- JENNINGS, R.; LECLERE, M. J., y THOMPSON II, R. B. [2001]: «Goodwill Amortization and the Usefulness of Earnings», *Financial Analysts Journal*, 57 (5), September/October: 20-28.
- JENNINGS, R.; ROBINSON, J.; THOMPSON II, R. B., y DUVAL, L. [1996]: «The Relation between Accounting Goodwill Numbers and Equity Values», *Journal of Business Finance & Accounting* 23 (June): 513-533.
- LARRÁN JORGE, M.; MONTERREY MAYORAL, J., y MULERO MENDIGORRI, E. [2000]: «Una evaluación Empírica del Fondo de Comercio», *Revista de Contabilidad*, 3 (5): 101-126.
- LIVNAT, J. [2000]: Discussion: The Ohlson Model: Contributions to Valuation Theory, Limitations and Empirical Applications, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 15: 368-370.
- LO, K., y LYS, T. [2000]: The Ohlson Model: Contributions to Valuation Theory, Limitations and Empirical Applications, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 15: 337-367.
- MCCARTHY, M. G., y SCHNEIDER, D. K. [1995]: «Market Perception of Goodwill: Some Empirical Evidence», *Accounting and Business Research*, winter: 69-81.
- MCLEAY, S., y TRIGUEIROS, D. [2002]: «Proportionate Growth and the Theoretical Foundations of Financial Ratios», *Abacus*, 38 (3): 297-316.
- MOEHRLE, S. R.; REYNOLDS-MOEHRLE, J. A.; y WALLACE, J. S. [2001]: «How informative are earnings numbers that exclude goodwill amortization?», *Accounting Horizons*, 15 (3): 243-255.
- OHLSON, J. A. [1995]: «Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation», *Contemporary Accounting Research*, spring, 11(2): 661-687.
- OHLSON, J. A. [1999]: «On Transitory Earnings», *Review of Accounting Studies*, 4: 145-162.
- REES, W. P. [1997]: «The Impact of Dividends, Debt, and Investment on Valuation Models», *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (7) & (8), September: 1.111-1.140.
- STARK, A. W. [1997]: «Linear Information Dynamics, Dividend Irrelevance, Corporate Valuation and the Clean Surplus Relationship», *Accounting and Business Research*, 27 (3): 219-228.

STRONG, N. C.; y WALKER, M. [1993]: «The Explanatory Power of Earnings for Stock Returns», *The Accounting Review*, 68 (2): 385-399.

VINCENT, L. [1997]: «Equity Valuation Implications of Purchase versus Pooling Accounting», *Journal of Financial Statement Analysis*, summer: 5-19.

WHITE, H. [1980]: «A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity», *Econometrica*, May: 817-838.

Discusión

sobre

La relevancia del fondo de comercio y su amortización en el mercado de capitales: una perspectiva europea

Domingo García Pérez de Lema *. Universidad Politécnica de Cartagena

Carmelo Reverte Maya *. Universidad Politécnica de Cartagena

1. OBJETIVOS Y APORTACIONES RELEVANTES DEL TRABAJO

El trabajo de Giner y Pardo aborda un tema muy interesante y de gran actualidad como es la relevancia valorativa del fondo de comercio y de su amortización en un contexto europeo, aspecto éste último que le confiere un gran valor en la medida que la literatura previa se ha centrado fundamentalmente en EE.UU. En concreto, para el periodo 1997-2001, se consideran los siguientes países: Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Reino Unido. La investigación realizada está motivada por los recientes cambios normativos a nivel internacional introducidos en la contabilización de las combinaciones de negocios y en la amortización del fondo de comercio que surge en estas transacciones. Así, la NIIF 3 sobre combinaciones de negocios, siguiendo la línea de las normas contables estadounidenses, en concreto de los SFAS 141 [FASB, 2001a] y 142 [FASB, 2001b], ha eliminado el método de unificación de intereses y, en paralelo, ha abolido la amortización del fondo de comercio, sustituyendo dicha amortización por una prueba periódica de deterioro de valor. Esta eliminación de amortizar el fondo de comercio se ha justificado de muy diversas formas, desde la incertidumbre y consiguiente arbitrariedad para estimar la vida útil a la falta de relevancia de esta cifra para los inversores⁽¹⁾. En este sentido, el análisis de la relevancia y oportunidad de la amortización sistemática del fondo de comercio realizado en el trabajo de Giner y Pardo es muy pertinente con el fin de conocer si el mencionado cambio normativo introducido por la NIIF 3 ha sido no sólo conceptualmente robusto sino también ajustado a la opinión de los usuarios. Es evidente que si la amortización del fondo de comercio hubiera sido hasta ahora una partida relevante para la valoración de las acciones de una empresa, su sustitución por una prueba de deterioro de valor podría ser discutible, mientras que si no fuera relevante cabría suponer que su reemplazo por otra medida de la pérdida de valor podría mejorar la calidad de la información. Como se indica en el trabajo, para valorar la mayor idoneidad de la prueba de deterioro de valor frente a la amortización sistemática, habrá que esperar a disponer de datos post-NIIF 3 para com-

* Correspondencia: Facultad de Ciencias de la Empresa. Universidad Politécnica de Cartagena. Paseo Alfonso XIII 50. 30203 Cartagena (Murcia). Tel. +34 968325606. E-mail: domilema@upct.es.

(1) Dado que en EE.UU el SFAS 142 entró en vigor para los ejercicios a partir del 15/12/2001, ya existen una serie de trabajos que han analizado el contenido informativo de los deterioros de valor del fondo de comercio para el caso estadounidense [Li, Shroff y Venkataraman, 2005; Bens y Heltzer, 2005; Chen, Kohlbeck y Warfield, 2006]. En términos generales, estos trabajos evidencian la relevancia de dicha prueba de deterioro de valor.

probar cuál de las dos medidas presenta una mayor asociación estadística con los precios o rentabilidades bursátiles.

El trabajo de Giner y Pardo presenta una serie de aportaciones relevantes con respecto a la literatura previa. En primer lugar, además de analizarse la relevancia de la amortización del fondo de comercio mediante el uso de modelos de precios, se examina también su oportunidad a través del efecto que sobre la rentabilidad bursátil tienen los cambios en esta partida (modelos de rentabilidades), lo que permite analizar mejor el papel de dicha partida dada la diferente utilidad de cada modelo. Así, mientras los modelos de precios captan la relevancia, los de rentabilidades consideran la oportunidad, y en ellos se considera no sólo la amortización sino los cambios en la misma, lo que no ha sido investigado en la literatura previa relativa al fondo de comercio. En segundo lugar, los modelos utilizados están basados en el modelo de Ohlson [1995], mientras que los trabajos previos generalmente han utilizado modelos de precios o de rentabilidades de tipo *ad hoc*. Por último, se lleva a cabo un análisis de sensibilidad que trata de captar si los inversores muestran distinta actitud ante empresas con pérdidas y con beneficios y ante empresas con distinta ratio valor de mercado/valor en libros.

A continuación, vamos a realizar una serie de comentarios más específicos sobre el estudio, algunos de los cuales fueron planteados durante su presentación en la I Jornada de la *REFC*.

2. COMENTARIOS AL TRABAJO

Como sucede habitualmente en cualquier investigación empírica que maneja datos de distintos países y que toma datos de mercado como variables dependientes (ya sean precios o rentabilidades bursátiles), los resultados obtenidos pueden estar sesgados por las diferencias entre países en el tamaño y eficiencia de los mercados de valores. En este sentido, con el fin de mitigar en la medida de lo posible este problema, hubiera sido conveniente introducir alguna variable de control que refleje dichas diferencias, como, p.ej, la ratio capitalización bursátil/producto interior bruto [Hail y Leuz, 2006]. Asimismo, las diferencias en las características específicas de las empresas dentro de cada país en cuanto a tamaño, crecimiento, etc. también pueden distorsionar los resultados obtenidos. En este sentido, el análisis de sensibilidad realizado en el trabajo aborda parcialmente esta problemática, al segmentar en cada país la muestra de empresas según dos atributos: el signo del resultado y el valor del ratio *book-to-market* (subrogado del fondo de comercio no reconocido). Sin embargo, como hacen Arce y Mora [2002], se podría haber profundizado algo más en este análisis contextual, segmentando las empresas por tamaño (medido, p. ej., a partir de la capitalización bursátil o el activo total) y por otras variables que midan el crecimiento (como el crecimiento en la cifra de ventas o el ratio precio/beneficio).

En cuanto a los modelos utilizados, como se indica en las limitaciones del trabajo, se ha empleado una versión restringida del modelo de Ohlson [1995] en el que se omite la variable «otra información». En este sentido, la consideración de dicha variable mediante la utilización de las predicciones de resultados de los analistas financieros, las cuales incorporan información adicional a la estrictamente contable, podría enriquecer las conclusiones del trabajo.

Asimismo, como suele suceder en este tipo de estudios con muestras tan heterogéneas y de tan dispar tamaño, se observan ciertas inconsistencias en los resultados según el país ana-

lizado. Así, en la Tabla 4 puede comprobarse cómo los coeficientes asociados a la variable fondos propios son bastante superiores a la unidad en algunos países (como, p. ej., Reino Unido, Francia, Bélgica y Alemania), lo que, como se indica en el apartado 3.1.1., no es coherente con la racionalidad económica del modelo de Ohlson [1995]. Además, como se señala en el apartado 3.3. al explicar los resultados obtenidos, en la medida que el neto es un subrogado del valor de liquidación y que tanto el fondo de comercio como el resultado son subrogados de los futuros flujos de efectivo, cabría esperar que el coeficiente del neto fuera menor que el de los otros dos. Sin embargo, en la Tabla 4 se observa que en determinados países como Alemania y Bélgica ocurre lo contrario, esto es, el coeficiente asociado al fondo de comercio (α_2) es menor que el del propio neto (α_1). En este sentido, sería interesante el intentar analizar las posibles causas de estos resultados.

Por último, otro aspecto que fue señalado en el Encuentro para mejorar el trabajo es la introducción de técnicas de datos de panel con el fin de tener en cuenta de forma explícita la heterogeneidad o variabilidad entre las distintas empresas al permitir que los coeficientes de los regresores varíen de acuerdo con las empresas o con el tiempo. Como señalan Grambovas et al. (2006:356), «el estimador agregado MCO ignora la estructura de panel de los datos y trata las observaciones como serialmente no correlacionadas para una determinada empresa y asume que los términos de error son homoscedásticos entre empresas y a lo largo del tiempo». Grambovas *et al.* [2006] introducen las técnicas de datos de panel para analizar las diferencias en el conservadurismo del resultado entre los países de la Unión Europea y EE.UU. En la línea de este último trabajo, hubiera resultado interesante comparar los resultados obtenidos con el MCO agregado con los derivados de la utilización de técnicas de datos de panel.

3. CONCLUSIONES

El trabajo de Giner y Pardo aborda un tema muy pertinente como es la relevancia valorativa del fondo de comercio y de su amortización en un contexto europeo a raíz de los recientes cambios normativos a nivel internacional introducidos por la NIIF 3 [IASB, 2004]) en la contabilización de las combinaciones de negocios y en la amortización del fondo de comercio que surge en estas transacciones. Dichos cambios introducidos por la NIIF 3 han seguido la línea de las normas contables estadounidenses (SFAS 141 [FASB, 2001a] y 142 [FASB, 2001b]), que han eliminado el método de unificación de intereses y, en paralelo, han abolido la amortización del fondo de comercio, sustituyendo dicha amortización por una prueba periódica de deterioro de valor. Sin embargo, a pesar de que los resultados del trabajo de Giner y Pardo evidencian que la amortización del fondo de comercio no es relevante para los inversores, habrá que esperar a disponer de datos post-NIIF 3 para valorar la mayor relevancia de la prueba periódica de deterioro de valor propuesta en dicha norma para el caso de las empresas de la Unión Europea, como sugieren —en líneas generales— los resultados de los estudios realizados hasta la fecha en el ámbito norteamericano.

REFERENCIAS

Arce, M. y Mora, A. (2002): «Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value», *European Accounting Review*, Vol. 11, n.º 2: 573-600.

BENS, D. A., y HELTZER, W. [2005]: «The information content and timeliness of fair value accounting: An examination of goodwill write-offs before, during and after implementation of SFAS 142», *Working paper*; University of Chicago.

CHEN, C.; KOHLBECK, M., y WARFIELD, T. [2006]: «Goodwill valuation effects of the initial adoption of SFAS 142», *Working paper*; University of Wisconsin, Madison.

GRAMBOVAS, C.; GINER, B., y CHRISTODOULOU, D. [2006]: «Earnings conservatism: Panel data evidence from the EU and the US», *Abacus*, 42 (3&4): 354-378.

HAIL, L., y LEUZ, C. [2006]: «International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?», *Journal of Accounting Research*, 44(3): 485-531.

LI, Z.; SHROFF, P., y VENKATARAMAN, R. [2005]: «Goodwill impairment loss: Causes and consequences», *Working paper*; University of Minnesota.