



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Finanzas
Curso 2014/2015

La Relevancia Valorativa de los Intangibles en el Ibex35

VALUE RELEVANCE OF INTANGIBLES FOR IBEX35

Realizado por la alumna D^a Natalia Giraldo Rubio

Tutelado por la profesora Dra. M^a Teresa Tascón Fernández

León, a 15 de diciembre 2014

ÍNDICE DE CONTENIDOS

Resumen del trabajo	6
Palabras clave	6
1. INTRODUCCIÓN	8
2. OBJETO DEL TRABAJO	9
2.1. DEFINICIÓN DE LOS OBJETIVOS	9
2.2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA PLANTEADO	9
2.3. APLICACIONES PRÁCTICAS DEL TRABAJO	10
3. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA	11
4. LA RELEVANCIA VALORATIVA	12
4.1. RELEVANCIA VALORATIVA: OBJETIVO.	14
4.2. PÉRDIDA DE RELEVANCIA DE LOS DATOS CONTABLES	15
5. LOS ACTIVOS INTANGIBLES	18
5.1. DEFINICIÓN DE ACTIVO INTANGIBLE	19
5.2. INTANGIBLES RECONOCIDOS Y NO RECONOCIDOS CONTABLEMENTE	23
5.3. LA RELEVANCIA VALORATIVA DE LOS INTANGIBLES	24
6. DESARROLLO DEL TRABAJO: PARTE EMPÍRICA Y RESULTADOS	25
6.1. SELECCIÓN DE LA MUESTRA	26
6.2. SELECCIÓN DE VARIABLES	28
6.3. METODOLOGÍA	31
6.3.1. Regresión lineal múltiple	31
6.4. ANÁLISIS DE REGRESIÓN LINEAL MÚLTIPLE	33
6.4.1. Estadísticos descriptivos	33
6.4.2. Modelo inicial	37
6.4.3. Modelo inicial y Fondo de Comercio	46
6.4.4. Modelo inicial e Intangibles	47
6.4.5. Modelo inicial y Amortización Intangible	49
6.4.6. Modelo inicial y Gastos de Explotación	50
6.4.7. Modelo alternativo	51
7. CONCLUSIONES	60

8. BIBLIOGRAFÍA _____	63
9. ANEXOS _____	73
ANEXO I. IBEX 35: DESCRIPCIÓN DEL ÍNDICE Y EVOLUCIÓN _____	73
ANEXO II. MODELO PREVIO _____	79
ANEXO III. MODELO INICIAL _____	81
ANEXO IV. MODELO ALTERNATIVO _____	83
ANEXO V. DATOS _____	86

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Estadísticos descriptivos	34
Tabla 2. Estadísticos Descriptivos. Winsorización 5%	35
Tabla 3. Tabla de correlaciones entre variables.....	35
Tabla 4. Variables introducidas/eliminadas del modelo inicial.....	39
Tabla 5. Estadísticos de colinealidad del modelo inicial	40
Tabla 6. Estadísticos sobre los residuos del modelo inicial.....	43
Tabla 7. Coeficientes del modelo inicial	44
Tabla 8. ANOVA del modelo inicial	45
Tabla 9. Resumen del modelo inicial.....	46
Tabla 10. Coeficientes del modelo inicial y fondo de comercio	46
Tabla 11. Resumen del modelo inicial y fondo de comercio.....	47
Tabla 12. Coeficientes del modelo inicial e intangibles	48
Tabla 13. Resumen del modelo inicial e intangibles	48
Tabla 14. Coeficientes del modelo inicial y amortización intangible.....	49
Tabla 15. Resumen del modelo inicial y amortización intangible.....	50
Tabla 16. Coeficientes modelo inicial y gastos de explotación	50
Tabla 17. Resumen del modelo inicial y gastos de explotación	51
Tabla 18. Coeficientes del modelo inicial alternativo	53
Tabla 19. ANOVA del modelo inicial alternativo	53
Tabla 20. Resumen del modelo inicial alternativo	54
Tabla 21. Variables introducidas/eliminadas en el modelo alternativo	55
Tabla 22. Coeficientes del modelo inicial alternativo e intangibles	56
Tabla 23. Coeficientes modelo inicial y fondo de comercio	57
Tabla 24. Variables excluidas del modelo inicial alternativo e intangibles.....	58
Tabla 25. ANOVA del modelo inicial alternativo e intangibles.....	59
Tabla 26. Resumen del modelo inicial alternativo e intangibles	60
Tabla 27. Componentes históricos del Ibex35 (2005-2013).....	76
Tabla 28. Resumen del modelo.....	79
Tabla 29. ANOVA del modelo	79
Tabla 30. Coeficientes del modelo	80

Tabla 31. Casos atípicos. Inmobiliaria Colonial 2008.....	80
Tabla 32. Estadísticos de colinealidad del modelo alternativo.....	83
Tabla 33. histograma de residuos del modelo alternativo	84
Tabla 34. Estadísticos sobre los residuos del modelo alternativo.....	85
Tabla 35. Datos de variables	86

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Residuos del modelo inicial.....	38
Gráfico 2. Histograma de residuos del modelo inicial.....	41
Gráfico 3. Gráfico P-P del modelo inicial	42
Gráfico 4. Evolución del Ibex35 d 2005 a 2013	75
Gráfico 5. Regresión parcial. Capitalización-Fondos propios.....	81
Gráfico 6. Regresión parcial. Capitalización-Resultado.....	81
Gráfico 7. Regresión parcial. Capitalización-Dividendo bruto	82
Gráfico 8. Gráfico de residuos del modelo alternativo.....	83
Gráfico 9. Gráfico P-P del modelo alternativo	84

Resumen del trabajo

Tomando como base el modelo de Resultados Anormales, este trabajo analiza la relevancia valorativa del patrimonio neto, los resultados y los dividendos en la formación de los precios de mercado de las empresas del Ibex35, durante el período 2005-2013. Posteriormente, se añaden al modelo las variables contables relativas a intangibles. Debido a la heterogeneidad de la muestra, en general, los intangibles no resultan significativos para explicar el precio. Sin embargo, una vez eliminados los valores extremos, los resultados indican que la amortización intangible es un inductor positivo y el fondo de comercio un inductor negativo del precio de mercado.

Palabras clave

Relevancia valorativa; Intangibles; IBEX 35.

Abstract

Starting from the Residual Income Model, this work analyzes the value relevance of equity, net income and dividends in the price formation of firms in the Ibex 35 index during the period 2005-2013. Then, accounting variables related to intangibles are added to the model. Due to the heterogeneity of the sample, intangibles are found not significant in explaining the price. Once some outliers are removed, our results indicate that the amortization of intangibles is a positive driver and the goodwill is a negative driver of market prices.

Key words

Value relevance; Intangibles; IBEX 35.

1. INTRODUCCIÓN

El análisis que presentamos a continuación está basado en la investigación contable referida al mercado de capitales. Los estudios de relevancia valorativa nos ayudan a poner de manifiesto la relación que existe entre determinadas variables recogidas por los estados financieros de las empresas y los precios de las acciones que cotizan en los mercados.

Esta es una línea de investigación que ha suscitado bastante interés a lo largo de los años puesto que es importante saber si la información que las empresas emiten de sí mismas es recogida por los inversores y queda reflejada en los precios de las acciones. Además, este tipo de estudios son importantes también para los organismos que regulan la información contable emitida por las empresas, puesto que son los encargados de velar porque esa información sea útil para los usuarios de la misma. Estos organismos se encargan de emitir las normas contables, donde se pone de manifiesto cuál es la información que debe ser incluida de forma obligatoria en los estados financieros. De esta forma, saber mediante este tipo de estudios qué variables resultan más o menos útiles al usuario de la información, ayudará a redactar unas normas u otras.

En nuestro trabajo analizamos la relevancia valorativa de diferentes magnitudes contables, tres en un modelo inicial: fondos propios, resultados y patrimonio neto, y posteriormente, cuatro variables relativas a los elementos intangibles en los que invierten las empresas: fondo de comercio, intangibles, amortización intangible y los gastos de explotación.

Existen evidencias empíricas de la relevancia valorativa de los activos intangibles para empresas que generalmente se engloban dentro de sectores más tendentes a la innovación, como pueden ser el tecnológico o el farmacéutico. Nosotros tomamos como muestra las principales empresas del mercado bursátil español, que forman parte del Ibex35, durante el periodo comprendido entre 2005 y 2013. Los resultados muestran que tomada la muestra completa, ninguna de las variables representativas de intangibles resulta significativa pero, una vez eliminados

algunos valores extremos en las variables de la muestra, tanto la amortización de los intangibles como el fondo de comercio resultan significativos.

2. OBJETO DEL TRABAJO

2.1. DEFINICIÓN DE LOS OBJETIVOS

El objetivo principal de este trabajo es hacer un estudio de la relevancia valorativa que tienen las principales variables contables publicadas por las empresas en sus cuentas anuales y que contienen información sobre intangibles.

Tomando como base el modelo de resultados anormales, escogemos como principales magnitudes contables los resultados, el patrimonio neto y los dividendos brutos. Después de analizar la literatura previa que existe sobre el tema, se establece de forma teórica una relación entre la variable dependiente y las independientes.

Más adelante realizamos un análisis empírico, a través de una regresión lineal múltiple que nos permite estudiar la relevancia valorativa de las magnitudes estudiadas.

Posteriormente, se lleva a cabo el estudio de la relevancia valorativa de los intangibles, añadiendo al modelo anterior las variables referidas a los intangibles que encontramos reflejadas en los estados financieros, para comprobar si la especificación del modelo mejora añadiéndolos, teniendo así relevancia a la hora de valorar las acciones o si, por el contrario, el modelo no mejora y por lo tanto no lo son.

2.2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA PLANTEADO

La contabilidad de las empresas trata de ofrecer información útil sobre el desempeño económico de las mismas. Numerosos artículos han puesto de manifiesto que la información contable está perdiendo relevancia a medida que el tiempo pasa.

Se citan numerosas razones para explicar el porqué de esta pérdida de relevancia, siendo el aumento de la inversión en activos intangibles una de ellas. En los últimos años, el progreso y el crecimiento de las empresas ha estado cada vez más ligado a este tipo de elementos que, si bien son tenidos en cuenta por los estados financieros de las empresas, no los recogen en su totalidad.

La mayor parte de los estudios que analizan la relevancia de los activos intangibles concluyen que son factores significativos para explicar la formación de los precios de las acciones. Generalmente, los estudios se realizan sobre empresas del sector tecnológico o sobre aquellos tendentes a una mayor innovación. Nuestro objetivo es saber si esta afirmación se puede hacer extensible a todas las empresas en general, independientemente del sector en el que operen. Por esta razón, hemos escogido como muestra las empresas que forman o han formado el Ibex35 durante los años 2005 a 2013.

2.3. APLICACIONES PRÁCTICAS DEL TRABAJO

Los estudios de relevancia valorativa son útiles para inversores, analistas, directivos de empresas, académicos... En definitiva, para todos los usuarios de la información contable.

Teniendo en cuenta la pérdida de relevancia de la información contable que ponen de manifiesto estudios realizados con anterioridad y atendiendo a una de las posibles causas de esta disminución, que es la creciente inversión en activos intangibles, es interesante analizar si éstos son significativos a la hora de tomar decisiones de inversión. Por tanto, una aplicación práctica del trabajo la encontramos en los inversores y analistas, que deben interpretar de forma acertada la información que se les aporta, de tal forma que les ayude a obtener rentabilidad de sus inversiones, o a tener una visión más clara de la valoración de una empresa.

Los organismos emisores de normas contables, también tienen en cuenta los estudios de relevancia valorativa, de tal forma que siguiendo los resultados que

arrojan, puedan redactar normas que ayuden a mejorar la utilidad de la información contable.

3. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA

Para llevar a cabo nuestro estudio, realizamos un modelo de regresión lineal múltiple basado en el modelo de resultados anormales.

Siguiendo lo expuesto por Tascón (2011), este modelo está basado en dos supuestos básicos. El primero es que hay que suponer que en el mercado no existen posibilidades de arbitraje y que los inversores son neutros en cuanto al riesgo, lo que hace que la tasa libre de riesgo sea igual al coste de capital. El valor de la empresa es una función que tiene en cuenta el valor que la empresa tiene en el mercado en un momento inmediatamente anterior, los dividendos y el coste de capital (modelo de descuento de dividendos). La segunda, es que el valor en libros de una empresa es igual al valor en el momento inmediatamente anterior más los beneficios de ese mismo período, menos los dividendos (relación de excedente limpio o *clean surplus*).

Combinando estos dos supuestos, se obtiene el modelo de resultados anormales del que hablábamos antes. Edwards y Bell (1961) y Ohlson (1995) han demostrado que se puede valorar una empresa sumando el valor en libros de una empresa y los resultados anormales futuros (habiéndolos llevado al momento actual).

Aplicando la relación de excedente limpio, el precio de las acciones se puede considerar el resultado de la relación lineal existente entre el beneficio, el valor en libros y los dividendos.

Siguiendo la especificación clásica del modelo, los dividendos deberían tener signo negativo, sin embargo, en los modelos especificados para medir la relevancia valorativa tiene sentido que tengan signo positivo. Que las empresas repartan dividendos generalmente está visto como algo positivo para el inversor, puesto que las señales que envía al mercado son que la empresa goza de buena salud y tiene expectativas de crecimiento. Análisis empíricos realizados con este tipo de modelos

como Giner y Pardo (2011) apoyan de forma consistente la relación positiva entre precios y dividendos.

4. LA RELEVANCIA VALORATIVA

Los estudios de relevancia valorativa tratan de contrastar de forma empírica la relevancia de una información.

Generalmente, las variables más fáciles de obtener son las contenidas en los datos contables que las empresas están obligadas a presentar en su informe anual. Este tipo de datos, que en empresas de cierto tamaño deben estar auditados, reflejan una imagen fiel de la empresa que ayudará a tomar decisiones de inversión.

Una de las múltiples formas de valorar las empresas es a partir de la información de mercado disponible para cada una de ellas, esto es, el precio al que cotizan o, dicho de otra forma, el precio al que el mercado está dispuesto a pagar sus acciones.

La teoría de los mercados eficientes, asociada a Fama (1965, 1970), dice que un mercado es eficiente si la competencia entre los individuos que intervienen en él lleva a una situación de equilibrio en la que el precio de un título en el mercado es una buena estimación de su valor en libros. Los precios de las acciones que se negocian en un mercado financiero eficiente reflejan toda la información que existe y se ajustan de forma rápida a los nuevos datos que puedan aparecer.

La hipótesis se presenta en tres formas distintas: forma débil, forma semifuerte y forma fuerte. Cada una de ellas tiene implicaciones distintas para el funcionamiento de los mercados:

- *Hipótesis débil.* La cotización de las acciones se debe a la información pasada contenida en las series históricas de precios, por lo tanto, no es posible hallar

estrategias que permitan superar al mercado utilizando esta información porque todos los participantes sabrán interpretarla.

- *Hipótesis semifuerte.* Expone que un mercado es eficiente cuando los precios reflejan la información pasada, pero también toda la información hecha pública acerca de una empresa o de su entorno y que pueda afectar a cada título (informes de resultados, anuncios de dividendos, variaciones del tipo de interés, etc.). Los precios de las acciones se ajustan a toda la información que se ha hecho pública. La única forma de lograr batir al mercado es a través de la utilización de información privilegiada.
- *Hipótesis fuerte.* El precio de los activos refleja toda la información, tanto pública como privada, por lo tanto, nadie puede obtener un rendimiento superior al del mercado.

Teniendo en cuenta la versión semifuerte de esta teoría, numerosos estudios ya desde mediados de siglo han intentado estudiar la relación existente entre los estados contables y la cotización de las acciones de las empresas.

Los primeros estudios de relevancia valorativa trataban de analizar si la información contable era útil basándose en el comportamiento agregado del mercado y la hipótesis de eficiencia. Resultaba relevante si se incorporaba a los precios en el momento de su anuncio, es decir si había una relación causa-efecto entre la publicación de la información y las reacciones del mercado.

A partir de los noventa, este tipo de investigación empírica se orienta de otra forma. No se trata de medir la relación causa-efecto que la publicación de las cuentas pueda tener con la variación de los precios, sino que se realizan modelos de regresión tomando datos de períodos más largos para analizar si existe, o no, una relación entre la información contable y la de mercado.

4.1. RELEVANCIA VALORATIVA: OBJETIVO.

El principal objetivo de un estudio de relevancia valorativa es poner de manifiesto la relación que pueda existir entre la capitalización bursátil de las empresas con determinadas variables contenidas en la información financiera que estas empresas publican.

Un dato contable es relevante a la hora de valorar una empresa si tiene capacidad para influir en el comportamiento de los precios y, por lo tanto, de los usuarios de la información contable dispuestos a invertir. De esta forma, también sería una variable importante a la hora de estimar el valor futuro de mercado de una acción.

Para realizar este tipo de estudios generalmente se plantea una regresión lineal múltiple que nos permite evaluar, de forma empírica, el grado de influencia de cada una de las variables contables que se proponen para la estimación del precio de mercado de las acciones.

Existen numerosos ejemplos de estudios de relevancia valorativa. Uno de los pioneros es el realizado por Ball y Brown en 1968. En este estudio, los autores explican la influencia que puede llegar a tener la publicación de los resultados en la cotización de las acciones. Concluyen explicando que los beneficios son importantes para la toma de decisiones llevada a cabo por los inversores, es decir, afectan positivamente cuando aumentan y negativamente en el caso contrario. Por lo tanto, pueden afirmar que los resultados publicados en la información contable son relevantes desde un punto de vista valorativo.

Es importante destacar en este punto, que ha existido siempre cierta controversia al valorar los resultados aportados por este tipo de trabajos. Generalmente las conclusiones han sido poco consistentes, debido a los diversos resultados obtenidos (García y Martínez, 2003).

Lev (1989) apunta que la pobre capacidad de los modelos estudiados para explicar los precios de las acciones puede deberse a que se esté utilizando una metodología poco adecuada, a la limitada utilidad de la cifra de resultados o a que la hipótesis de eficiencia de los mercados no se cumple. Zacks (2011) recoge numerosas anomalías de mercado como el “efecto enero” o “el efecto vacaciones”, que ponen en evidencia las excepciones o casos en los que se incumple la teoría de los mercados eficientes. En cuanto a la metodología que se utiliza, Lev (1989) la considera errónea por estudiar aspectos económicos seleccionando las variables sólo de forma estadística. La interpretación de los resultados resulta complicada, mientras que utilizando la teoría económica para seleccionar las variables, el problema habría quedado diluido. En cualquier caso, podría deberse a otras razones, como la baja fiabilidad de los beneficios publicados o su relación con los resultados futuros, el retraso y la manipulación en la publicación de los mismos, o incluso la irracionalidad de los inversores.

4.2. PÉRDIDA DE RELEVANCIA DE LOS DATOS CONTABLES

En las últimas décadas numerosos estudios ponen de manifiesto que la información contable tiene cada vez menos relevancia para la formación de los precios.

Lev y Zarowin (1999) investigan la utilidad de la información financiera para los inversores, usando la asociación estadística existente entre los datos contables, los precios de las acciones y la rentabilidad en los mercados de capitales. Al analizar la rentabilidad y los beneficios se hace evidente una reducción en la asociación de estas dos magnitudes. En los años cincuenta las variaciones en los resultados explican un 20% de las variaciones de los precios, mientras que en los años ochenta sólo un 7%.

Estos dos autores concluyen que la pérdida de utilidad de esta información está motivada por el cambio que han sufrido las empresas. La innovación, la competitividad o la desregulación tienen efectos sobre las operaciones de las empresas, que no se encuentran adecuadamente reflejados en las cuentas anuales.

Normalmente, las mayores inversiones que provocan este cambio, como los costes de reestructuración y los costes de I+D, son llevados directamente a gastos de ejercicio, mientras que los beneficios de ese cambio se observan *a posteriori*. De esta forma, no se produce la correspondencia necesaria con los gastos de inversión previos que ha efectuado la empresa en cuestión (principio de correlación de ingresos y gastos).

Collins, Maydew y Weiss (1997) investigan los cambios sistemáticos en la relevancia valorativa de los beneficios y el valor en libros. Estos autores consideran que existen cuatro factores que afectan a los cambios en dicha relevancia: la creciente importancia de las empresas de servicios y de las basadas en tecnología que invierten en intangibles, la frecuencia y el tamaño de las cifras no periódicas, el efecto de los resultados negativos y el tamaño de las empresas. Estos autores comprueban que, en un período de cuarenta años comprendido entre 1953 y 1993, se produce una reducción de relevancia de los resultados, aunque aumenta la del patrimonio neto, por lo que conjuntamente la relevancia de los estados contables no ha descendido.

Francis y Schipper (1999) realizan un estudio para explicar las cotizaciones de las acciones en función de los beneficios y los fondos propios. Las conclusiones que obtienen son las mismas que anteriormente consiguieron Collins, Maydew y Weiss (1997): disminuye la relevancia de los rendimientos, pero aumenta la de los fondos propios.

Brown, Lo y Lys (1999) demuestran de forma empírica que el coeficiente de determinación (R^2) se ve influenciado por el tamaño de las observaciones. De esta forma, concluyen que las R^2 de las regresiones que se han hecho hasta la fecha del valor de mercado explicado por los beneficios y el patrimonio neto, ya sea de forma agregada o por acción, no es una medida fiable de relevancia valorativa. Sólo lo será en el caso de que los efectos de escala sean muy pequeños o se hayan controlado.

Estos autores repiten los estudios realizados tanto por Collins *et al.* (1997) como por Francis y Schipper (1999), controlando los efectos de escala, y la pérdida de relevancia valorativa se hace entonces evidente.

Ely y Waymire (1999) estudian el cambio en la relevancia valorativa a lo largo del tiempo en el período entre 1927 y 1993. Tratan de comprobar si la creación y reorganización de entidades emisoras de normas contables consigue que aumente la utilidad de la cifra beneficios para explicar los precios de las acciones a lo largo de ese período, pero no encuentran cambios significativos en la relevancia de esta cifra contable.

También existen trabajos que investigan la relevancia de los datos contables en el mercado español, como pueden ser los presentados por Cañibano, García-Ayuso y Rueda (2000) o más recientemente Alemany (2007). Estos trabajos concluyen que los beneficios y los fondos propios han perdido relevancia de forma individual y conjunta, aunque los beneficios siguen siendo la variable más importante cuando explican las variaciones del precio de las acciones.

Rojo, Sierra y Nieto (1999) estudian la pérdida de utilidad de los datos contables a partir de un ratio “valor de mercado/valor contable” para el entorno de los países que conforman la Unión Europea. Estos autores descubren que, para el conjunto de empresas de la Unión Europea, el valor de mercado se sitúa siempre por encima del valor contable. En este ratio la diferencia llega a ser tan grande que, de media, el valor de mercado supera en un 73% al valor contable de las empresas recogido en su balance. Además, la diferencia resulta mayor en aquellas empresas pertenecientes a sectores relacionados con la innovación o la tecnología, como pueden ser las empresas de telecomunicaciones, las farmacéuticas, las dedicadas a la electrónica o los medios de comunicación. Los autores concluyen que los balances de las empresas no tienen en cuenta elementos intangibles o información no financiera que la empresa pueda poseer, pero que los inversores son capaces de diferenciar. Los autores denominan este tipo de elementos “la realidad invisible”.

Cañibano, García-Ayuso y Sánchez (2000) estudian el mismo ratio. Exponen que el ratio se va haciendo cada vez mayor según el nivel de tecnología de la empresa, con inversiones grandes en activos intangibles. Analizan el ratio para una muestra de empresas cotizadas desde 1990 a 1996, a las que clasifican en tres carteras: de alto, medio o bajo nivel tecnológico. Los resultados encuentran un ratio

mayor para las empresas con alta tecnología, por lo tanto, confirman que los mercados asignan valor a los intangibles.

A partir de aquí, los autores realizan un análisis de regresión, siguiendo el modelo de precios, para las empresas españolas consideradas de alto nivel tecnológico, encontrando que los beneficios parecen no ser tenidos en cuenta mientras que el patrimonio neto sí. De esta forma, concluyen que los inversores pueden ver el patrimonio neto como una buena aproximación del precio de liquidación de las empresas, como posteriormente demuestran con unos coeficientes de patrimonio neto más alto en los años de recesión (1990-1993) que en el resto.

Mora y Vázquez (2001) corroboran, esta vez para una muestra tomada sobre los años 1991 a 1999, la pérdida de relevancia valorativa de magnitudes contables como los beneficios y el patrimonio neto.

Como resumen, podemos decir que la mayoría de los estudios realizados en este campo evidencian una pérdida de relevancia valorativa de la información financiera, y que algunos autores apuntan hacia el aumento de las inversiones en intangibles como la posible causa. Esta es la razón por la cual intentaremos evaluar la relevancia que tienen los intangibles para los inversores y si, con la inclusión de variables sobre intangibles, los modelos consiguen explicar mejor el valor de mercado de las acciones.

5. LOS ACTIVOS INTANGIBLES

Las teorías neoclásicas explican el crecimiento económico a partir del aumento del trabajo y del capital y, además, relacionan el aumento de productividad que no se puede explicar atendiendo a estos dos factores, con la evolución y el progreso y con la inversión en intangibles (Denison, 1967).

Los nuevos productos, el saber hacer del equipo directivo o el desarrollo de la tecnología son aspectos que, si bien no son tenidos en cuenta por los estados

financieros, están íntimamente ligados con los resultados de los flujos de caja futuros o la rentabilidad que se les exige a las acciones de una empresa.

5.1. DEFINICIÓN DE ACTIVO INTANGIBLE

Cañibano y Gisbert (2003) ponen de manifiesto que no existía, en la normativa contable española, una definición que abarcara el concepto de “activo intangible” en la normativa anterior a 2007, sino que se limitaba a enumerar todos los elementos que se clasificaban como “inmovilizado inmaterial” y cómo contabilizarlos.

El vigente PGC sigue sin dar una definición específica de lo que es un activo intangible, se limita a referirse a la definición de activo, “bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa resultantes de sucesos pasados, de los que se espera que la empresa obtenga beneficios o rendimientos económicos en el futuro”, añadiéndole además la característica de “identificabilidad”, es decir, que tiene que venir de derechos legales o contractuales, o bien, que se puedan separar del resto de la empresa, es decir, que el bien pueda ser arrendado, vendido, etc.

Además, deben cumplir los requisitos generales de reconocimiento de un activo recogidos en el marco conceptual (PGC 2007, marco conceptual, 5º, párr. 1), que son parecidos a los recogidos en la NIC 38 (2004): deben demostrar que es probable la obtención de beneficios económicos futuros procedentes de él, y su valor debe poder ser estimado de forma fiable.

Como aproximación al concepto de activo intangible, señalamos sus elementos diferenciadores. La característica más importante de este tipo de activos es que son de carácter inmaterial. No se pueden ver, ni tocar, pero se suponen generadores de beneficios futuros para la empresa. Esto nos lleva a otro atributo importante de este tipo de activos: el alto grado de incertidumbre que se asocia a los resultados que las empresas puedan obtener de ellos.

Según expone Damodaran (2009), aunque las empresas que basan su actividad en activos intangibles son diversas, poseen algunas características en común. A continuación señalamos algunos de esos factores que comparten y las consecuencias que esto tiene en cuanto a su valoración como empresas.

- *Contabilidad inconsistente para las inversiones hechas en activo intangible.* Una de las reglas básicas de la contabilidad es separar los gastos de explotación de las inversiones de capital. Cualquier operación que genere beneficios a lo largo de los años es una inversión de capital, mientras que si sólo los genera en el año operativo es un gasto de explotación. Los contables suelen tener muy claro cómo hacer esta distinción cuando la empresa realiza una labor industrial, es decir, colocan el equipamiento y los edificios en la columna de las inversiones y los sueldos y las materias primas en la columna de los gastos.

Cuando se trata de activos intangibles parecen ignorar estos principios. Los mayores desembolsos de dinero que hacen las empresas tecnológicas y farmacéuticas es en I+D, las de productos de consumo en su marca y publicidad y las consultorías en reclutamiento y formación de personal. Utilizando el argumento de que los beneficios son demasiado inciertos, los contables han tratado la mayor parte de estos gastos como si fuesen de explotación. Como consecuencia, las empresas que poseen activos intangibles muestran una menor inversión en capital, que afecta, claro está, a su tamaño y su potencial de crecimiento.

- *Generalmente poseen menos dinero prestado.* Esto puede ser una generalización que no afecte a alguna de las subcategorías de empresas con activos intangibles, pero muchas de ellas utilizan la deuda de forma esporádica y tienen bajos ratios de endeudamiento, comparadas con empresas de otros sectores con similares beneficios y flujos de caja. Mucha culpa de esto la tiene el hecho de que las

entidades financieras otorguen créditos contra activos que puedan enajenar en caso de impago, esto es, activos tangibles.

- *Opciones sobre acciones.* Aunque el uso de opciones sobre acciones no es único para empresas con activos intangibles, parecen utilizarlas como forma de compensación mucho más que las demás empresas. Esto se puede atribuir a que son empresas jóvenes, muy al principio de su ciclo de vida, aunque también es fácilmente atribuible a lo conscientes que son este tipo de empresas de la importancia de retener su capital humano.

Estas características provocan algunas consecuencias cuando tratamos de valorar esta clase de empresas:

- Si el crecimiento es una de las variables que mejor explican el grado de reinversión y la calidad de esa reinversión, el trato que los contables le dan al gasto en intangibles hace que sea difícil calibrar cualquiera de esos dos números. La reinversión que hacen las empresas queda oculta en gastos de explotación y además al no capitalizarlos en el activo provoca que el ROE quede mayor y no se ajuste a la realidad.
- Uso de información privilegiada. Una persona que esté dentro de una empresa que posea intangibles está en mejor posición para valorarlos, con lo cual se produciría una asimetría de información con respecto a un inversor externo.
- Además de todas las variables que afectan al riesgo en una compañía, éstas se enfrentan a uno añadido. Los valores de algunos intangibles

como el capital humano, pueden desaparecer de un día para otro si la empresa entra en problemas o su reputación queda dañada.

- Si los intangibles están sobrevalorados, pueden atraer a un mayor número de inversores, propiciando las burbujas especulativas, que pueden hacer perder mucho dinero a pequeños inversores cuando el precio de las acciones se reajusta (Sotomayor, 2005).
- Valorar una empresa puede ser más o menos difícil dependiendo del tipo de intangible que utilice. Valorar una empresa que ha desarrollado una patente es más fácil que una en la cual su mayor activo sea una ventaja competitiva que consiga gracias a su marca, y será mucho más fácil que valorar una empresa cuyo mayor intangible sea el capital humano.

Cañibano *et al.* (1999), aportan la siguiente definición: “los activos intangibles son fuentes de beneficios económicos futuros que carecen de sustancia física y están controlados por una empresa como resultado de acontecimientos o transacciones pasadas; ya sean de producción propia, compra u otro medio cualquiera de adquisición”.

En la literatura, se han venido utilizando diversos términos para referirse a este tipo de activos que las empresas poseen, estén o no reconocidos de forma contable. Rojo y Sierra (2000) apuestan por la utilización del término Capital Intelectual, para referirse a todos los tipos de activos intangibles: los reconocidos contablemente, los que están ocultos o no aparecen en los estados contables, el capital humano y el fondo de comercio, tanto el adquirido como el generado de forma interna.

A partir de aquí nosotros nos referimos a activos intangibles cuando hablamos de los que se reconocen en los estados financieros, y a capital intelectual cuando hablamos de los demás.

Algunos ejemplos de intangibles podrían ser: marcas, patentes, I+D, concesiones administrativas, *software*, derechos de autor, etc. Pero también, los relativos al capital intelectual: la experiencia, el conocimiento o la información que la empresa puede tener y poner en práctica para obtener beneficios.

5.2. INTANGIBLES RECONOCIDOS Y NO RECONOCIDOS CONTABLEMENTE

No todos los intangibles puedan ser capitalizados como activo, sino que tienen que cumplir una serie de requisitos para poder entrar a formar parte de un balance. Se pueden diferenciar dos categorías:

- Fondo de comercio. Representa el precio que se ha pagado al adquirir una empresa, por encima de su valor en libros, que se puede atribuir a su reputación, marca u otros intangibles a partir de los que se pueda conseguir una rentabilidad futura.
- Otros intangibles. Aquellos que se pueden adquirir por separado, o bien, que surjan de derechos legales o contractuales, independientemente de que sean transferibles o separables de la empresa. Pueden ser programas informáticos, derechos, licencias, carteras de clientes, etc.

Es decir, las empresas pueden reconocer como inversión un fondo de comercio si es de empresas que han comprado, pero no pueden introducir en el activo del balance el suyo propio. En cuanto a las marcas, los gastos de publicidad y promoción o, por ejemplo, la reubicación de la empresa en otro entorno, deberán ser llevados a la cuenta de resultados contabilizándolos como gasto, salvo que cumplan unas estrictas condiciones de activación.

Que ciertos activos no se puedan contabilizar de forma fiable no significa que no puedan aportar beneficios a las empresas. Desde principios de siglo han aparecido

empresas que cada vez más basan su negocio en este tipo de activos, por lo que reflejarlos contablemente se hace primordial.

Aun así, existen numerosas razones para no reconocer contablemente todos los integrantes de lo que Rojo y Sierra (2000) denominan capital intelectual. La medición fiable del valor de estos activos es complicada. Existe mucha incertidumbre sobre los beneficios que de ellos se puedan obtener que, además, son prácticamente imposibles de estimar con exactitud y entre los que no se puede establecer una relación de causa-efecto. La empresa podría incurrir en distorsiones de esa imagen fiel que pretende dar en los estados contables que publica, al capitalizar en sus balances activos dudosos o incluso que no existen. También existen numerosas dificultades para delimitar claramente el control y la propiedad que tiene la empresa sobre los mismos (Cañibano y Gisbert, 2007).

5.3. LA RELEVANCIA VALORATIVA DE LOS INTANGIBLES

Los sistemas contables actuales fracasan al intentar reflejar el valor y el desempeño de la empresa con los activos intangibles porque se reconocen sólo una pequeña parte de ellos en el balance.

La pérdida de relevancia de los estados financieros puede explicarse por el hecho de que omitir parte de los activos intangibles en los balances provoca un efecto que debilita la relación entre los resultados y valor de mercado de la empresa. Se debe, principalmente, a que se incumple la correlación de gastos e ingresos cuando las inversiones en intangibles se contabilizan directamente como gastos.

La mayor parte de los estudios realizados en este campo están referidos a estudiar la relevancia valorativa del fondo de comercio. Amir, Harris y Venutti (1993), Chauvin y Hirschey (1994) y McCarthy y Schneider (1995), son algunos de los autores que han estudiado esta variable, y evidencian la relación significativa y positiva que tiene ésta con el precio de las acciones.

Barth, Clement, Foster y Kasznik (1998), Ittner y Larcker (1998) y Black, Carnes y Vernon (1999), son otros de los autores que han intentado establecer una relación entre el precio de las acciones y alguna de las variables referidas a intangibles, encontrando siempre una relación significativa entre las mismas.

Larrán, Monterrey y Mulero (2000), ya con datos españoles, estudian la relevancia valorativa del fondo de comercio en el periodo comprendido entre 1991 a 1997. Los resultados evidencian que este activo sí es tenido en cuenta por los inversores y que además, esta relevancia ha ido adquiriendo importancia a lo largo de los años.

Teniendo en cuenta que, en nuestro país, la normativa que regula este tipo de activos es estricta en cuanto a las condiciones que permiten reconocerlos en el balance, estudios empíricos como los realizados por Íñiguez y López (2004) demuestran que la cotización de las empresas no varía ni depende tanto de los intangibles reconocidos contablemente, como de los que no gozan de ese reconocimiento a nivel contable.

Larrán y Sotomayor (2005), estudian, para el caso europeo, las diferentes partidas contables y del resultado, a partir de diferentes situaciones económico-financieras de las empresas. Concluyen que los activos intangibles reconocidos tienen una relación directa con los precios aunque, en empresas con pérdidas, la relevancia valorativa de esta variable es menor que en las que tienen beneficios.

6. DESARROLLO DEL TRABAJO: PARTE EMPÍRICA Y RESULTADOS

El objetivo de nuestro análisis empírico es comprobar si para las empresas del Ibex35, durante el período comprendido entre 2005 y 2013, existe relación entre las cotizaciones de las acciones en el mercado y diferentes variables de carácter contable

contenidas en sus balances, poniendo especial énfasis en descubrir el efecto que tienen las variables relativas a intangibles.

Para ello, se procede a la realización de diferentes regresiones lineales múltiples en las que la capitalización bursátil se trata de explicar a partir de dichas variables.

6.1. SELECCIÓN DE LA MUESTRA

Las empresas utilizadas para realizar el estudio son las que forman parte del IBEX 35 a 31 de diciembre de cada año, quedando los individuos repartidos de esta forma:

2005: Abertis, ACS, Acerinox, Altadis, Red Eléctrica, Acciona, BBVA, Bankinter, Cintra, Endesa, Enagas, Fomento Construcciones y Contratas, Ferrovial, Gamesa, Gas Natural, Iberdrola, Iberia, Indra, Inditex, Arcelor, Mapfre, Metrovacesa, Antena 3 TV, Banco Popular, Prisa, Repsol, Banco Sabadell, Santander, Sogecable, SACYR, Telefónica, TecnoCom, Mediaset, TPI y Unión Fenosa.

2006: Abertis, ACS, Acerinox, Altadis, Red Eléctrica, Acciona, BBVA, Bankinter, Cintra, Endesa, Enagas, Fomento Construcciones y Contratas, Ferrovial, Gamesa, Gas Natural, Iberdrola, Iberia, Indra, Inditex, Fadesa, Mapfre, Metrovacesa, Antena 3 TV, Banco Popular, Prisa, Repsol, Banco Sabadell, Santander, Sogecable, SACYR, Telefónica, Banesto, Mediaset, NH Hoteles y Unión Fenosa.

2007: Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Aguas de Barcelona, Altadis, Antena 3 TV, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Banesto, Bankinter, BBVA, BME, Cintra, Enagas, Endesa, Ferrovial, Fomento Construcciones y Contratas, Gamesa, Gas Natural, Iberdrola, Iberia, Inditex, Indra, Inmobiliaria Colonial, Mapfre, NH Hoteles, Red Eléctrica, Repsol, SACYR, Sogecable, Telefónica, Telecinco y Unión Fenosa.

2008: Abengoa, Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Banesto, Bankinter, BBVA, BME, Cintra, Critería, Enagas, Endesa, Fomento Construcciones y Contratas, Ferrovial, Gamesa, Gas Natural, Grifols, Iberdrola, Iberdrola Renovables, Iberia, Inditex, Indra, Mapfre, OHL, Red Eléctrica, Repsol, SACYR, Técnicas Reunidas, Telefónica, Telecinco y Unión Fenosa.

2009: Abengoa, Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, ArcelorMittal, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Banesto, Bankinter, BBVA, BME, Critería, Enagas, Endesa, Ferrovial, Fomento Construcciones y Contratas, Gamesa, Gas Natural, Grifols, Iberdrola, Iberdrola Renovables, Iberia, Inditex, Indra, Mapfre, OHL, Red Eléctrica, Repsol, SACYR, Técnicas Reunidas, Telecinco y Telefónica.

2010: Abengoa, Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, ArcelorMittal, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Banesto, Bankinter, BBVA, BME, Critería, Ebro Foods, Enagás, Endesa, Ferrovial, Fomento Construcciones y Contratas, Gamesa, Gas Natural, Grifols, Iberdrola, Iberdrola Renovables, Iberia, Inditex, Indra, Mapfre, OHL, Red Eléctrica, Repsol, SACYR, Técnicas Reunidas, Telecinco y Telefónica.

2011: Abengoa, Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Amadeus, ArcelorMittal, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankia, Bankinter, BBVA, BME, Caixabank, Ebro Foods, Enagás, Endesa, Ferrovial, Fomento Construcciones y Contratas, Gamesa, Gas Natural, Grifols, Iberdrola, Inditex, Indra, IAG, Mapfre, Mediaset, OHL, Red Eléctrica, Repsol, SACYR, Técnicas Reunidas y Telefónica.

2012: Abengoa B, Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Amadeus, ArcelorMittal, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankia, Bankinter, BBVA, BME, Caixabank, Enagas, Endesa, Ferrovial, Fomento Construcciones y Contratas, Gamesa, Gas Natural, Grifols, Iberdrola, Inditex, Indra, IAG, Mapfre, Mediaset, OHL, Red Eléctrica, Repsol, SACYR, Técnicas Reunidas y Telefónica.

2013: Abertis, ACS, Viscofan, Bankia, Red Eléctrica, Acciona, BBVA, Bankinter, Dia, Jazztel, Enagás, Fomento Construcciones y Contratas, Ferrovial,

Gamesa, Gas Natural, Iberdrola, IAG, Indra, Inditex, Técnicas Reunidas, Mapfre, BME, Grifols, Banco Popular, Caixabank, Repsol, Banco Sabadell, Santander, OHL, SACYR, Telefónica, Amadeus, Mediaset, Ebro Foods y ArcelorMittal.

En el caso de algunos individuos, no ha sido posible obtener todos los datos relativos a algunas de las variables que necesitamos, de forma que procedemos a eliminarlos de la muestra analizada. Los individuos eliminados en cada año han sido los siguientes:

2005: Bankinter, Iberdrola, TPI, Tecnocom y Unión Fenosa.

2006: Bankinter, Iberdrola, Tecnocom y Unión Fenosa.

2007: Altadis, Bankinter y Aguas de Barcelona.

2009: ArcelorMittal

2010: ArcelorMittal

2011: ArcelorMittal

2012: ArcelorMittal y Bankia

2013: ArcelorMittal

Tras eliminarlos, la muestra queda en un total de 296 individuos.

6.2. SELECCIÓN DE VARIABLES

Hemos elegido como variable dependiente la capitalización bursátil. Ya se ha puesto de manifiesto anteriormente la necesidad de dar una explicación a lo que los inversores consideran valioso a la hora de invertir en una acción de una empresa, por ejemplo farmacéutica, en vez de escoger una acción de una empresa que opere en un sector completamente distinto. Nuestro principal objetivo es conocer cuáles son los

factores que mejor explican el valor o el precio de las acciones de una empresa dado por los inversores que compran esas acciones; es decir, intentar averiguar cuáles de los apuntes recogidos en los balances son los que el inversor tiene más en cuenta a la hora de invertir, independientemente del sector en el que opere la empresa.

Siguiendo la literatura, utilizamos como base para nuestro modelo el de resultados anormales que considera inductores fundamentales del valor de las acciones el resultado y el valor de los fondos propios, así como el dividendo una vez transformado el modelo aplicando la relación de excedente limpio o *clean surplus* (Tascón, 2011).

La lógica nos empuja a pensar que una empresa estará mejor valorada cuanto mayor sean los beneficios que obtiene. Por esta razón esperamos un efecto positivo de la variable sobre el precio de las acciones.

En cuanto al patrimonio neto, el hecho de que un empresario invierta una buena cantidad de su dinero en su propia empresa, denota la confianza que tiene en el negocio, y además, refleja el valor que la empresa ha acumulado con su actividad, por lo tanto también se espera un efecto positivo de esta variable sobre los precios.

Los dividendos brutos repartidos por la empresa deberían tener un signo negativo según el modelo de resultados anormales, pero en la literatura previa se obtiene un signo positivo de forma generalizada, indicando el papel de la política de dividendos como indicador de resultados futuros estables de las empresas, ya que es importante para el accionista obtener rentabilidad por las inversiones que lleva a cabo.

Dado que nuestro objetivo es comprobar si existe, para las empresas del Ibex35, cierto efecto de la inversión en activos intangibles, sobre la valoración que el mercado hace sobre sus acciones, hemos seleccionado algunas variables contenidas tanto en los balances, las cuentas de resultados y memorias anuales de cada empresa, como representantes de estos activos intangibles.

Con respecto a las cuentas recogidas en el balance, las seleccionadas han sido el Fondo de Comercio y Otros Activos Intangibles.

El Fondo de Comercio se explica como el sobrevalor que, en caso de venta, se puede pagar por una empresa, tomándose como base el valor en libros de la misma. El PGC lo define como el “*conjunto de elementos intangibles o inmateriales de la empresa que implican valor para ésta. Lo forman, entre otros, la clientela, la razón social, la ubicación de la empresa...*” Hay que tener en cuenta en esta variable, que no se recoge el fondo de comercio propio, sino el de otras empresas que se adquieren, ya que el valor del fondo de comercio que figura en el balance sólo puede aparecer cuando haya sido adquirido a terceros, no si es autogenerado.

En cuanto a Otros Activos Intangibles, recoge el apunte en el balance de aquellos activos que la empresa posee y de los cuales obtiene beneficios. Como ejemplos de activos intangibles ya hemos visto que se incluyen las patentes, las concesiones, las marcas comerciales...

En cuanto a las variables seleccionadas recogidas en las cuentas de resultados, encontramos los Gastos de Explotación. Hemos considerado oportuno introducir esta variable para representar los gastos en que las empresas incurren al invertir en publicidad o en investigación y desarrollo. Debido a la falta de homogeneidad de la información que las empresas ofrecen con respecto a estos gastos, hemos decidido utilizar este apunte de la cuenta de resultados, de tal forma que puedan ser comparables. Es importante destacar en este punto que, para las empresas de carácter financiero, se ha recogido el dato del apunte Otros Gastos de Administración, al observarse en la memoria, que es éste apunte y no el de Otros Gastos de Explotación, el que se acercaba más a la información que necesitábamos para comparar.

Para la última variable que recogemos como parte de la representación del activo intangible, recurrimos a la Memoria, donde encontramos la parte del Activo Intangible que se amortiza como gasto del ejercicio, sin contabilizarse como inversión. Los activos intangibles deben ser amortizados en la medida en que contribuyan a generar renta y al no tener una vida útil definida, cada empresa deberá determinar la vida útil de su intangible.

Para prevenir el posible efecto escala, todas las variables han sido divididas en función del activo total de cada empresa en cada año determinado. No existe un consenso de las investigaciones contables sobre qué variable utilizar para tales fines, siendo las que se utilizan habitualmente en la literatura contable: el activo total, el valor contable de los recursos propios, el resultado, el número de acciones y el precio de mercado (Easton y Sommers, 2000).

De esta forma, se evita el efecto escala, que no nos permitiría comparar resultados extraídos de dos muestras distintas, puesto que como demuestran Brown, Lo y Lys (1999), los diferentes tamaños de las observaciones originan diferencias en el valor de las R^2 .

6.3. METODOLOGÍA

6.3.1. Regresión lineal múltiple

A continuación, vamos a realizar un análisis de regresión lineal múltiple, para determinar, partiendo de todas las variables anteriormente descritas, cuáles afectan, y en qué medida, a la capitalización bursátil de una empresa perteneciente al Ibex 35.

Este análisis es una técnica de dependencia, que analiza la relación entre una variable dependiente y varias independientes, todas ellas de carácter métrico. Es una generalización del modelo de regresión simple, y se puede aplicar tanto a datos de corte transversal como a series temporales. En nuestro caso, lo aplicamos a las 35 empresas españolas pertenecientes al Ibex 35 entre los años 2005 y 2013. Utilizamos los individuos como un único grupo, es decir, hacemos un pool con las empresas que han formado el Ibex 35 durante estos años.

El análisis de regresión múltiple permite analizar la relación entre una variable dependiente o explicada, que debe ser continua, y un conjunto de variables independientes, explicativas o predictoras, que pueden ser continuas o no mediante la formulación:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i$$

Siendo Y el vector de valores, para un número determinado de observaciones, de la variable dependiente, que es aleatoria; X la matriz de valores correspondientes a esas observaciones de las variables independientes, que son conocidas; β los coeficientes de la regresión, que marcan las ponderaciones de cada variable explicativa, incluido el término independiente, y el término de error o perturbación aleatoria para cada observación, que recoge la variación en la variable dependiente que no puede ser explicada por las variables independientes.

Durante las primeras etapas de utilización de este método, es importante estudiar los estadísticos descriptivos de cada variable y la matriz de correlaciones entre las mismas. Las relaciones entre las variables independientes deben ser bajas. Para un nivel de confianza del 10%, se rechaza la hipótesis nula de independencia entre variables si se dan valores inferiores a 0,1.

Además, se deben cumplir una serie de hipótesis previas para poder realizar un estudio de regresión:

- Ausencia de errores de especificación.
- Linealidad.
- Ausencia de multicolinealidad entre variables independientes.
- Normalidad
- Esperanza matemática del término error.
- Independencia de los términos de error o ausencia de autocorrelación.
- Homocedasticidad o igualdad de varianzas de los términos de error.

Después de haber comprobado el cumplimiento de estas hipótesis, se puede proceder a calcular los coeficientes y explicar el impacto que cada variable tiene sobre la capitalización de las empresas.

El modelo que utilizamos está basado en el Modelo de Resultados Anormales, que evalúa la relación entre los precios, el patrimonio neto contable y los

beneficios. La mayor parte de los estudios realizados sobre relevancia valorativa, utilizan alguna variante de este modelo, aunque se suele aludir a él como modelo de Ohlson (1995).

El modelo planteado es habitualmente utilizado, con o sin otras variables explicativas, en las investigaciones empíricas, como las realizadas por Amir y Lev (1996), García-Ayuso, Moreno y Sierra (2000) o Cañibano, García-Ayuso y Rueda (2000).

6.4. ANÁLISIS DE REGRESIÓN LINEAL MÚLTIPLE

En este apartado de nuestro trabajo recogemos el análisis empírico llevado a cabo. Las regresiones se han realizado con el programa IBM SPSS Statistics 21.

Como antes ya hemos descrito, el modelo inicial basado en el Modelo de Resultados Anormales está formado por el Patrimonio Neto, los Resultados y los Dividendos Brutos, como medidas para explicar el precio de mercado de las diferentes empresas del Ibex35.

Más tarde comprobamos el efecto que la inclusión de una o varias variables referidas a los intangibles genera sobre la especificación del modelo y si se consigue una mejora en la explicación de la variable a través de la variación de la R^2 del modelo.

6.4.1. Estadísticos descriptivos

Lo primero que hay que observar al hacer un análisis de regresión múltiple son los estadísticos descriptivos de las variables que van a intervenir en el modelo.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
Capitalización	295	0,01979554378	6,0005738751	0,760031098	1,080817802014
Patrimonio Neto	295	0,01007973330	0,8251873912	0,244245723	0,16878769752
Resultado	295	-0,1289132555	0,3374497617	0,042464965	0,05858587885
Dividendo Bruto	295	0,00000000000	0,4207772845	0,025114162	0,04897604776
Fondo de Comercio	295	0,00000000000	0,4732384502	0,066671267	0,08826681413
Intangibles	295	0,00000000000	0,5111065846	0,064794557	0,10145014019
Amortización Intangible	295	0,00000000000	1,7025378359	0,059042566	0,19187010680
Gastos Explotación	295	0,00034017286	0,4361459112	0,072388564	0,08300410531
N válido (según lista)	295				

Después de comprobar que existen 295 individuos para cada variable, procedemos a observar la desviación típica. Ésta es especialmente alta, con respecto a las demás variables, en la Capitalización. Observando los máximos y los mínimos podemos observar en cuanto al Resultado que algunas tienen pérdidas, pero que de media, las empresas del Ibex35 han obtenido beneficios durante los últimos años. Por término medio, el Patrimonio Neto de las empresas del Ibex es de casi un 25% de su activo total.

De media, los activos intangibles contenidos en los balances de las empresas españolas pertenecientes al Ibex35 durante este período, no suponen un porcentaje importante de las inversiones y los gastos de las empresas. Además, en general, las variaciones que existen en las inversiones en este tipo de activos tampoco son significativas. Llama la atención que el máximo de la amortización en intangibles sea superior a la unidad, lo que significa que es mayor el gasto que se hace en intangibles que la inversión total. Ocurre dos veces, con Mediaset en 2008 y en 2009, y está directamente relacionado con el tipo de negocio que realiza, puesto que la mayor parte de ese gasto es en derechos audiovisuales.

Podemos observar que la mayoría está caracterizada por poseer una desviación típica bastante elevada. Por esta razón, hemos decidido aplicar una

winsorización al nivel del 5% de las variables Fondo de Comercio, Intangibles y Amortización Intangible.

Tabla 2. Estadísticos Descriptivos. Winsorización 5%

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
Capitalización	295	0,019795543787751	6,000573875155	0,76003109087658	1,0808178004
Patrimonio Neto	295	0,010079733327977	0,82518739125786	0,24424572351589	0,16878769732
Resultado	295	-0,12891325550749	0,33744976125870	0,04178659492918	0,05764691062
Dividendo Bruto	295	0,000000000000000	0,42077728458654	0,02511416297544	0,04897604786
Fondo de Comercio	295	0,000000000000000	0,08417327000010	0,03949953820223	0,03497305994
Intangibles	295	0,000000000000000	0,22371507000010	0,05379755319238	0,06654331996
Amortización Intangible	295	0,000000000000000	0,26413664000100	0,03294131424710	0,06067475867
Gastos Explotación	295	0,000340172864248	0,43614591120646	0,07217527546782	0,08309128729
N válido (según lista)	295				

Procedemos entonces a analizar las correlaciones existentes entre estas variables, después de la winsorización señalada.

Tabla 3. Tabla de correlaciones entre variables

	Capit alizacion ión	Patrimon ioNeto	Resu ltado	Dividend oBruto	FondodeC omercio	Intan gibles	Amortización Intangible	GastosExp lotación
Capitalización	1,000	,602	,767	,677	,111	,217	,369	,350
PatrimonioNeto	,602	1,000	,559	,431	,206	,275	,397	,324
Resultado	,767	,559	1,000	,709	,149	,201	,335	,327
DividendoBruto	,677	,431	,709	1,000	,066	,214	,512	,300
FondodeCome	,111	,206	,149	,066	1,000	,456	,246	,245
Intangibles	,217	,275	,201	,214	,456	1,000	,637	,113
Amortización	,369	,397	,335	,512	,246	,637	1,000	,184
GastosExplota	,350	,324	,327	,300	,245	,113	,184	1,000
Sig. Capitalización	.	,000	,000	,000	,029	,000	,000	,000

(unilateral)	PatrimonioNeto	,000	.	,000	,000	,000	,000	,000	,000
	Resultado	,000	,000	.	,000	,005	,000	,000	,000
	DividendoBruto	,000	,000	,000	.	,131	,000	,000	,000
	FondodeCome	,029	,000	,005	,131	.	,000	,000	,000
	Intangibles	,000	,000	,000	,000	,000	.	,000	,027
	AmortizaciónInt	,000	,000	,000	,000	,000	,000	.	,001
	GastosExplota	,000	,000	,000	,000	,000	,027	,001	.
N	Capitalización	295	295	295	295	295	295	295	295
	PatrimonioNeto	295	295	295	295	295	295	295	295
	Resultado	295	295	295	295	295	295	295	295
	DividendoBruto	295	295	295	295	295	295	295	295
	FondodeCome	295	295	295	295	295	295	295	295
	Intangibles	295	295	295	295	295	295	295	295
	AmortizaciónIn	295	295	295	295	295	295	295	295
	GastosExplota	295	295	295	295	295	295	295	295

Entre variables independientes, las correlaciones deberían ser bajas. En la siguiente matriz de correlaciones, podemos ver cómo parece haber bastante relación entre algunas variables independientes. A un nivel de significación del 10%, la hipótesis nula de relación entre variables no puede ser rechazada para valores superiores a 0,10. En nuestro estudio, con una significación de 0.00 en todos los casos, la hipótesis nula queda rechazada y por lo tanto las variables están relacionadas

En general, las correlaciones más altas las encontramos en algunas variables con respecto a la capitalización. Esto es bueno en tanto en cuanto es la variable que intentamos explicar. Ésta tiene bastante relación tanto con el Patrimonio Neto, como con los Dividendos y los Resultados.

Entre las variables relativas a intangibles, encontramos una correlación alta y razonable entre los Intangibles y el Fondo de Comercio y también entre los Intangibles y la Amortización Intangible.

6.4.2. Modelo inicial

El primer modelo aquí mostrado cuenta con las tres variables que forman el ya mencionado Modelo de Resultados Anormales. Se realiza con todos los individuos de la muestra a excepción de la Inmobiliaria Colonial en 2008, ya que en un estudio previo (Anexo II) se comprobó que no quedaba bien explicada por el modelo. Siendo éste el único caso en el que el valor observado difería sustancialmente del observado, se procedió a su eliminación. A partir de aquí, la muestra se compone de 295 individuos.

El análisis de regresión múltiple exige que se cumplan una serie de hipótesis básicas que hacen posible la aplicación de estos métodos en la evaluación del modelo estimado a partir de una muestra y que se resumen en los siguientes:

1. *Ausencia de errores de especificación.*

Se producen errores de especificación cuando se introducen en el modelo variables que no son importantes a la hora de explicar las variaciones de la variable dependiente, o cuando no se incluyen algunas que sí son importantes.

Al estar llevando a cabo un estudio de relevancia valorativa es probable que existan errores de especificación. Como exponen Barth, Beaver y Landsman (2001), los estudios que se hacen sobre relevancia valorativa no pretenden explicar el valor total de una empresa, sino que su finalidad es comprobar si la información aportada por una u otra variable resulta útil para los inversores a la hora de tomar sus decisiones de inversión.

2. *Linealidad*

La relación existente entre las variables independientes y la dependiente, ha de ser lineal. Esto significa que el coeficiente de regresión que se estima para cada variable independiente es constante a lo largo del rango de valores de dicha variable,

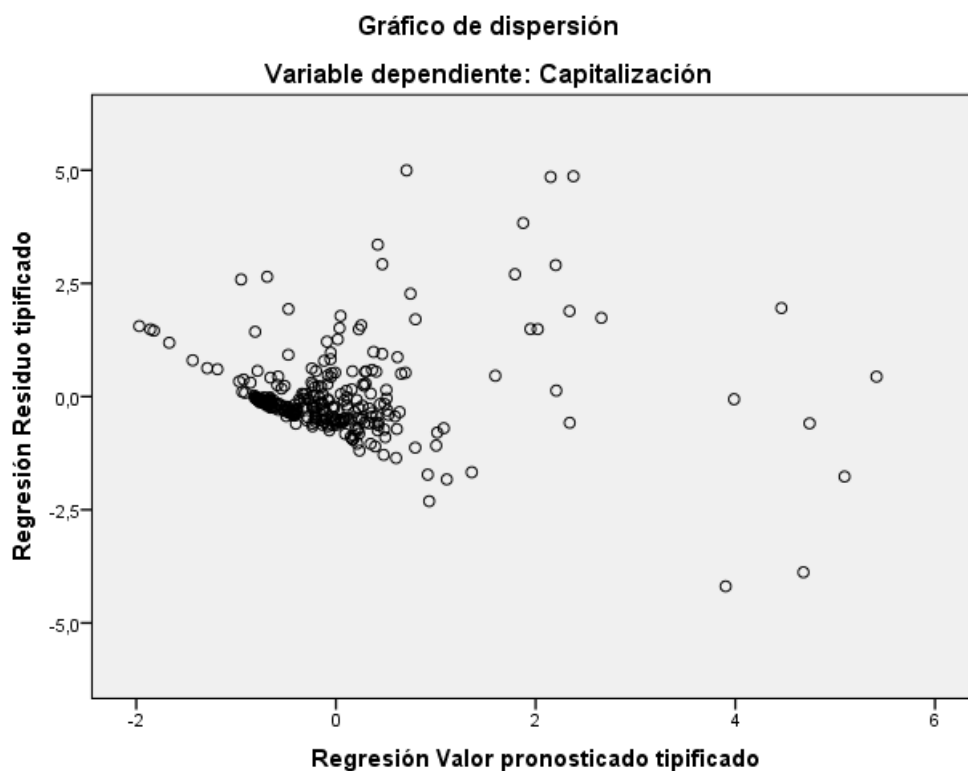
es decir, que los coeficientes estimados se mantienen para cualquier valor que pueda tomar la variable.

Para comprobar que esta hipótesis se cumple, se utilizan los gráficos de regresión parcial y los de residuos.

Los gráficos de regresión parcial muestran para cada variable independiente su relación con la dependiente, comprobando que ésta sigue una pauta lineal, independientemente de que sea creciente o decreciente. Esto sucede cuando la nube de puntos se asemeja a la forma de una recta porque, en caso contrario, la relación sería no lineal. En todos los casos, la recta se asemeja a una recta de carácter creciente, como comprobamos en los gráficos contenidos en el Anexo III.

A partir del gráfico de residuos, se puede observar la relación de la variable dependiente con las independientes de manera conjunta. Los residuos son la diferencia que existe entre el valor estimado por el modelo y el valor real.

Gráfico 1. Residuos del modelo inicial



Con la mayoría de los residuos en torno a cero, podemos afirmar que la relación es lineal.

3. Ausencia de multicolinealidad

Las variables independientes no pueden estar afectadas de multicolinealidad. Si se diese el caso de que existiera, podría ocurrir que se rechazaran variables que sí son significativas al presentar valores bajos del estadístico *t* de Student.

La multicolinealidad puede ser exacta o aproximada. En la primera, las dos variables son una combinación lineal perfecta, mientras que en la segunda, la relación entre las dos variables es muy fuerte, pero no es exacta.

Mediante el R^2 puede detectarse la existencia de multicolinealidad entre variables, de manera que si éste resulta muy elevado y por el contrario el estadístico *t* tiene valores poco significativos, puede existir multicolinealidad. Además, entre cada par de variables, el coeficiente de correlación simple no debe superar el 0,70.

En cualquier caso, para realizar nuestro estudio, hemos evitado introducir variables muy correlacionadas gracias a la utilización del método de introducción por pasos del SPSS. De este modo sólo se incluyen en el modelo aquellas variables que no presenten relación con las ya incluidas. El nivel de confianza utilizado para la inclusión de la variable en el modelo es del 95% y para salir del 90%, de tal manera, que si el nivel de la significatividad de la variable es menor para entrar que para salir, evitaremos que una variable esté constantemente entrando y saliendo del modelo.

Tabla 4. Variables introducidas/eliminadas del modelo inicial

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
--------	------------------------	----------------------	--------

1	Resultado	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar \leq ,050, Prob. de F para salir \geq ,100).
2	Patrimonio Neto	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar \leq ,050, Prob. de F para salir \geq ,100).
3	Dividendo Bruto	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar \leq ,050, Prob. de F para salir \geq ,100).

a. Variable dependiente: Capitalización

Además, podemos estudiar la existencia de colinealidad a partir de la Tolerancia y el Factor de Inflación de la Varianza (FIV), que en nuestro estudio queda resumido en la siguiente tabla:

Tabla 5. Estadísticos de colinealidad del modelo inicial

Estadísticos de colinealidad	
Tolerancia	FIV
1,000	1,000
,687	1,455
,687	1,455
,419	2,389
,685	1,460
,496	2,016

a. Variable dependiente:
Capitalización

La tolerancia es la cantidad de variabilidad de la variable independiente que no es explicada por el resto de variables independientes. Se considera que existe multicolinealidad para valores próximos a 0 y, en general, hasta 0,10. En nuestro

caso, los valores resultantes están entre 0,4 y 0,7 sin poseer ningún valor igual o inferior a 0,10, por lo que podemos afirmar que no existe multicolinealidad.

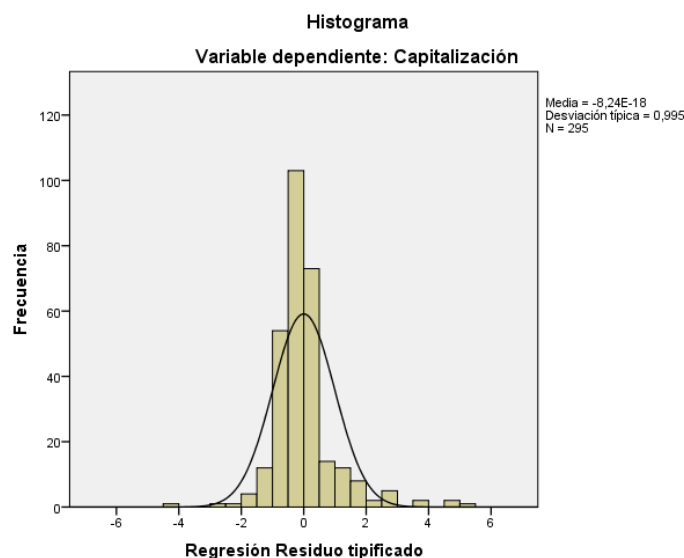
El Factor de Inflación de la Varianza (FIV) indica lo que aumenta la varianza del coeficiente de regresión de la variable. Por lo tanto, el FIV será mayor cuanto mayor sea la relación entre las variables independientes, y se considerará apropiado cuando los valores estén entre 1 y 10. Con nuestros datos estos valores oscilan entre 1,4 y 2,4, por lo tanto, son correctos. No existe multicolinealidad.

4. Normalidad

En muestras grandes como las de nuestro estudio, la normalidad de los datos se presupone. Es necesario que las variables sigan una distribución normal para poder aplicar los estadísticos tanto de significación conjunta como de significación individual, F de Snedecor y t d Student, respectivamente.

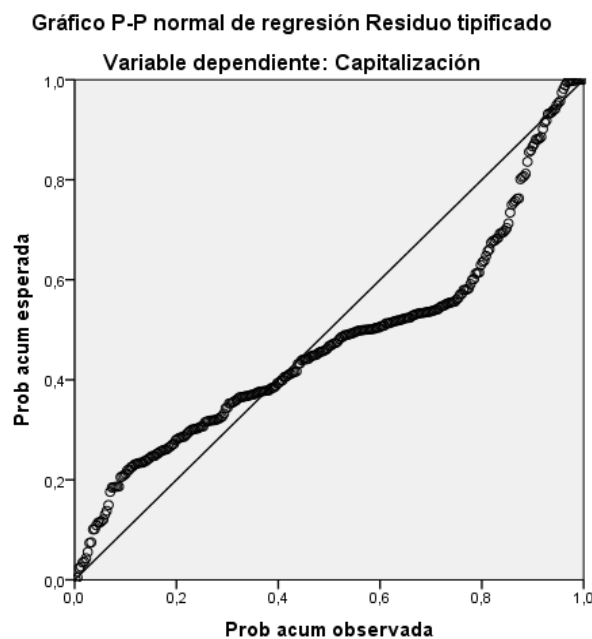
Aun así, la normalidad se puede estudiar a partir de la observación de diferentes gráficos. El primero es el histograma de residuos, en el que se comprueba si sigue la forma de una campana de Gauss, como efectivamente, sucede.

Gráfico 2. Histograma de residuos del modelo inicial



El siguiente gráfico que se debe observar es el de probabilidad normal o gráfico P-P. En él se engloban las distribuciones acumuladas de probabilidades observadas y esperadas de los residuos estandarizados.

Gráfico 3. Gráfico P-P del modelo inicial



Si coincidieran, formarían una recta de 45 grados, que indicaría que sigue una distribución normal. En este caso, observamos que no existe ninguna desviación importante de la diagonal principal, por lo tanto, los residuos son normales.

5. Homocedasticidad

Es necesario que exista igualdad entre las varianzas del término del error para que se pueda medir de forma correcta la relación que existe entre las variables independientes y la dependiente.

Para comprobar si existe se utilizaría el gráfico de dispersión (Gráfico 6.4.: Gráfico de residuos del modelo inicial), los puntos se reparten uniformemente en la banda horizontal del gráfico, lo que significaría que la varianza es constante para todas las observaciones y habría homocedasticidad.

6. Ausencia de autocorrelación en los errores

Los residuos se deben distribuir de forma aleatoria. Si esto no sucediese, significaría que existe autocorrelación debido a que no existe una relación lineal entre las variables o a la omisión de variables significativas.

Para comprobar que no existe un patrón en los residuos, lo que nos haría cumplir con la no autocorrelación de los errores, puede utilizarse el estadístico Durbin-Watson. Su valor varía entre 0 y 4, y se aproxima a 2 cuando los residuos son independientes.

En nuestro caso, este estadístico tiene un valor de 1,956, por lo tanto, los residuos son independientes y no existe autocorrelación en los términos del error.

7. Esperanza matemática del término del error

La media de los errores debe ser igual a cero. Con la siguiente tabla de estadísticos sobre los residuos de este modelo inicial comprobamos que, en nuestro caso, la media es cero.

Tabla 6. Estadísticos sobre los residuos del modelo inicial

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típica	N
Valor pronosticado	-0,925674313	5,48617020735	0,760031097	0,8804557147	295
Residual	-2,546720741	3,20522046024	-0,000000000	0,6268690904	295
Valor pronosticado tip.	-1,915	5,368	0,000	1,000	295
Residuo típ.	-4,042	5,087	0,000	0,995	295

Un vez comprobado que las siete hipótesis iniciales se cumplen, podemos estimar los coeficientes del modelo para, posteriormente, proceder a validar los resultados que obtengamos.

En la siguiente tabla se resumen los coeficientes del modelo con su respectivo estadístico t de Student y la significación individual de cada una.

Tabla 7. Coeficientes del modelo inicial

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Intervalo de confianza de 95,0% para B		
	B	Error típ.	Beta			Límite inferior	Límite superior	
1	(Constante)	,159	,050		3,180	,002	,061	,257
	Resultado	14,388	,702	,767	20,486	,000	13,006	15,770
2	(Constante)	-,125	,068		-1,852	,065	-,258	,008
	Resultado	11,744	,802	,626	14,637	,000	10,165	13,323
	Patrimonio Neto	1,615	,274	,252	5,892	,000	1,075	2,154
3	(Constante)	-,111	,065		-1,707	,089	-,238	,017
	Resultado	8,553	,985	,456	8,681	,000	6,614	10,492
	Patrimonio Neto	1,534	,263	,240	5,829	,000	1,016	2,052
	Dividendo Bruto	5,520	1,065	,250	5,181	,000	3,423	7,616

a. Variable dependiente: Capitalización

Por lo tanto, obtenemos el siguiente modelo:

$$\text{Capitalización} = -0,111 + 1,534\text{PatrimonioNeto} + 8,553\text{Resultado} + 5,520\text{DividendoBruto}$$

Hemos utilizado un método por pasos que nos ha incluido en el modelo todas las variables propuestas. Por lo tanto, podemos decir que todas ellas tienen relación con la variable dependiente. Además, en la tabla observamos que todas las variables son significativas individualmente a un nivel de confianza del 95%. Para poder estudiar la significación conjunta del modelo debemos recurrir al estadístico F de Snedecor. En este caso, el valor del estadístico es 191,352, por lo que podemos rechazar la hipótesis nula de no validez del modelo con un nivel de confianza dado del 95%, como podemos observar en la tabla 8.

Tabla 8. ANOVA del modelo inicial

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	202,247	1	202,247	419,696	,000 ^b
	Residual	141,194	293	,482		
	Total	343,441	294			
2	Regresión	217,252	2	108,626	251,360	,000 ^c
	Residual	126,189	292	,432		
	Total	343,441	294			
3	Regresión	227,909	3	75,970	191,352	,000 ^d
	Residual	115,532	291	,397		
	Total	343,441	294			

Por último, deberíamos saber qué parte de la variable dependiente queda explicada por la combinación lineal de las tres variables independientes que hemos tomado. Para ello, tendremos que observar la tabla resumen del modelo, en la cual aparece el estadístico R^2 .

Tabla 9. Resumen del modelo inicial

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
1	,767 ^a	,589	,587	,694183147348951	
2	,795 ^b	,633	,630	,657384342486720	
3	,815 ^c	,664	,660	,630092089048246	1,956

Observamos que el valor de este estadístico es 0,664, por lo que las tres variables estudiadas, consiguen explicar el 66,4% de las variaciones en la variable dependiente, en este caso, la capitalización. El modelo se considera válido, puesto que el porcentaje explicado es bastante elevado.

6.4.3. Modelo inicial y Fondo de Comercio

A partir de aquí, introducimos en el modelo las variables relativas a los activos intangibles, que ya fueron descritas en un apartado anterior: Intangibles, Amortización Intangible, Fondo de Comercio y Gastos de Explotación; todas ellas divididas también por el activo, para evitar el efecto que el tamaño de las empresas pueda tener en los resultados de nuestro estudio.

La primera que introducimos en el modelo es el Fondo de Comercio. Una vez que se ha estudiado que el modelo cumple con las hipótesis iniciales, que ya se han descrito en el apartado anterior, procedemos a analizar los resultados que arroja la regresión tras introducir esta variable

Tabla 10. Coeficientes del modelo inicial y fondo de comercio

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Intervalo de confianza de 95,0% para B	
	B	Error típ.	Beta			Límite inferior	Límite superior
(Constante)	-,091	,072		-1,263	,208	-,232	,051
Patrimonio Neto	1,570	,269	,245	5,827	,000	1,040	2,100
1 Resultado	8,547	,986	,456	8,666	,000	6,606	10,488
Dividendo Bruto	5,470	1,069	,248	5,116	,000	3,366	7,575
Fondo de Comercio	-,686	1,080	-,022	-,636	,525	-2,811	1,438

a. Variable dependiente: Capitalización

Como podemos observar en la tabla de coeficientes, esta variable no es significativa para explicar el precio de las acciones de una empresa, con un nivel de confianza del 95%, en este estudio y con estos datos. Por lo tanto, la especificación del modelo, tampoco mejora, como podemos observar en la tabla resumen del modelo:

Tabla 11. Resumen del modelo inicial y fondo de comercio

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
1	,815 ^a	,664	,659	,6307380209103	1,959

6.4.4. Modelo inicial e Intangibles

La siguiente variable que debemos estudiar es la referida a los intangibles que se capitalizan en el balance. Una vez que se ha estudiado que el modelo cumple con

las hipótesis iniciales que ya se han descrito en el apartado anterior, procedemos a analizar los resultados que arroja la regresión introduciendo esta variable.

Tabla 12. Coeficientes del modelo inicial e intangibles

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Intervalo de confianza de 95,0% para B	
	B	Error típ.	Beta			Límite inferior	Límite superior
(Constante)	-,118	,066		-1,788	,075	-,248	,012
Patrimonio Neto	1,490	,273	,233	5,454	,000	,952	2,028
1 Resultado	8,579	,987	,458	8,690	,000	6,635	10,522
Dividendo Bruto	5,429	1,077	,246	5,041	,000	3,309	7,549
Intangibles	,360	,598	,022	,603	,547	-,816	1,536

a. Variable dependiente: Capitalización

Como podemos observar en la tabla de coeficientes, esta variable no es significativa para explicar el precio de las acciones de una empresa, con un nivel de confianza del 95%, en este estudio y con estos datos. Por lo tanto, la especificación del modelo, tampoco mejora, como podemos observar en la tabla resumen del modelo:

Tabla 13. Resumen del modelo inicial e intangibles

Resumen del modelo					
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
1	,815 ^a	,664	,659	,630782658028825	1,959

6.4.5. Modelo inicial y Amortización Intangible

A continuación, añadimos al modelo inicial la variable relativa a la amortización del intangible que las empresas recogen en sus cuentas de resultados. Como ya hemos expuesto anteriormente intentamos saber si estos gastos son considerados como inversiones en activos por los mercados.

Una vez que se ha estudiado que el modelo cumple con las hipótesis iniciales que ya se han descrito en el apartado anterior, procederemos a analizar los resultados que arroja la regresión introduciendo esta variable.

Tabla 14. Coeficientes del modelo inicial y amortización intangible

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Intervalo de confianza de 95,0% para B	
	B	Error tip.	Beta			Límite inferior	Límite superior
(Constante)	-,112	,065		-1,726	,085	-,240	,016
Patrimonio Neto	1,498	,270	,234	5,544	,000	,966	2,030
1 Resultado	8,605	,990	,459	8,689	,000	6,656	10,554
Dividendo Bruto	5,294	1,134	,240	4,670	,000	3,063	7,525
Amortización Intangible	,413	,701	,023	,589	,557	-,967	1,792

a. Variable dependiente: Capitalización

Como podemos observar en la tabla de coeficientes, esta variable no es significativa para explicar el precio de las acciones de una empresa, con un nivel de confianza del 95%, en este estudio y con estos datos. Por lo tanto, la especificación del modelo, tampoco mejora, como podemos observar en la tabla resumen del modelo:

Tabla 15. Resumen del modelo inicial y amortización intangible

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
1	,815 ^a	,664	,659	,630800854936866	1,960

6.4.6. Modelo inicial y Gastos de Explotación

A continuación, añadiremos al modelo inicial la variable relativa a los gastos de explotación que las empresas recogen en sus cuentas de resultados. Como ya hemos expuesto anteriormente intentamos saber si estos gastos son considerados como inversiones en activos por los mercados.

Una vez que se ha estudiado que el modelo cumple con las hipótesis iniciales, que ya se han descrito en el apartado anterior, procedemos a analizar los resultados que arroja la regresión introduciendo esta variable.

Tabla 16. Coeficientes modelo inicial y gastos de explotación

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Intervalo de confianza de 95,0% para B	
	B	Error típ.	Beta			Límite inferior	Límite superior
(Constante)	-,136	,067		-2,041	,042	-,268	-,005
Patrimonio Neto	1,462	,267	,228	5,483	,000	,937	1,987
1 Resultado	8,418	,987	,449	8,530	,000	6,476	10,361
Dividendo Bruto	5,368	1,068	,243	5,028	,000	3,267	7,469
Gastos Explotación	,729	,477	,056	1,529	,127	-,209	1,667

a. Variable dependiente: Capitalización

Como podemos observar en la tabla de coeficientes, esta variable no es significativa para explicar el precio de las acciones de una empresa, con un nivel de confianza del 95%, en este estudio y con estos datos.

Por lo tanto, la especificación del modelo, tampoco mejora, como podemos observar en la tabla resumen del modelo:

Tabla 17. Resumen del modelo inicial y gastos de explotación

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
1	,816 ^a	,666	,662	,628647523895996	2,007

6.4.7. Modelo alternativo

El Ibex35 está caracterizado por su heterogeneidad en el tipo de empresas que lo componen. Las empresas pertenecen a distintos sectores, desde el sector servicios al sector industrial. Esta diferencia en el tipo de negocio al que se dedican da lugar a grandes diferencias en cuanto al tipo de activos en el que invierten.

Teniendo en cuenta los resultados del apartado anterior, se procedió a realizar un estudio en el que se diferenciaba las empresas financieras de las no financieras, por si los intangibles pudieran tener un efecto diferenciado sobre los precios en estos dos grupos, pero los resultados obtenidos fueron similares a los anteriores.

Como nuestro objetivo era analizar los intangibles recogidos en los balances de las empresas, hicimos hincapié en la observación de estas variables en la muestra, quedando claro el porqué de la gran desviación típica que afectaba a la mayor parte de las variables relativas a intangibles.

De esta forma, observamos que las empresas Altadis y Amadeus, poseían un Fondo de Comercio que era casi la mitad de su activo. OHL y Abertis, destacaban por una gran inversión en activos intangibles, que volvían a ser casi la mitad de su inversión total. Al ser la primera una constructora y el negocio de la segunda estar basado en la explotación de infraestructuras, es comprensible que gran parte de su inversión sea en concesiones administrativas. Además, en cuanto a la amortización intangible, destaca Mediaset, la cual amortiza como gasto una gran cantidad de dinero en derechos de emisión; cifra que llega a superar incluso, la inversión total de la empresa.

Al tener estas empresas valores muy extremos en ciertas variables, que podrían distorsionar los resultados, se procedió a su eliminación, quedando el estudio como sigue.

El número de individuos estudiados desciende a 266. Habiéndose cumplido las hipótesis iniciales que permiten llevar a cabo este estudio, aplicamos un método de introducción de variables por pasos. Primero con el modelo inicial, de la misma forma que hicimos antes, teniendo en cuenta sólo las siguientes variables: Patrimonio Neto, Resultados y Dividendos Brutos.

Los resultados obtenidos se presentan en la tabla siguiente:

Tabla 18. Coeficientes del modelo inicial alternativo

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Intervalo de confianza de 95,0% para B		
	B	Error típ.	Beta			Límite inferior	Límite superior	
1	(Constante)	,145	,052		2,804	,005	,043	,247
	Resultado	14,475	,832	,731	17,407	,000	12,838	16,113
2	(Constante)	,117	,049		2,386	,018	,021	,214
	Resultado	10,367	1,065	,524	9,736	,000	8,271	12,464
	DividendoBruto	8,958	1,567	,307	5,716	,000	5,872	12,044
3	(Constante)	-,126	,067		-1,874	,062	-,258	,006
	Resultado	7,700	1,145	,389	6,722	,000	5,444	9,955
	DividendoBruto	8,830	1,498	,303	5,894	,000	5,880	11,780
	FondosPropios	1,488	,293	,237	5,079	,000	,911	2,065

Tabla 19. ANOVA del modelo inicial alternativo

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	138,915	1	138,915	302,988	,000 ^b
	Residual	121,040	264	,458		
	Total	259,955	265			
2	Regresión	152,292	2	76,146	186,010	,000 ^c
	Residual	107,663	263	,409		
	Total	259,955	265			
3	Regresión	161,941	3	53,980	144,293	,000 ^d
	Residual	98,014	262	,374		
	Total	259,955	265			

Tabla 20. Resumen del modelo inicial alternativo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
1	,731 ^a	,534	,533	,677114838903713	
2	,765 ^b	,586	,583	,639816434711351	
3	,789 ^c	,623	,619	,611637799370520	1,957

Podemos observar que el estudio se ha realizado en tres pasos, que las tres variables han sido introducidas en el modelo y que además son significativas a nivel individual y de forma conjunta.

De esta forma, el modelo consigue explicar un 62,3% de las variaciones en el precio de las acciones de las empresas del Ibex35. Hay pocas diferencias en cuanto al signo e importancia de las tres variables explicativas y el término independiente, salvo que el coeficiente de los dividendos ha aumentado de forma notable (de 5,5 a 8,8).

Ahora añadimos, como ya hicimos anteriormente, las variables relativas a intangibles que se recogen en los estados contables. También seguimos la metodología de introducción de variables por pasos, de forma que sólo queden reflejadas en el modelo aquellas variables que realmente aporten información a la formación de los precios de las acciones en el mercado. Habiéndose cumplido las hipótesis iniciales, los resultados obtenidos son los siguientes.

Tabla 21. Variables introducidas/eliminadas en el modelo alternativo

Modelo	VARIABLES INTRODUCIDAS	VARIABLES ELIMINADAS	Método
1	Resultado		Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar <= ,050, Prob. de F para salir >= ,100).
2	Dividendo Bruto		Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar <= ,050, Prob. de F para salir >= ,100).
3	Patrimonio Neto		Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar <= ,050, Prob. de F para salir >= ,100).
4	Amortización Intangible		Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar <= ,050, Prob. de F para salir >= ,100).
5	Fondo de Comercio		Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar <= ,050, Prob. de F para salir >= ,100).

a. Variable dependiente: Capitalización

Como observamos en esta tabla, la introducción de variables por pasos ha concluido con la inclusión en el modelo de cinco variables, entre ellas dos referidas a intangibles, la amortización de los intangibles y el fondo de comercio.

Tabla 22. Coeficientes del modelo inicial alternativo e intangibles

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Intervalo de confianza de 95,0% para B		
	B	Error típ.	Beta			Límite inferior	Límite superior	
1	(Constante)	,145	,052		2,804	,005	,043	,247
	Resultado	14,475	,832	,731	17,407	,000	12,838	16,113
2	(Constante)	,117	,049		2,386	,018	,021	,214
	Resultado	10,367	1,065	,524	9,736	,000	8,271	12,464
	DividendoBruto	8,958	1,567	,307	5,716	,000	5,872	12,044
3	(Constante)	-,126	,067		-1,874	,062	-,258	,006
	Resultado	7,700	1,145	,389	6,722	,000	5,444	9,955
	DividendoBruto	8,830	1,498	,303	5,894	,000	5,880	11,780
	FondosPropios	1,488	,293	,237	5,079	,000	,911	2,065
4	(Constante)	-,165	,068		-2,417	,016	-,299	-,031
	Resultado	7,426	1,138	,375	6,525	,000	5,185	9,667
	DividendoBruto	8,533	1,487	,293	5,739	,000	5,605	11,460
	FondosPropios	1,469	,290	,234	5,068	,000	,898	2,040
	AmortizaciónIntangible	2,741	1,059	,100	2,589	,010	,657	4,826
5	(Constante)	-,118	,068		-1,729	,085	-,253	,016
	Resultado	7,447	1,118	,376	6,658	,000	5,244	9,649
	DividendoBruto	8,788	1,463	,302	6,006	,000	5,907	11,669
	FondosPropios	1,568	,287	,250	5,472	,000	1,004	2,132
	AmortizaciónIntangible	4,150	1,130	,151	3,674	,000	1,926	6,375
	FondodeComercio	-1,896	,592	-,132	-3,201	,002	-3,062	-,729

a. Variable dependiente: Capitalización

La significación individual de las variables es válida a un nivel de confianza del 95%. Además podemos observar como el Fondo de Comercio tiene una influencia negativa sobre el precio de las acciones, al ser su coeficiente negativo. Esto puede ser debido a que parte de esa variable tenga un efecto compensador de la anterior, por eso, para poder observar el coeficiente de esta variable de forma individual, procedemos a introducir sólo esta variable junto con las del modelo inicial.

Tabla 23. Coeficientes modelo inicial y fondo de comercio

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Intervalo de confianza de 95,0% para B	
	B	Error típ.	Beta			Límite inferior	Límite superior
(Constante)	-,089	,070		-1,282	,201	-,226	,048
FondosPropios	1,548	,293	,246	5,277	,000	,970	2,125
1 Resultado	7,789	1,141	,393	6,826	,000	5,542	10,035
DividendoBruto	9,056	1,496	,311	6,054	,000	6,110	12,002
FondodeComercio	-1,048	,558	-,073	-1,877	,062	-2,147	,052

Observamos que por sí misma, esta variable no es significativa a un nivel del 5%, aunque sí del 10%, y que su coeficiente sigue siendo negativo. Por tanto, parece claro que la variable tiene una influencia negativa sobre el precio, independientemente del comportamiento de otras variables representativas de intangibles. Teniendo en cuenta el contenido económico de esta variable, fondo de comercio, que únicamente aparece cuando la empresa adquiere a otra empresa, y que en las fusiones la situación normal es que la adquirente sea penalizada por el mercado, los aumentos de la variable estarían indicando el mal negocio que el mercado atribuye a las absorciones, mientras que la reducción del fondo de comercio indicarían la desaparición del castigo a la empresa adquirente a medida que las señales de la fusión van desapareciendo del balance.

En cuanto a la variable Amortización Intangible, el signo positivo indica que el precio aumenta a medida que la empresa utiliza sus recursos intangibles. Los inversores sí estarían valorando de forma significativa esa parte del activo empresarial. El incremento del coeficiente de la variable Amortización Intangible cuando se introduce el Fondo de Comercio, que obtiene un signo negativo de mayor cuantía (que en el modelo sin Amortización Intangible) indica que el inversor no

valora todos los intangibles de manera uniforme. Como hemos señalado antes, el Fondo de Comercio tiene un efecto negativo sobre el valor de la empresa, que al introducir la variable Amortización Intangible se hace mayor compensado por un valor más alto de esta segunda variable. Es razonable que la inclusión de ambas variables mejore la especificación del modelo, porque mientras el incremento del fondo de comercio sería una mala señal para los inversores como indicador de fusión por absorción reciente, la amortización del inmovilizado incluye la depreciación del fondo de comercio y contribuye a reducir el efecto anterior.

Siguiendo con el modelo de las variables incluidas o excluidas por pasos, resultan significativas el fondo de comercio y la amortización intangible, mientras que las variables relativas a los intangibles capitalizados en el balance y a los gastos de explotación quedan excluidas del modelo por no ser significativas, como se observa en la tabla 24.

Tabla 24. Variables excluidas del modelo inicial alternativo e intangibles

Modelo	Beta dentro	t	Sig.	Correlación parcial
5 Intangibles	,081 ^f	1,431	,154	,089
Gastos Explotación	,032 ^f	,787	,432	,049

El modelo quedaría como sigue:

$$\begin{aligned}
 \text{Capitalización} = & -0,118 + 1,568\text{PatrimonioNeto} + 7,447\text{Resultado} \\
 & + 8,788\text{DividendoBruto} + 4,150\text{AmortizaciónIntangible} \\
 & - 1,896\text{Fondo de Comercio}
 \end{aligned}$$

La significación conjunta de las variables también es buena, como podemos observar en la siguiente tabla, por lo que decimos que el modelo es válido.

Tabla 25. ANOVA del modelo inicial alternativo e intangibles

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	138,915	1	138,915	302,988	,000 ^b
	Residual	121,040	264	,458		
	Total	259,955	265			
2	Regresión	152,292	2	76,146	186,010	,000 ^c
	Residual	107,663	263	,409		
	Total	259,955	265			
3	Regresión	161,941	3	53,980	144,293	,000 ^d
	Residual	98,014	262	,374		
	Total	259,955	265			
4	Regresión	164,396	4	41,099	112,253	,000 ^e
	Residual	95,559	261	,366		
	Total	259,955	265			
5	Regresión	168,019	5	33,604	95,033	,000 ^f
	Residual	91,937	260	,354		
	Total	259,955	265			

Además, con la inclusión de estas dos nuevas variables, mejora el R^2 , es decir, que la explicación que se da de la variable dependiente introduciendo estas dos nuevas variables, es mejor que la que hacíamos con el modelo inicial, con lo cual podemos decir que son relevantes para explicar cómo se forma la variable explicada.

Tabla 26. Resumen del modelo inicial alternativo e intangibles

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
1	,731 ^a	,534	,533	,677114838903713	
2	,765 ^b	,586	,583	,639816434711351	
3	,789 ^c	,623	,619	,611637799370520	
4	,795 ^d	,632	,627	,605085074702658	
5	,804 ^e	,646	,640	,594644423716600	1,960

Con la inclusión de las dos nuevas variables se consigue explicar en un 64,6%, la formación del precio de las acciones en el mercado, para las empresas del Ibex 35, excluyendo los individuos que podríamos considerar como *outliers*, en el contexto en el que estamos trabajando.

7. CONCLUSIONES

En este trabajo se analiza la relevancia valorativa de tres variables contables básicas -Fondos Propios, Resultados y Dividendos- para la formación de los precios de las empresas del Ibex35 en el periodo 2005-2013. Vistos los resultados del análisis realizado, no podemos afirmar que exista una pérdida de relevancia valorativa. Al contrario, podemos afirmar que estas tres variables resultan altamente significativas. El resultado es la variable con un poder explicativo más alto, en línea con la literatura previa, lo que indica su utilidad como indicador de la buena o mala salud de la empresa, y más, teniendo en cuenta el periodo analizado. También los dividendos muestran un gran poder explicativo, confirmando su utilidad como indicadores de las expectativas futuras de rentabilidad. El patrimonio neto, aunque también resulta significativo para explicar la capitalización bursátil, es menos relevante que las otras dos variables.

Pero nuestro objetivo principal es analizar si en el mercado de capitales español el grado de inversión que las empresas realizan en intangibles se tiene en cuenta o no por los inversores a la hora de valorar las acciones. Los resultados indican que, en general, no existe una relación significativa entre las variables referidas a intangibles que se encuentran en los estados financieros de las empresas y la cotización de las acciones, durante el periodo analizado y para el conjunto de la muestra estudiada.

El Ibex35 es un índice bursátil que recoge las 35 empresas cotizadas con mayor liquidez durante el periodo de control, independientemente del sector en el que operen. Es decir, es un grupo de empresas muy heterogéneo, por lo tanto, el tipo de magnitudes contables que influyen de forma significativa en su valor de mercado puede no ser el mismo en todos los casos. No todas las empresas que componen el índice poseen una gran inversión en activos intangibles que puedan ser decisivos a la hora de invertir.

Por esta causa, hemos planteado un segundo estudio una vez eliminados algunos datos extremos. Para este modelo alternativo, los signos y cuantías de los coeficientes de las variables básicas se mantienen similares, pero a diferencia del modelo anterior, dos variables de intangibles resultan significativas: Amortización Intangible, con signo positivo, y Fondo de Comercio, con signo negativo. Amortización intangible es una variable que hace referencia a todos los intangibles de la empresa en su proceso de conversión en gasto corriente de la empresa. El resultado confirma la valoración positiva de los activos intangibles por parte de los inversores.

Algunos autores como Cañibano *et al.* (1999) defienden que los activos intangibles recogidos en el balance actúan como subrogados de los que no lo están. Así, nuestros resultados para el modelo alternativo van en la línea de la literatura previa, aunque no en el modelo inicial, a causa de la heterogeneidad de las empresas que componen el índice.

Atendiendo a la literatura previa donde la información sobre este tipo de activos sí resultaba relevante, al realizar los estudios generalmente sobre empresas

del sector tecnológico con grandes inversiones en intangibles, hay que destacar que mediante el uso de herramientas como internet, las empresas tienen cada vez más fácil divulgar información sobre este tipo de activos que poseen y no se reflejan en ningún sitio. Esto resolvería el problema de la asimetría de información, ya que las empresas podrían informar al inversor publicando datos sobre este tipo de activos, aunque la valoración de los mismos seguiría creando cierta controversia, al no existir un método de valoración aplicable de forma homogénea a cada tipo de intangible.

En cuanto a la variable Fondo de Comercio, nuestros resultados en el modelo alternativo obtienen un coeficiente con signo negativo, tanto si se añade esta variable sola como si se añade junto a Amortización Intangible, si bien al añadirlas conjuntamente, ambos coeficientes de signo contrario aumentan considerablemente. El resultado sugiere que el mercado español penaliza el incremento del fondo de comercio, indicador de fusiones por absorción recientes, mientras que valora positivamente la amortización del intangible, en mayor medida cuando se amortiza el fondo de comercio.

No es tan extraño que los accionistas penalicen una inversión como es el fondo de comercio. Este efecto negativo del comportamiento de las acciones después de una fusión o adquisición tiene relación con una anomalía de la teoría de los mercados eficientes ya resaltada por Jensen and Ruback (1983). Posteriormente, autores como Agrawal *et al.* (1992) ponen de manifiesto que los accionistas de la compañía adquiriente, sufren una pérdida de aproximadamente el 10% del valor de sus acciones durante los cinco años posteriores a completar la adquisición. También Moeller *et al.* (2004), evidencian que las grandes empresas sufren bajadas en la cotización de sus acciones cuando anuncian adquisiciones y que, además, este efecto se mantiene a lo largo del tiempo.

8. BIBLIOGRAFÍA

Agrawal, A., Jaffe, J., y Mandelker, G. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. *Journal of Finance*, 47(4), 1605-1621.

Alemanya Costa, J. (2007). *La relevancia del valor de los datos contables en el mercado de valores español. Un estudio empírico para el período 1986-2003*. Tesis Doctoral, Universidad Politécnica de Cataluña.

Amir, E., Harris, T.S. y Venuti, E.K. (1993). A comparison of the value-relevance of US versus non-US GAAP accounting measures using 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31(supplement), 230-264.

Amir, E. y Lev. B. (1996). Value-relevance of nonfinancial information: the wireless communication industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 3-30.

Amor Tapia, B. (2013). Apuntes de la asignatura Teoría de la Inversión Financiera. Grado en Finanzas. Universidad de León. Curso académico 2013-2014.

Ball, R. y Brown P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.

Barth, M., Beaver, W. y Landsman, W. (2001). The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Working Paper*. Universidad de Stanford.

Barth, M.E., Clement, M.B., Foster, G. y Kasznik, R. (1998). Brand values and capital market valuation. *Review of Accounting Studies*, 3(1), 41-68.

Black, E.L., Carnes, T.A. y Vernon, J.R. (1999). The market valuation of firm reputation. *Working Paper*. University of Arkansas and University of Kansas. March. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=158050>

Brown, S., Lo, K. y Lys, T. (1999). Use of R^2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28 (2), 83-115.

Cañibano, L., García-Ayuso, M. y Sánchez, M.P. (1999): La relevancia de los intangibles para la valoración y la gestión de empresas: revisión de la literatura (1). *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 28(100), 17-88.

Cañibano, L., García-Ayuso, M. y Sánchez, M.P. (2000): La valoración de los intangibles: estudios de innovación vs información contable-financiera. *Análisis Financiero*, 80, 6-24

Cañibano, L., García-Ayuso, M., y Rueda, J.A. (2000). Is accounting information losing relevance? Some answer from Spain. *Working Paper*, University of Sevilla.

Cañibano, L. y Gisbert, A. (2003). Principales cambios en la valoración contable de los activos intangibles. *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 4, 187-221.

Cañibano, L. y Gisbert, A. (2006). Activos Intangibles. En Cañibano, L. y Mora, A. (Eds). *Las Normas Internacionales de Información Financiera: Análisis y Aplicación*. Thompson Civitas, Madrid.

Cañibano, L. y Gisbert, A. (2007). Los activos intangibles en el nuevo Plan General Contable. *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, nº 2-3, 191-212.

Chauvin, K.W. y Hirschey, M. (1994). Goodwill, profitability, and the market value of the firm. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13(2), 159-180.

Collins, D.W, Maydew, E.L. y Weiss, I.S. (1997). Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39-67.

Damodaran, A. (2009). Valuing companies with intangibles assets. *Working paper*. Stern School of Business. September.

Denison, E.F. (1967). *Why growth rates differ: postwar experience in nine western countries*. The Brookings Institution, Washington DC .

Easton, P.D. y Sommers, G.A. (2003). Scale and the scale effect in market-based accounting research. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 30(1-2), 25-55.

Edwards, E.O. y Bell, P.W. (1961). *The theory and measurement of business income*. University of California Press.

Ely, K. y Waymire, G. (1999). Accounting standard-setting organizations and earnings relevance: Longitudinal evidence from NYSE common stocks, 1927-93. *Journal of Accounting Research*, 37 (2), 293-317.

Fama, E.F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34-105.

Francis, J. y Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37 (2), 319-352.

García-Ayuso. M., Moreno, I. y Sierra, G. (2000). Fundamental analysis and human capital: empirical evidence on the relationship between the quality of human resources and fundamental accounting variables, *Journal of Human Resources, Costing and Accounting*, 5(1), 45-57.

García Meca, E. y Martínez Conesa, I. (2003). Los estudios de relevancia valorativa en mercados de capitales, el modelo de valoración EBO (Parte I). *Análisis Financiero*, 92, 44-57.

Giner Inchausti, B., y Pardo Pérez, F. (2011). La relevancia valorativa del resultado global frente al resultado neto: una perspectiva europea. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40 (150), 307-338.

Ministerio de Economía y Hacienda (2007). Plan General de Contabilidad. Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, BOE de 20 de noviembre.

Íñiguez, R. y López, G. (2005). Valoración de los activos intangibles en el mercado de capitales español. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34(125), 459-499.

Ittner, C.D. y Larcker, D.F. (1998). Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction. *Journal of Accounting Research*, 36(Supplement), 1-35.

Jensen, M. C. y R. S. Ruback. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.

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

Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research, 27(Supplement), 153-192.

Lev, B. y Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37 (2), 353-385.

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

Moeller, S.B., Shilingemann, F.P. y Stulz, R.M. (2004). Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions? *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228.

Mora, A. y Vázquez, P. (2001). Cambios en la relevancia de la información contable. Alternativas de valoración y aplicación empírica al caso español. *XI Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, Madrid.

Mures Quintana, M.J. (2013). Apuntes de la asignatura Métodos Estadísticos para las Finanzas. Grado en Finanzas. Universidad de León. Curso académico 2012-2013.

Ohlson, J A. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.

Rojo, A., Sierra, M. y Nieto, F. (1999). Los intangibles a través del ratio valor de mercado/valor contable en la Unión Europea. *X congreso de AECA*. Zaragoza.

Rojo, A. y Sierra, M. (2000). La revelación de información sobre intangibles en empresas españolas: un estudio exploratorio. *VI Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable*. Almería.

Tascón, M.T. (2011). Discusión sobre La relevancia valorativa del resultado global frente al resultado neto: una perspectiva europea (por B. Giner Inchausti y F. Pardo Pérez). *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40(150), 339-350.

Sotomayor, S. (2005). *La relevancia valorativa de los intangibles y los valores tecnológicos europeos*. Tesis doctoral. Universidad de Cádiz.

Sotomayor, S. y Larrán, M. (2005). La valoración de empresas y los intangibles. *Partida Doble*, 166, 62-83.

Zacks, L., (2011). *The handbook of Equity Market Anomalies*. Wiley Finances

Fuentes electrónicas:

http://www.bolsamadrid.es/esp/Indices/Ibex/ComposicionHistorica_Ibex.aspx.

Composición Ibex 35. Recuperado el 18 Marzo de 2014.

<http://www.abertis.com/informe-anual/var/lang/es/idm/119>.

Información financiera. Recuperado el 20 de septiembre de 2014.

<http://www.acciona.es/accionistas-e-inversores/informacion-financiera/memoria-anual>.

Información financiera. Recuperado el 20 de septiembre de 2014.

<http://www.acerinox.com/es/accionistas--inversores/informacion-economico-financiera/index2.html>.

Información financiera. Recuperado el 20 de septiembre de 2014.

http://www.grupoacs.com/index.php/es/c/accionistaseinversores_informeannual.

Información financiera. Recuperado el 21 de septiembre de 2014.

<http://www.altadis.com/sobre-altadis-documentacion.php>.

Información financiera. Recuperado el 21 de septiembre de 2014.

<http://www.atresmediacorporacion.com/accionistas-inversores/informacion-financiera-cnmv/informes-anauales/>.

Información financiera. Recuperado el 21 de septiembre de 2014.

<http://www.grupobancopopular.com/ES/AccionistasInversores/InformacionEconomicaFinanciera/Paginas/InformesAnuales.aspx>.

Información financiera. Recuperado el 22 de septiembre de 2014.

https://www.grupbancsabadell.com/es/INFORMACION_ACCIONISTAS_E_INVERSORES/INFORMACION_FINANCIERA/INFORMES_ANUALES/INFORMES_ANUALES_ANTERIORES/?menuid=39324&language=es.

Información financiera. Recuperado el 24 de septiembre de 2014.

http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Relacion-con-Inversores/Informe-anual.html.

Información financiera. Recuperado el 27 de septiembre de 2014.

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/inf_financiera_cnmv/informacion_financiera/memoria/2011.

Información financiera. Recuperado el 27 de septiembre de 2014.

<http://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/tlbb/bbvair/esp/financials/reports/index.jsp>.

Información financiera. Recuperado el 27 d septiembre de 2014.

https://www.bolsasymercados.es/aspx/inf_legal/infFinan.aspx?id=esp&tipo=anual.

Información financiera. Recuperado el 29 de septiembre de 2014.

<https://www.cintra.es/es/Compania/Informacion-Economica>.

Información financiera. Recuperado el 29 de septiembre de 2014.

http://www.enagas.es/cs/Satellite?cid=1146236524584&language=es&pagename=E_NAGAS%2FPage%2FENAG_listadoComboAnio.

Información financiera. Recuperado el 4 de octubre de 2014.

<http://www.endesa.com/es/saladeprensa/centrodocumental/informesanuales>.

Información financiera. Recuperado el 4 de octubre de 2014.

http://www.ferrovial.com/es/Nuestra-compania/Informe-Anual?_afLoop=28441166152872718&_afWindowMode=0&_afWindowId=null#%40%3F_afWindowId%3Dr4v1kyslu_1%26_afLoop%3D28413793870257242%26wcnave.model%3D%25252Foracle%25252Fwebcenter%25252Fportalapp%25252Fnavigations%25252Fnavegacion_es%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3D7vmgutnz1_4.

Información financiera. Recuperado el 4 de octubre de 2014.

<http://www.fcc.es/fccweb/accionistas-e-inversores/informacion-financiera/informe-anual/index.html>.

Información financiera. Recuperado el 6 de octubre de 2014.

<http://www.gamesacorp.com/es/accionistas-inversores/informacion-financiera/informe-anual/>.

Información financiera. Recuperado el 6 de octubre 2014.

<http://www.gasnaturalfenosa.es/es/conocenos/mas+que+gas+y+electricidad/informacion+economica/1297078467363/informes+anuales.html>.

Información financiera. Recuperado el 10 de octubre de 2014.

<https://www.iberdrola.es/accionistas-inversores/informes-anuales/2013/>.

Información financiera. Recuperado el 10 de octubre de 2014.

http://www.inditex.com/es/investors/investors_relations/annual_report;jsessionid=hOelhFCEfb6cTlwz_Sm3oB0.

Información financiera. Recuperado el 11 de octubre de 2014.

<http://www.indracompany.com/accionistas/memoria-y-cuentas-anuales>.

Información financiera. Recuperado el 11 de octubre de 2014.

<http://www.inmocolonial.com/wp-content/uploads/2011/09/Informe-Anual-2007.pdf>

Información financiera. Recuperado el 11 de octubre de 2014.

<http://www.mapfre.com/mapfrere/es/cinformativo/datos-consolidados.shtml>.

Información financiera. Recuperado el 11 de octubre de 2014.

<http://corporate.nh-hotels.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-financiera/informes-anuales>.

Información financiera. Recuperado el 11 de octubre de 2014.

<http://www.ree.es/es/publicaciones/sistema-electrico-espanol/informe-anual>.

Información financiera. Recuperado el 13 de octubre de 2014.

http://www.repsol.com/es_es/corporacion/accionistas-inversores/informacion-financiera/informe-anual-consolidado/.

Información financiera. Recuperado el 13 de octubre de 2014.

<http://www.sacyr.com/syv/Door.do?OPERATION=gestor&FUNCTION=34&id1=121&locale=es>.

Información financiera. Recuperado el 13 de octubre de 2014.

http://www.telefonica.com/es/shareholders-investors/html/financiar_reports/informesanuales.shtml.

Información financiera. Recuperado el 13 de octubre de 2014.

<http://www.mediaset.es/inversores/es/informacion-financiera.html>.

Información financiera. Recuperado el 14 de octubre de 2014.

<http://www.gasnaturalfenosa.com/es/accionistas+e+inversores/informacion+economica/informes+anuales/1285338473985/historico+de+informes+anuales+de+union+fenosa.html>.

Información financiera. Recuperado el 14 de octubre de 2014.

http://informeanual.abengoa.es/web/2013/es/info_legal_financiera/.

Información financiera. Recuperado el 14 de octubre de 2014.

http://www.caixabank.com/informacionparaaccionistaseinversores/informacioneconomicofinanciera/informacionpublicaperiodica/2014_es.html.

Información financiera. Recuperado el 14 de octubre de 2014.

<http://www.grifols.es/es/web/international/investor-relations/public-periodic-information>.

Información financiera. Recuperado el 14 de octubre de 2014.

<https://www.iberdrola.es/accionistas-inversores/gobierno-corporativo/junta-general-accionistas/2011/documentacion/cuentas-anuales-renovables/>.

Información financiera. Recuperado el 1 de abril de 2014.

<http://www.ohl.es/Plantillas/grid5.aspx?IdF=211&IdL=130&idM=479&lan=es>.

Información financiera. Recuperado el 14 de octubre de 2014.

<http://www.tecnicasreunidas.es/es/informacion-para-accionistas-e-inversores/informacion-financiera/>.

Información financiera. Recuperado el 14 de octubre de 2014.

<http://www.ebrofoods.es/informacion-para-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informe-anual/>.

Información financiera. Recuperado el 15 de octubre de 2014.

http://www.investors.amadeus.com/spanish/quarterly_financial_infoSpanish/annual_reportsSpanish/.

Información financiera. Recuperado el 15 de octubre de 2014.

<http://www.es.iairgroup.com/phoenix.zhtml?c=240950&p=irol-reportsannual>.

Información financiera. Recuperado el 15 de octubre de 2014.

<http://www.bankia.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informes-financieros/>.

Información financiera. Recuperado el 15 de octubre de 2014.

<http://www.invertia.com/>.

Información dividendos. Recuperado el 15 de octubre de 2014.

<http://www.invertia.com/mercados/bolsa/empresas/yahoo/historico-rv018yahoo>.

Cotizaciones históricas. Recuperado el 16 de octubre de 2014.

<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Portada/Portada.aspx>.

Información financiera. Recuperado el 16 septiembre de 2014.

9. ANEXOS

ANEXO I. IBEX 35: DESCRIPCIÓN DEL ÍNDICE Y EVOLUCIÓN

Los datos de las empresas que tomaremos para realizar nuestro análisis serán los referidos a aquellas empresas formantes del índice español bursátil más importante, el Ibex 35.

A continuación expondremos una breve descripción de este índice, además de los criterios que han de cumplir las empresas para poder entrar a formar parte del mismo.

Descripción del índice

El Ibex35 es el índice bursátil español más importante. Está elaborado por Bolsas y Mercados Españoles, y formado por las 35 empresas cotizadas en la bolsa española que cuentan con mayor liquidez durante el periodo de control.

Es un índice ponderado por capitalización bursátil. Esto quiere decir que se ponderará calculando el número de acciones en circulación por precio de la acción. Como consecuencia, no todas las empresas que lo componen tienen el mismo peso, dentro del índice.

Entre los criterios utilizados para que un valor forme parte del índice Ibex35, no se tiene en cuenta el sector económico al que pertenece el citado valor, ya que el índice Ibex35 no debe guardar ninguna diversificación sectorial específica en su composición.

La selección de un valor para formar parte del índice no depende directamente de la dimensión de las empresas, aun así, se requiere un mínimo de capitalización para ser elegible como componente del Ibex35. Lo más probable es que las grandes empresas que coticen en bolsa formen parte de este índice, debido al gran volumen de títulos que negocian diariamente, pero no tanto por su tamaño como por la liquidez de sus acciones.

Criterios de inclusión en el índice

Para que se pueda incorporar un valor al Ibex35, debe cumplir unos requisitos mínimos:

- *Su capitalización media deberá ser superior al 0,30% de la capitalización media del Ibex 35 durante el periodo de control. Se entenderá como capitalización media del valor computable en el índice, la media aritmética corregida por el coeficiente correspondiente, en función del tramo de capital flotante, resultante de multiplicar los títulos admitidos a cotización en cada una de las sesiones de contratación bursátil del periodo de control por el precio de cierre de cada una de dichas sesiones.*
- *El valor debe haber contratado, al menos, un tercio de las sesiones del periodo de control. Se tendrá en cuenta el volumen de contratación en euros que haya en el mercado de órdenes y la calidad del mismo, atendiendo a las características de las operaciones realizadas y a su cuantía.*

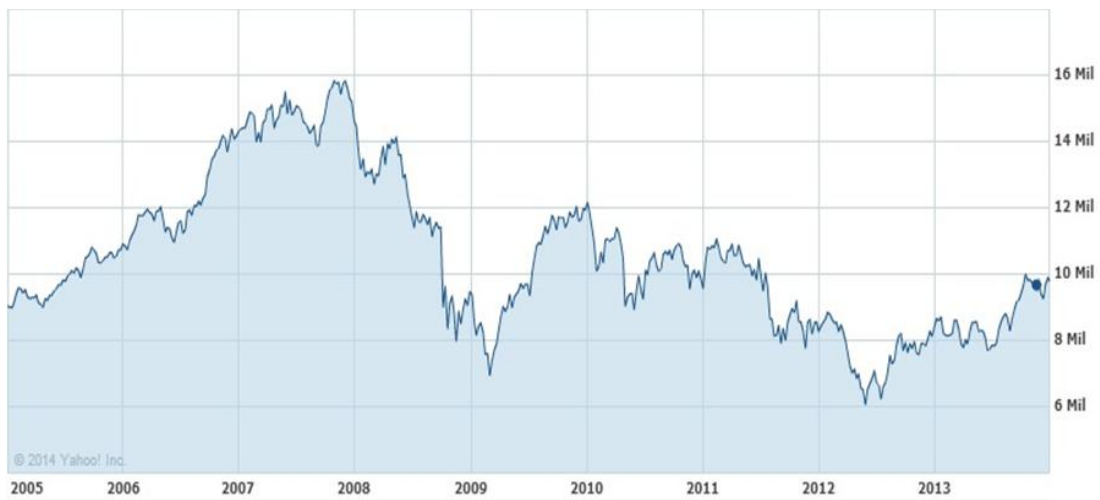
Si no cumpliera estos requisitos, aún podría seguir siendo un candidato a la inclusión en el índice, puesto que aún tendría opciones de ser elegido si estuviera dentro de los primeros 20 valores por capitalización.

En la selección semestral de los 35 valores más líquidos, no existe un número mínimo ni máximo de cambios a realizar respecto al periodo anterior. De esta manera, puede no realizarse ningún cambio durante un período de control, o realizarse tantos cambios como sea pertinente, según sean los resultados de la medición de liquidez. En la historia del Ibex35, se han llegado a cambiar hasta cinco valores en una revisión, y en otras ocasiones no se ha realizado ningún cambio.

Evolución del índice

En el siguiente gráfico observaremos la evolución del Ibex35 desde 2005 hasta 2013, que será el período que analizaremos en nuestro trabajo.

Gráfico 4. Evolución del Ibex35 d 2005 a 2013



Con este gráfico se hace palpable la incidencia que la crisis tuvo sobre la cotización del índice bursátil español más importante. Con anterioridad a la crisis, la cotización subió hasta alcanzar, el 8 de noviembre de 2007, un máximo histórico de 15.945,70 puntos. A partir de ese momento es evidente la tendencia negativa que sufrió el Ibex, hasta que alcanzó su mínimo en Mayo de 2012.

Durante los últimos meses de 2013 y los primeros de 2014 se ha observado una tendencia al alza de los valores del Ibex35, retomando después de su mínimo en 2012, valores que, aunque no demasiado optimistas, lo sitúan a niveles de 2005. Esto supone estar a más de un 50% menos del el máximo registrado en 2007.

Componentes históricos del Ibex35

Como ya hemos visto antes, para que una empresa pueda ser introducida en el Ibex35, debe superar en un 0.3% la cotización media del índice durante el período de control. El periodo de control es aquel intervalo de seis meses completos antes de cada reunión ordinaria y de seguimiento del Comité Asesor Técnico. Este Comité, está formado por reconocidos expertos del ámbito académico y financiero que se reúnen a finales de Junio y Diciembre.

Esto implica, como es obvio, que las empresas que forman el Ibex35 no sean siempre las mismas. La siguiente tabla recoge todas las variaciones que ha habido en el Ibex desde el 2005, por lo tanto sabremos cuáles eran los componentes del Ibex en cada período analizado.

Tabla 27. Componentes históricos del Ibex35 (2005-2013)

Composición Ibex 35 a 31 de Diciembre de cada año				
2005	2006	2007	2008	2009
ABERTIS	ABERTIS	ABERTIS	ABERTIS	ABERTIS
ACS	ACS	ACS	ACS	ACS
ACERINOX	ACERINOX	ACERINOX	ACERINOX	ACERINOX
ALTADIS	ALTADIS	ALTADIS	IBERDROLA RENOVABLES	IBERDROLA RENOVABLES
RED ELÉCTRICA	RED ELÉCTRICA	RED ELÉCTRICA	RED ELÉCTRICA	RED ELÉCTRICA
ACCIONA	ACCIONA	ACCIONA	ACCIONA	ACCIONA
BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA
BANKINTER	BANKINTER	BANKINTER	BANKINTER	BANKINTER
CINTRA	CINTRA	CINTRA	CINTRA	Exclusión de Cintra
ENDESA	ENDESA	ENDESA	ENDESA	ENDESA
ENAGAS	ENAGAS	ENAGAS	ENAGAS	ENAGAS
FOMENTO Cyc	FOMENTO Cyc	FOMENTO Cyc	FOMENTO Cyc	FOMENTO Cyc
FERROVIAL	FERROVIAL	FERROVIAL	FERROVIAL	FERROVIAL
GAMESA	GAMESA	GAMESA	GAMESA	GAMESA
GAS NATURAL	GAS NATURAL	GAS NATURAL	GAS NATURAL	GAS NATURAL
IBERDROLA	IBERDROLA	IBERDROLA	IBERDROLA	IBERDROLA
IBERIA	IBERIA	IBERIA	IBERIA	IBERIA
INDRA	INDRA	INDRA	INDRA	INDRA
INDITEX	INDITEX	INDITEX	INDITEX	INDITEX
ARCELOR	FADESA	INMOBILIARIA COLONIAL	TÉCNICAS REUNIDAS	TÉCNICAS REUNIDAS
MAPFRE	MAPFRE	MAPFRE	MAPFRE	MAPFRE
METROVACESA	METROVACESA	BME	BME	BME
ANTENA3TV	ANTENA3TV	ANTENA3TV	GRIFOLS	GRIFOLS
BANCO POPULAR	BANCO POPULAR	BANCO POPULAR	BANCO POPULAR	BANCO POPULAR
PRISA	PRISA	AGUAS DE BARCELONA	CRITERIA	CRITERIA
REPSOL	REPSOL	REPSOL	REPSOL	REPSOL
BANCO SABADELL	BANCO SABADELL	BANCO SABADELL	BANCO SABADELL	BANCO SABADELL
SANTANDER	SANTANDER	SANTANDER	SANTANDER	SANTANDER
SOGECABLE	SOGECABLE	SOGECABLE	OHL	OHL
SACYR	SACYR	SACYR	SACYR	SACYR
TELEFONICA	TELEFONICA*	TELEFONICA	TELEFONICA	TELEFONICA
TECNOCOM	TECNOCOM	BANESTO	BANESTO	BANESTO
MEDIASET	MEDIASET	MEDIASET	MEDIASET	MEDIASET
TPI	NH HOTELES	NH HOTELES	ABENGOA	ABENGOA
UNIÓN FENOSA	UNIÓN FENOSA	UNIÓN FENOSA	UNIÓN FENOSA	ARCELORMITTAL

2010	2011	2012	2013
ABERTIS	ABERTIS	ABERTIS	ABERTIS
ACS	ACS	ACS	ACS
ACERINOX	ACERINOX	ACERINOX	VISCOFAN
IBERDROLA RENOVABLES	BANKIA	BANKIA	BANKIA
RED ELÉCTRICA	RED ELÉCTRICA	RED ELÉCTRICA	RED ELÉCTRICA
ACCIONA	ACCIONA	ACCIONA	ACCIONA
BBVA	BBVA	BBVA	BBVA
BANKINTER	BANKINTER	BANKINTER	BANKINTER
EBRO FOODS	EBRO FOODS	DIA	DIA
ENDESA	ENDESA	ENDESA	JAZZTEL
ENAGAS	ENAGAS	ENAGAS	ENAGAS
FOMENTO Cyc	FOMENTO Cyc	FOMENTO Cyc	FOMENTO Cyc
FERROVIAL	FERROVIAL	FERROVIAL	FERROVIAL
GAMESA	GAMESA	GAMESA	GAMESA
GAS NATURAL	GAS NATURAL	GAS NATURAL	GAS NATURAL
IBERDROLA	IBERDROLA	IBERDROLA	IBERDROLA
IBERIA	INTERNATIONAL AIRLINES GP	INTERNATIONAL AIRLINES GP	INTERNATIONAL AIRLINES GP
INDRA	INDRA	INDRA	INDRA
INDITEX	INDITEX	INDITEX	INDITEX
TÉCNICAS REUNIDAS	TÉCNICAS REUNIDAS	TÉCNICAS REUNIDAS	TÉCNICAS REUNIDAS
MAPFRE	MAPFRE	MAPFRE	MAPFRE
BME	BME	BME	BME
GRIFOLS	GRIFOLS	GRIFOLS	GRIFOLS
BANCO POPULAR	BANCO POPULAR	BANCO POPULAR	BANCO POPULAR
CRITERIA	CAIXABANK	CAIXABANK	CAIXABANK
REPSOL	REPSOL	REPSOL	REPSOL
BANCO SABADELL	BANCO SABADELL	BANCO SABADELL	BANCO SABADELL
SANTANDER	SANTANDER	SANTANDER	SANTANDER
OHL	OHL	OHL	OHL
SACYR	SACYR	SACYR	SACYR
TELEFONICA	TELEFONICA	TELEFONICA	TELEFONICA
BANESTO	AMADEUS (AMS)	AMADEUS	AMADEUS
MEDIASET	MEDIASET	MEDIASET	MEDIASET
ABENGOA	ABENGOA	ABENGOA	EBRO FOODS
ARCELORMITTAL	ARCELORMITTAL	ARCELORMITTAL	ARCELORMITTAL

Como ya hemos dicho se incluyen en el índice independientemente del sector en el que cada una opera. En 2005 se implantó un sistema de Clasificación Sectorial y Subsectorial unificada con la que poder clasificar por sectores las empresas que operan en bolsa. De esta forma tenemos:

b) Petróleo y energía:

- Petróleo: *Repsol S.A.*
- Electricidad y gas: *Enagas, S.A., Endesa, S.A., Gas Natural, S.A., Iberdrola, S.A., Red Eléctrica, S.A.*
- Aguas y otros.

- Energías renovables.

b) Materiales básicos, industria y construcción:

- Minerales, metales y transformación de productos metálicos: *Acerinox, S.A., ArcelorMittal, S.A.*
- Fabricación y montaje de bienes de equipo.
- Construcción: *Acciona, S.A., A.C.S., S.A., FCC, S.A., Ferrovial, S.A., OHL, S.A., SACYR, S.A.*
- Materiales de construcción.
- Industria química.
- Ingeniería y otros: *Abengoa, S.A., Técnicas Reunidas, S.A.*
- Aeroespacial.

c) Bienes de consumo:

- Alimentación y bebidas: *Viscofan, S.A.*
- Textil, vestido y calzado: *Inditex, S.A.*
- Papel y artes gráficas.
- Automóvil.
- Productos farmacéuticos y biotecnología: *Grifols, S.A.*
- Otros bienes de consumo.

d) Servicios de consumo:

- Ocio, turismo y hostelería.
- Comercio: *Dia, S.A.*
- Medios de comunicación y publicidad: *Mediaset, S.A.*
- Transporte y distribución: *IAG, S.A.*
- Autopistas y aparcamientos: *Abertis Infraestructuras, S.A.*
- Otros servicios.

f) Servicios financieros e inmobiliarias:

- Bancos y cajas de ahorros: *Banco Popular, S.A., Banco Sabadell, S.A., Bankinter, S.A., BBVA, S.A., CaixaBank, S.A., Santander, S.A.*
- Seguros: *Mapfre, S.A.*

- Sociedades de cartera y holdings.
- SICAV.
- Inmobiliarias y otros.
- Servicios de inversión: *BME, S.A.*
- Fondos cotizados.
- Capital riesgo.
- Instituciones de inversión libre.

g) Tecnología y telecomunicaciones:

- Telecomunicaciones y otros: *Jazztel, Telefónica, S.A.*
- Electrónica y software: *Amadeus It Holding, S.A., Indra, S.A.*
- Hardware tecnológico y equipamiento.

ANEXO II. MODELO PREVIO

Tabla 28. Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
1	,544 ^a	,296	,289	1,32612019496	1,868

a. Variables predictoras: (Constante), Dividendo Bruto, Fondos Propios, Resultado

b. Variable dependiente: Capitalización

Tabla 29. ANOVA del modelo

ANOVA ^a						
Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	215,893	3	71,964	40,922	,000 ^b
	Residual	513,510	292	1,759		
	Total	729,403	295			

a. Variable dependiente: Capitalización

b. Variables predictoras: (Constante), DividendoBruto, FondosPropios, Resultado

Tabla 30. Coeficientes del modelo

Modelo	Coeficientes ^a						Estadísticos de colinealidad	
	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Tolerancia	FIV	
	B	Error típ.	Beta					
(Constante)	-,072	,136		-,528	,598			
1 Fondos Propios	1,838	,553	,197	3,322	,001	,686	1,459	
Resultado	7,770	2,073	,284	3,748	,000	,419	2,389	
Dividendo Bruto	5,012	2,242	,156	2,236	,026	,496	2,017	

a. Variable dependiente: Capitalización

Tabla 31. Casos atípicos. Inmobiliaria Colonial 2008

Diagnósticos por caso ^a				
Número de casos	Residuo típ.	Capitalización	Valor pronosticado	Residual
79	15,000	20,4392114900	,547027074482	19,892184416

a. Variable dependiente: Capitalización

ANEXO III. MODELO INICIAL

Gráfico 5. Regresión parcial. Capitalización-Fondos propios

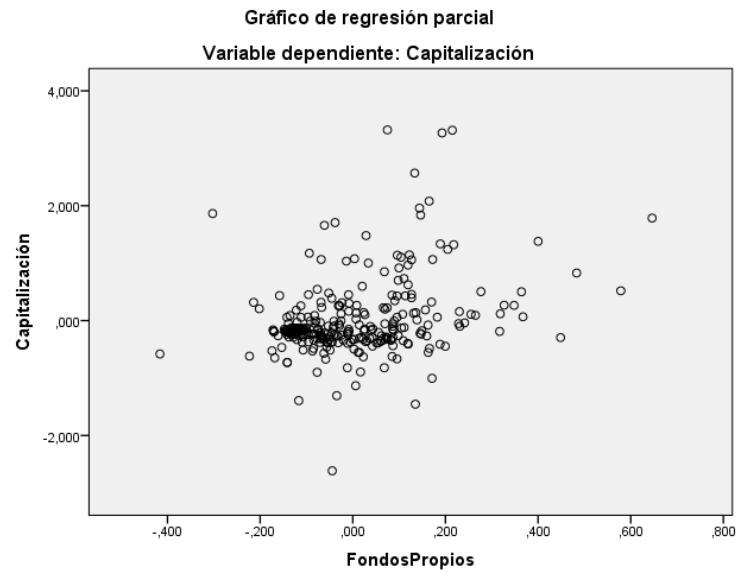


Gráfico 6. Regresión parcial. Capitalización-Resultado

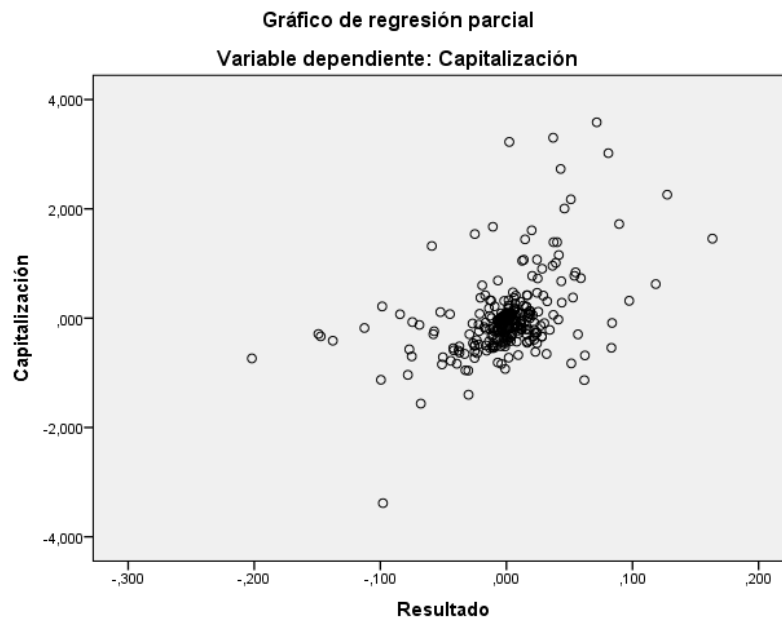
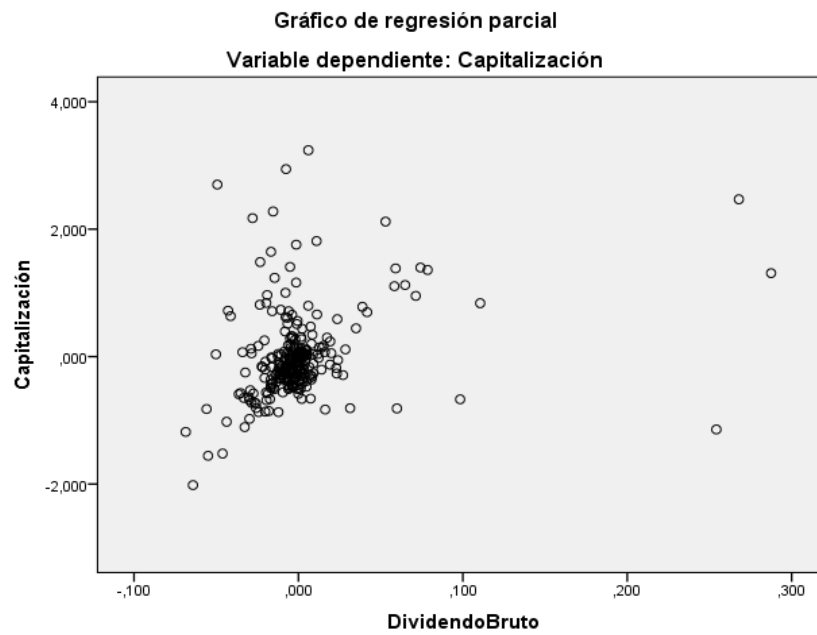


Gráfico 7. Regresión parcial. Capitalización-Dividendo bruto



ANEXO IV. MODELO ALTERNATIVO

Gráfico 8. Gráfico de residuos del modelo alternativo

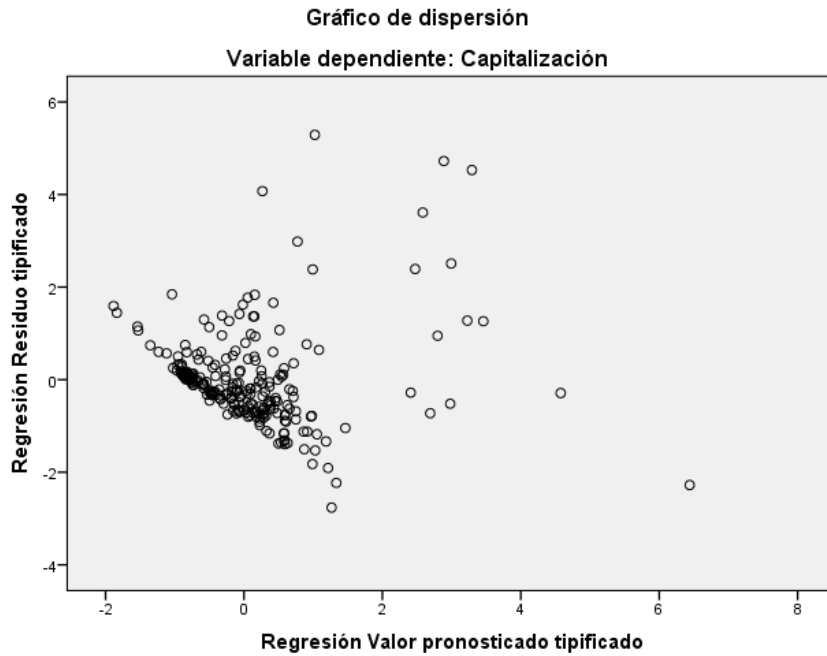


Tabla 32. Estadísticos de colinealidad del modelo alternativo

Modelo	Estadísticos de colinealidad	
	Tolerancia	FIV
(Constante)		
Resultado	,426	2,346
DividendoBruto	,540	1,853
5 FondosPropios	,654	1,530
AmortizaciónIntangible	,800	1,250
FondodeComercio	,796	1,256

Tabla 33. Histograma de residuos del modelo alternativo

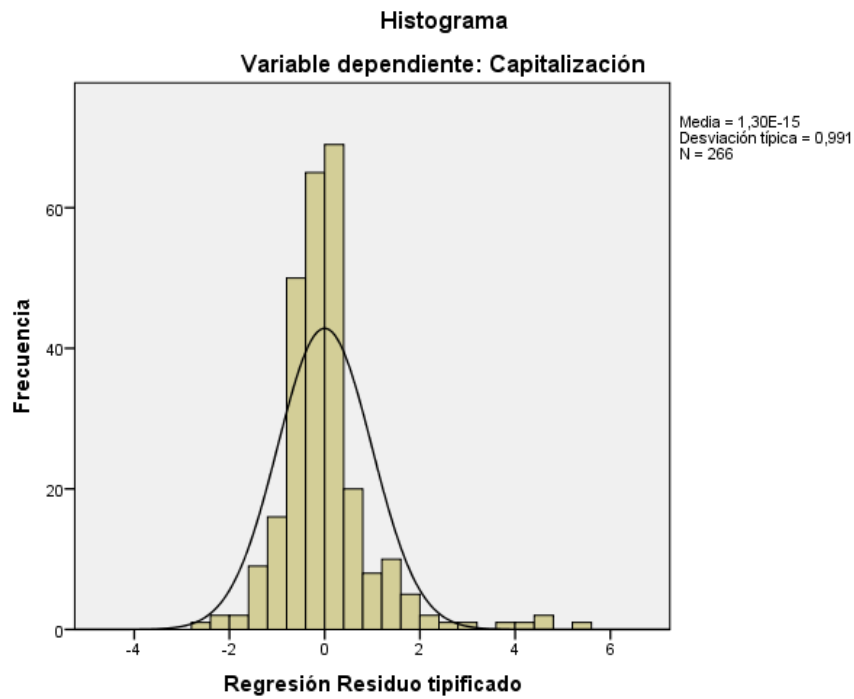


Gráfico 9. Gráfico P-P del modelo alternativo

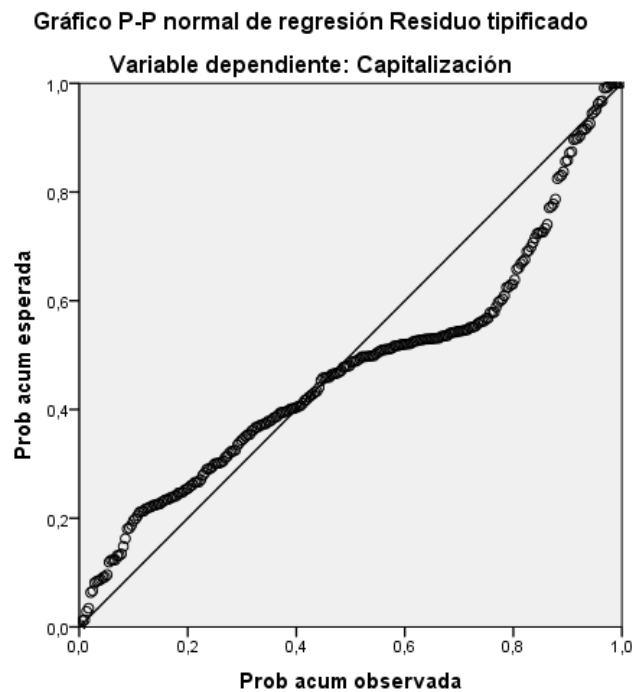


Tabla 34. Estadísticos sobre los residuos del modelo alternativo

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típica	N
Valor pronosticado	-,8147518070	5,8133502077	,68563723455	,7962614205	266
Residual	-1,643145203	3,1453232765	,00000000010	,5890078562	266
Valor pronosticado tip.	-1,884	6,440	,000	1,000	266
Residuo típ.	-2,763	5,289	,000	,991	266

ANEXO V. DATOS

Tabla 35. Datos de variables

	Empresas	Fondos Propios	Resultado	Dividendo Bruto	Activo Total	Fondo de Comercio	Intangibles	Amortización Intangible	Gastos Explotación	Nº Acciones	Precio Cierre	Dividendos
2005	ABERTIS	3.036.133 €	514.868 €	277.367.557 €	8.446.672 €	1.082.456 €	707.909 €	106.979 €	382.793 €	579055443	21,26 €	0,479 €
	ACS	2.635.524 €	632.980 €	137.620.522 €	17.712.490 €	1.047.586 €	117.940 €	63.799 €	1.364.502 €	352873134	27,21 €	0,390 €
	ACERINOX	2.051.389 €	152.895 €	88.230.000 €	3.646.985 €	69.124 €	15.356 €	25.688 €	528.967 €	259500000	12,29 €	0,340 €
	ALTADIS (ALT)	1.323.836 €	629.506 €	242.299.283 €	6.051.518 €	2.863.811 €	859.303 €	231.163 €	2.534.520 €	269221426	38,32 €	0,900 €
	RED ELÉCTRICA	962.853 €	162.433 €	83.028.726 €	4.657.349 €	15.056 €	8.686 €	29.765 €	170.042 €	135270000	26,16 €	0,614 €
	ACCIONA	3.430.913 €	342.836 €	106.128.500 €	10.911.109 €	602.046 €	192.338 €	29.354 €	2.453.492 €	635500000	94,45 €	1,670 €
	BBVA	17.302.112 €	4.070.572 €	406.902.245 €	392.389.494 €	1.857.854 €	212.195 €	87.650 €	249.403 €	3390852043	15,08 €	0,120 €
	CINTRA (CIN)	1.569.000 €	34.000 €	31.431.424 €	10.235.000 €	182.000 €	182.000 €	12.000 €	83.000 €	491116000	9,77 €	0,064 €
	ENDESA (ELE)	16.327.000 €	3.757.000 €	781.570.813 €	55.365.000 €	4.278.000 €	863.000 €	84.000 €	1.729.000 €	1058752117	22,22 €	0,738 €
	ENAGAS	1.110.429 €	190.960 €	78.782.306 €	3.225.619 €	0 €	29.600 €	19.304 €	144.278 €	238734260	15,80 €	0,330 €
	FOMENTO Cyc	2.531.511 €	479.290 €	173.132.483 €	8.862.700 €	384.606 €	494.356 €	167.719 €	1.069.045 €	127303296	47,90 €	1,360 €
	FERROVIAL	3.024.949 €	415.852 €	422.359.869 €	21.411.877 €	1.995.646 €	157.041 €	43.789 €	1.057.635 €	491116127	9,77 €	0,860 €
	GAMESA	798.987 €	135.167 €	72.989.971 €	3.466.837 €	386.966 €	100.411 €	42.170 €	127.956 €	243299904	12,36 €	0,300 €
	GAS NATURAL	5.766.000 €	827.000 €	317.920.980 €	13.712.000 €	456.000 €	1.354.000 €	502.000 €	745.000 €	447776028	23,66 €	0,710 €
	IBERIA	1.738.233 €	396.019 €	330.106.679 €	5.543.918 €	0 €	47.417 €	59.886 €	2.146.198 €	943161939	2,29 €	0,350 €
	INDRA	283.003 €	107.428 €	77.479.601 €	1.296.580 €	108.705 €	13.620 €	62.400 €	135.094 €	146187926	16,51 €	0,530 €
	INDITEX	2.393.300 €	645.797 €	299.198.592 €	4.212.865 €	68.777 €	375.729 €	149.739 €	683.100 €	623330400	27,55 €	0,480 €
	ARCELOR	17.633.000 €	4.278.000 €	332.682.650 €	35.916000 €	0 €	193.000 €	633.000 €	378.000 €	639774327	2,80 €	0,520 €
	MAPFRE	3.161.280 €	393.810 €	69.281.205 €	27.420.980 €	595.970 €	54.900 €	74.380 €	242.520 €	238900706	48,22 €	0,290 €
	METROWACESA	3.323.321 €	414.193 €	100.769.303 €	13.309.747 €	240.389 €	12.560 €	13.968 €	55.898 €	101781715	51,30 €	0,990 €
	ANTENA3TV	391.524 €	226.010 €	422.225.600 €	1.003.442 €	180.739 €	20.982 €	69.214 €	201.550 €	222224000	20,14 €	1,900 €
	BANCO POPULAR	5.347.019 €	877.749 €	1.300.512.818 €	77.697.748 €	341.562 €	20.986 €	11.022 €	41.790 €	1215432540	10,15 €	1,070 €
	PRISA	865.255 €	159.500 €	26.257.500 €	2.147.153 €	225.732 €	91.716 €	145.781 €	4.262 €	218812500	14,40 €	0,120 €
	REPSOL	16.790.000 €	3.224.000 €	610.431.732 €	45.782.000 €	3.773.000 €	1.003.000 €	953.000 €	1.049.000 €	1220863463	24,67 €	0,500 €
	BANCO SABADELL	3.506.708 €	454.967 €	171.361.915 €	52.320.395 €	2.696 €	48.524 €	165.700 €	262.092 €	306003420	5,35 €	0,560 €
SANTANDER	42.626.699 €	6.749.770 €	6.629.554.374 €	809.106.914 €	14.018.245 €	2.211.026 €	704.345 €	3.753.100 €	6254296579	10,98 €	1,060 €	
SOGECABLE	339.121 €	7.726 €	0 €	2.379.996 €	11.006 €	348.429 €	395.238 €	278.125 €	133564631	33,86 €	0,000 €	
SACYR	1.979.749 €	422.345 €	115.277.666 €	14.306.696 €	255.777 €	4.406.218 €	1.310.991 €	909.177 €	274470634	20,60 €	0,420 €	
TELEFONICA	16.158.430 €	4.827.060 €	2.460.565.185 €	73.173.770 €	8.910.230 €	7.877.110 €	7.034.850 €	8.302.600 €	4921130370	12,71 €	0,500 €	
MEDIASET	571.145 €	290.396 €	172.649.299 €	893.331 €	0 €	328.225 €	849.781 €	160.415 €	246641856	21,32 €	0,700 €	
2006	ABERTIS	4.446.621 €	574.832 €	304.004.108 €	19.217.335 €	3.935.343 €	2.869.807 €	229.544 €	751.006 €	608008215	22,50 €	0,500 €
	ACS	3.256.361 €	1.273.412 €	211.723.880 €	25.182.704 €	1.086.615 €	134.630 €	75.327 €	1.614.060 €	352873134	42,71 €	0,600 €
	ACERINOX	2.280.275 €	531.458 €	233.550.000 €	4.859.406 €	69.124 €	16.706 €	28.891 €	57.940 €	259500000	23,05 €	0,900 €
	ALTADIS (ALT)	931.946 €	509.310 €	269.221.426 €	6.007.407 €	2.749.505 €	778.215 €	185.936 €	2.620.106 €	269221426	39,65 €	1,000 €
	RED ELÉCTRICA	1.022.031 €	200.158 €	98.801.208 €	4.818.400 €	0 €	5.433 €	32.465 €	181.069 €	135270000	35,49 €	0,730 €
	ACCIONA	4.633.161 €	1.388.589 €	66.092.000 €	21.287.366 €	1.161.753 €	617.124 €	62.095 €	3.121.988 €	635500000	141,10 €	1,040 €
	BBVA	22.318.478 €	4.971.035 €	2.024.622.399 €	411.916.307 €	2.973.435 €	295.830 €	89.308 €	263.340 €	3551969121	18,24 €	0,570 €
	CINTRA (CIN)	1.532.000 €	156.000 €	41.253.760 €	11.885.000 €	159.000 €	92.000 €	19.000 €	184.000 €	515672000	12,70 €	0,080 €
	ENDESA (ELE)	15.936.000 €	3.798.000 €	2.551.592.602 €	54.088.000 €	3.986.000 €	804.000 €	203.000 €	1.881.000 €	1058752117	35,83 €	2,410 €
	ENAGAS	1.235.203 €	216.384 €	95.493.704 €	3.626.195 €	0 €	32.278 €	23.899 €	160.037 €	238734260	17,62 €	0,400 €
	FOMENTO Cyc	3.417.518 €	535.511 €	205.467.520 €	19.022.074 €	2.470.045 €	787.287 €	242.071 €	1.512.614 €	127303296	77,20 €	1,614 €
	FERROVIAL	6.662.118 €	1.425.741 €	489.888.336 €	54.979.976 €	9.275.036 €	179.398 €	71.156 €	1.776.658 €	515671933	12,70 €	0,950 €
	GAMESA	1.084.737 €	310.795 €	0 €	3.701.868 €	387.258 €	120.037 €	42.170 €	222.625 €	243299904	20,85 €	0,000 €
	GAS NATURAL	5.996.000 €	929.000 €	376.131.864 €	13.355.000 €	441.000 €	1.188.000 €	572.000 €	922.000 €	447776028	29,88 €	0,840 €
	IBERIA	1.738.596 €	116.098 €	18.961.333 €	5.751.250 €	0 €	48.853 €	94.481 €	2.288.108 €	948066632	2,76 €	0,020 €
	INDRA	345.759 €	117.936 €	57.013.291 €	1.571.404 €	184.572 €	29.313 €	80.216 €	186.898 €	146187926	18,61 €	0,390 €
	INDITEX	2.920.873 €	810.863 €	417.631.368 €	5.202.863 €	79.094 €	419.959 €	179.847 €	831.483 €	623330400	40,81 €	0,670 €
	FADESA	320.472 €	65.886 €	45.660.060 €	842.576 €	16.049 €	32 €	18 €	10.746 €	111366000	35,15 €	0,410 €
	MAPFRE	3.411.660 €	515.880 €	83.615.247 €	28.347.810 €	598.820 €	67.020 €	91.650 €	388.902 €	1194503530	3,42 €	0,070 €
	METROWACESA	6.482.386 €	2.286.850 €	96.697.816 €	18.546.209 €	251.867 €	12.025 €	17.872 €	95.707 €	101781715	128,50 €	0,950 €
	ANTENA3TV	255.722 €	289.717 €	171.001.368 €	905.817 €	180.739 €	29.776 €	74.847 €	200.390 €	211112800	17,84 €	0,810 €
	BANCO POPULAR	5.914.581 €	1.026.031 €	441.688.185 €	91.650.434 €	341.562 €	27.670 €	12.711 €	43.127 €	1215432540	13,54 €	0,363 €
	PRISA	1.157.234 €	230.327 €	0 €	6.018.034 €	1.562.697 €	400.723 €	505.272 €	4.738 €	218812500	13,21 €	0,000 €
	REPSOL	18.042.000 €	3.348.000 €	732.518.078 €	45.201.000 €	3.422.000 €	1.156.000 €	1.096.000 €	639.000 €	1220863463	26,20 €	0,600 €
	BANCO SABADELL	4.195.416 €	911.305 €	342.723.830 €	72.779.833 €	481.268 €	146.028 €	184.528 €	308.617 €	306003420	8,19 €	1,120 €
SANTANDER	47.072.302 €	8.245.753 €	2.814.433.461 €	833.872.715 €	14.512.735 €	2.444.106 €	980.530 €	4.001.298 €	6254296579	13,93 €	0,450 €	
SOGECABLE	204.415 €	38.193 €	0 €	2.283.816 €	88.332 €	284.490 €	466.812 €	310.707 €	138432307	27,00 €	0,000 €	
SACYR	3.008.900 €	561.662 €	125.239.934 €	27.126.846 €	329.149 €	5.605.877 €	1.618.260 €	984.746 €	284636213	45,00 €	0,440 €	
TELEFONICA*	20.001.000 €	6.579.000 €	2.706.621.718 €	108.982.000 €	21.739.000 €	20.758.000 €	9.664.000 €	11.095.000 €	4921130397	16,12 €	0,550 €	
MEDIASET	598.975 €	314.352 €	291.037.390 €	931.552 €	0 €	206.480 €	917.983 €	168.971 €	246641856	21,58 €	1,180 €	
NH HOTELES	1.031.288 €	61.550 €	0 €	2.716.492 €	114.402 €	59.258 €	44.181 €	458.682 €	131598487	15,01 €	0,000 €	
2007	ABERTIS	5.019.578 €	756.499 €	338.356.571 €	20.827.511 €	3.957.454 €	2.730.812 €	357.368 €	778.683 €	638408625	22,04 €	0,530 €
	ACS	10.441.035 €	2.122.447 €	441.091.418 €	49.593.444 €	2.950.375 €	1.442.612 €	482.275 €	1.936.287 €	352873134	40,65 €	1,250 €
	ACERINOX	2.307.600 €	314.987 €	116.775.000 €	4.446.306 €	69.124 €	9.586 €	33.346 €	508.723 €	259500000	16,83 €	0,450 €
	RED ELÉCTRICA	1.202.828 €	243.056 €	121.526.568 €	5.315.024 €	0 €	3.993 €	34.969 €	184.695 €	135270000	43,24 €	0,898 €
	ACCIONA	6.456.454 €	1.043.868 €	183.659.500 €	36.276.343 €	8.105.454 €	763.211 €	275.070 €	3.467.198 €	635500000	216,85 €	2,890 €
	BBVA	27.942.932 €	6.415.045 €	2.511.139.311 €	502.204.002 €	7.436.197 €	807.625 €	151.000 €	386.000 €	3747969121	16,76 €	0,670 €
	CINTRA (CIN)	1.280.000 €	-26.000 €	0 €	12.296.000 €	164.000 €	84.000 €	16.000 €	188.000 €	541456000	10,33 €	0,000 €
	ENDESA (ELE)	17.130.000 €	3.483.000 €	1.736.353.472 €	58.047.000 €	2.291.000 €	510.000 €	179.000 €	1.837.000 €	1058752117	36,35 €	1,640 €
	ENAGAS	1.343.905 €	238.286 €	112.443.836 €	3.975.957 €	0 €	34.042 €	29.349 €	159.260 €	238734260	19,99 €	0,471 €
	FOMENTO Cyc	4.290.848 €	920.092 €	260.971.757 €	23.713.187 €	2.553.526 €	759.700 €	308.412 €	2.588.603 €	127303296	51,40 €	2,050 €
	FERROVIAL	6.848.000 €	734.000 €	563.113.750 €	51.587.000 €	7.242.000 €	160.000 €	84.000 €	12.746.000 €	541455529	10,33 €	1,040 €
	GAMESA	1.258.717 €	222.973 €	50.363.080 €	4.364.755 €	387.258 €	132.090 €	84.771 €	266.930 €	243299904	31,98 €	0,207 €
	GAS NATURAL	6.427.000 €	1.056.000 €	165.677.130 €	15.420.000 €	541.000 €	1.095.000 €	645.000 €	901.000 €	447776028	37,97 €	0,370 €
	IBERDROLA (IBE)	27.831.702 €	2.396.017 €	5.193.491.722 €	67.532.361 €	8.063.520 €	7					

La Relevancia Valorativa de los Intangibles en el Ibx35

	Empresas	Fondos Propios	Resultado	Dividendo Bruto	Activo Total	Fondo de Comercio	Intangibles	Amortización Intangible	Gastos Explotación	Nº Acciones	Precio Cierre	Dividendos
2008	ABERTIS	4.778.966 €	685.148 €	388.790.852 €	22.220.601 €	4.185.015 €	3.376.392 €	480.641 €	839.678 €	670329056	12,06 €	0,580 €
	ACS	9.913.040 €	2.639.731 €	586.933.247 €	51.398.365 €	1.132.563 €	334.343 €	76.565 €	2.054.595 €	335390427	32,65 €	1,750 €
	ACERINOX	2.020.550 €	-8.946 €	89.005.000 €	0 €	0 €	69.124 €	36.584 €	514.981 €	254300000	11,37 €	0,350 €
	BERDROLA RENOVABLES (IBR)	11.188.279 €	397.390 €	0 €	20.216.152 €	1.589.761 €	2.903.112 €	31.171 €	298.356 €	4224064900	3,05 €	0,000 €
	RED ELÉCTRICA	1.336.557 €	286.125 €	147.052.017 €	5.813.255 €	0 €	0 €	36.678 €	224.361 €	135270000	36,00 €	1,087 €
	ACCIONA	6.319.018 €	655.116 €	231.957.500 €	38.458.369 €	3.962.434 €	3.845.609 €	342.375 €	4.111.424 €	63550000	89,00 €	3,650 €
	BBVA	26.704.750 €	5.385.103 €	2.897.180.131 €	542.649.917 €	5.281.522 €	780.444 €	256.000 €	794.000 €	3747969121	8,66 €	0,773 €
	BANKINTER	1.965.004 €	252.289 €	121.281.091 €	53.469.627 €	0 €	13.851 €	3.920 €	31.706 €	405893880	6,31 €	0,299 €
	CINTRA (CIN)	470.000 €	-56.000 €	52.873.132 €	13.417.000 €	97.000 €	0 €	0 €	122.000 €	568528305	5,32 €	0,093 €
	ENDESA (ELE)	20.764.000 €	8.110.000 €	1.620.949.491 €	58.546.000 €	2.053.000 €	1.183.000 €	87.000 €	1.946.000 €	1058752117	28,60 €	1,531 €
	ENAGAS	1.456.080 €	258.885 €	142.977.948 €	4.717.826 €	0 €	37.552 €	29.349 €	155.126 €	238734260	15,56 €	0,599 €
	FOMENTO Cyc	2.952.670 €	396.035 €	272.429.053 €	20.592.248 €	2.556.385 €	743.804 €	369.993 €	2.426.540 €	127303296	23,33 €	2,140 €
	FERROVIAL	3.692.000 €	351.000 €	722.030.947 €	48.203.000 €	5.400.000 €	65.000 €	77.000 €	3.816.000 €	568528305	5,32 €	1,270 €
	GAMESA	1.508.110 €	322.167 €	55.958.978 €	4.775.311 €	311.384 €	136.089 €	116.850 €	33.143 €	243299904	12,74 €	0,230 €
	GAS NATURAL	6.721.000 €	1.172.000 €	192.543.692 €	18.765.000 €	54.600 €	1.071.000 €	705.000 €	985.000 €	447776028	19,29 €	0,430 €
	IBERDROLA (IBE)	25.708.102 €	2.968.698 €	1.355.629.727 €	85.837.029 €	7.254.953 €	10.615.644 €	955.325 €	2.145.080 €	5002323716	25,36 €	0,271 €
	IBERIA	1.564.000 €	32.000 €	162.027.511 €	5.634.000 €	0 €	52.000 €	20.000 €	2.157.000 €	953103008	1,98 €	0,170 €
	INDRA	823.564 €	186.081 €	82.066.270 €	2.461.628 €	431.561 €	87.327 €	86.349 €	343.512 €	164132539	16,10 €	0,500 €
	INDITEX	4.217.051 €	1.257.763 €	654.496.920 €	7.105.602 €	125.583 €	517.948 €	260.164 €	976.322 €	623330400	31,33 €	1,050 €
	TÉCNICAS REUNIDAS (TRE)	225.610 €	140.284 €	54.306.420 €	2.206.679 €	1.242 €	29.120 €	29.120 €	326.902 €	55986000	18,41 €	0,970 €
	MAPPRE	5.716.370 €	995.920 €	384.276.520 €	41.689.370 €	1.601.290 €	463.570 €	151.270 €	522.800 €	274832287	2,40 €	0,140 €
	BME	466.209 €	190.737 €	213.219.673 €	5.797.770 €	80.619 €	8.741 €	26.238 €	8.010 €	38615558	18,39 €	2,550 €
	GRIFOLS	41.279 €	122.116 €	35.155.708 €	1.180.239 €	158.567 €	57.756 €	52.276 €	194.682 €	213064899	18,39 €	0,165 €
	BANCO POPULAR	7.057.656 €	1.110.700 €	607.860.777 €	110.376.051 €	486.787 €	59.789 €	20.415 €	41.850 €	164132539	5,88 €	0,492 €
	CRITERIA	12.413.268 €	1.058.617 €	525.974.160 €	43.501.491 €	513.496 €	398.483 €	62.080 €	138.585 €	2629870800	2,73 €	0,200 €
	REPSOL	21.270.000 €	2.837.000 €	1.220.863.463 €	49.429.000 €	2.851.000 €	1.228.000 €	1.139.000 €	886.000 €	1220863463	15,10 €	1,000 €
	BANCO SABADELL	4.448.065 €	675.856 €	372.000.000 €	80.378.065 €	527.893 €	190.643 €	235.867 €	328.030 €	1200000000	4,68 €	0,310 €
	SANTANDER	60.001.492 €	9.332.414 €	5.435.960.394 €	1.049.631.550 €	18.836.199 €	1.787.068 €	1.332.000 €	5.015.493 €	7994059403	6,53 €	0,680 €
	OHL	703.048 €	182.430 €	34.996.822 €	7.652.832 €	38.850 €	254.749 €	71.345 €	607.378 €	749292055	9,96 €	0,400 €
	SACYR	2.652.686 €	-246.438 €	182.980.423 €	28.112.566 €	167.577 €	1.571.418 €	152.009 €	1.358.833 €	304967371	6,37 €	0,600 €
	TELEFONICA	19.562.000 €	7.826.000 €	4.234.496.837 €	99.896.000 €	18.323.000 €	15.921.000 €	14.832.000 €	12.312.000 €	4704996485	15,85 €	0,900 €
	BANESTO	5.154.190 €	775.009 €	402.711.457 €	120.478.973 €	0 €	58.524 €	24.032 €	401.883 €	694330098	8,08 €	0,580 €
	MEDIASET	461.474 €	184.525 €	321.620.980 €	827.557 €	0 €	196.228 €	1.160.120 €	154.878 €	246641856	7,55 €	1,304 €
	ABENGOA (ABG)	627.487 €	140.402 €	15.379.846 €	9.794.612 €	967.658 €	101.060 €	11.827 €	521.853 €	94069680	11,80 €	0,170 €
	UNIÓN FENOSA	6.512.665 €	1.269.637 €	566.703.546 €	19.348.953 €	211.325 €	628.091 €	349.738 €	608.073 €	914037978	17,73 €	0,620 €
	ABERTIS	5.334.089 €	722.471 €	422.307.305 €	24.872.611 €	4.350.453 €	4.354.768 €	698.308 €	926.087 €	703845508	14,97 €	0,600 €
	ACS	4.507.920 €	2.147.115 €	928.260.552 €	31.361.194 €	1.108.419 €	566.961 €	100.570 €	1.720.340 €	314665494	34,81 €	2,950 €
	ACERINOX	1.752.522 €	-239.982 €	112.187.046 €	3.617.789 €	69.124 €	9.166 €	42.172 €	425.958 €	249304546	14,53 €	0,450 €
	BERDROLA RENOVABLES (IBR)	11.417.714 €	376.949 €	126.721.947 €	21.537.034 €	1.581.541 €	2.801.077 €	35.554 €	339.632 €	4224064900	3,32 €	0,030 €
	RED ELÉCTRICA	1.439.226 €	330.409 €	173.105.019 €	6.201.633 €	0 €	1.984 €	12.644 €	232.133 €	135270000	38,82 €	1,280 €
ACCIONA	6.063.666 €	1.289.756 €	253.564.500 €	20.532.426 €	1.047.360 €	548.381 €	213.497 €	3.230.424 €	63550000	91,10 €	3,990 €	
BBVA	30.763.170 €	4.594.798 €	1.649.106.413 €	535.064.833 €	5.437.360 €	851.896 €	262.000 €	889.000 €	3747969121	12,73 €	0,440 €	
BANKINTER	2.582.890 €	254.404 €	141.466.182 €	54.467.464 €	161.836 €	215.207 €	20.107 €	336.044 €	473497732	7,15 €	0,299 €	
ENDESA (ELE)	18.970.000 €	4.360.000 €	6.246.637.490 €	60.195.000 €	2.815.000 €	1.025.000 €	129.000 €	2.181.000 €	1058752117	23,94 €	5,900 €	
ENAGAS	1.593.429 €	298.031 €	222.022.862 €	5.779.939 €	0 €	41.405 €	44.809 €	139.437 €	238734260	15,43 €	0,930 €	
FOMENTO Cyc	2.809.111 €	334.979 €	201.139.208 €	21.260.713 €	2.615.300 €	1.847.012 €	852.328 €	2.198.960 €	127303296	29,45 €	1,580 €	
FERROVIAL	4.557.000 €	67.000 €	1.173.616.408 €	44.110.000 €	6.952.000 €	45.000 €	45.000 €	2.938.000 €	733510255	8,23 €	1,600 €	
GAMESA	1.575.599 €	114.579 €	50.363.080 €	4.912.129 €	387.258 €	152.545 €	150.163 €	287.290 €	243299904	11,78 €	0,207 €	
GAS NATURAL	12.177.000 €	1.390.000 €	903.321.812 €	45.352.000 €	6.056.000 €	4.268.000 €	900.000 €	1.518.000 €	921756951	15,09 €	0,980 €	
IBERDROLA (IBE)	29.029.728 €	2.938.688 €	2.416.068.909 €	87.367.231 €	7.588.687 €	10.453.590 €	1.250.618 €	2.205.882 €	5252323716	26,68 €	0,460 €	
IBERIA	1.551.000 €	273.000 €	0 €	5.046.000 €	0 €	50.000 €	19.000 €	1.996.000 €	953103008	1,90 €	0,000 €	
INDRA	977.133 €	197.999 €	100.120.849 €	2.489.529 €	440.187 €	133.638 €	59.975 €	376.643 €	164132539	16,46 €	0,610 €	
INDITEX	4.748.600 €	1.261.615 €	654.496.920 €	7.776.646 €	131.685 €	547.944 €	297.391 €	1.027.038 €	623330400	43,39 €	1,050 €	
TÉCNICAS REUNIDAS (TRE)	317.439 €	145.400 €	72.221.940 €	2.243.556 €	1.242 €	43.676 €	8.112 €	299.190 €	55986000	40,13 €	1,290 €	
MAPPRE	7.093.750 €	1.036.070 €	438.406.467 €	43.105.850 €	1.643.850 €	477.190 €	196.920 €	488.440 €	292270979	2,93 €	0,150 €	
BME	453.161 €	150.036 €	249.174.363 €	11.621.779 €	80.619 €	8.741 €	28.133 €	39.532 €	38615558	22,50 €	2,980 €	
GRIFOLS	578.528 €	147.570 €	80.964.662 €	1.657.177 €	174.000 €	69.385 €	61.383 €	203.381 €	213064899	22,50 €	0,380 €	
BANCO POPULAR	8.447.984 €	780.347 €	479.934.608 €	129.290.148 €	417.650 €	69.282 €	26.721 €	43.981 €	1233151690	5,06 €	0,360 €	
CRITERIA	14.320.664 €	1.343.153 €	538.062.374 €	49.105.594 €	513.496 €	358.748 €	102.040 €	128.021 €	336288937	3,24 €	0,160 €	
REPSOL	21.555.000 €	1.744.000 €	1.281.906.636 €	58.083.000 €	4.733.000 €	2.085.000 €	1.202.000 €	847.000 €	1220863463	18,73 €	1,050 €	
BANCO SABADELL	5.297.370 €	526.309 €	312.000.000 €	82.822.886 €	490.930 €	179.050 €	257.594 €	321.500 €	1200000000	3,74 €	0,260 €	
SANTANDER	78.706.642 €	9.412.060 €	5.266.448.726 €	1.110.529.858 €	22.865.056 €	2.778.358 €	1.920.500 €	6.374.322 €	5228826135	11,38 €	0,640 €	
OHL	1.195.407 €	212.206 €	45.142.750 €	9.533.217 €	38.850 €	314.124 €	107.100 €	638.743 €	99740942	18,89 €	0,453 €	
SACYR	2.923.630 €	513.783 €	0 €	20.357.849 €	167.593 €	1.844.194 €	206.495 €	1.319.517 €	304967371	8,00 €	0,000 €	
TELEFONICA	24.274.000 €	7.937.000 €	4.563.996.485 €	108.141.000 €	19.566.000 €	15.846.000 €	18.677.000 €	12.281.000 €	4563996485	19,52 €	1,000 €	
BANESTO	5.028.313 €	504.382 €	355.828.762 €	127.618.598 €	0 €	67.492 €	92.032 €	940.624 €	684286081	8,56 €	0,520 €	
MEDIASET	291.609 €	26.987 €	214.578.415 €	734.090 €	0 €	198.488 €	1.249.816 €	102.849 €	246641856	10,17 €	0,870 €	
ABENGOA (ABG)	1.170.976 €	170.306 €	16.284.542 €	12.369.860 €	1.331.381 €	246.460 €	86.957 €	803.992 €	94069680	22,60 €	0,180 €	
ABERTIS	5.453.482 €	743.349 €	443.422.670 €	25.292.179 €	4.397.724 €	12.549.808 €	9.308.657 €	926.017 €	739037783			

La Relevancia Valorativa de los Intangibles en el Ibx35

	Empresas	Fondos Propios	Resultado	Dividendo Bruto	Activo Total	Fondo de Comercio	Intangibles	Amortización Intangible	Gastos Explotación	Nº Acciones	Precio Cierre	Dividendos	
2011	ABERTIS	4.415.713 €	794.511 €	985.506.883 €	22.749.195 €	4.263.123 €	11.217.068 €	9.794.132 €	832.523 €	775989672	12,34 €	1,270 €	
	ACS	6.191.264 €	1.108.371 €	645.062.418 €	47.987.610 €	2.496.438 €	2.256.994 €	390.022 €	2.419.658 €	314664594	22,90 €	2,050 €	
	ACERINOX	1.881.192 €	66.193 €	112.187.046 €	4.071.222 €	69.124 €	0 €	7.205 €	48.332 €	528.685 €	249304546	9,91 €	0,450 €
	BANKIA (BKIA)	12.078.096 €	-3.090.551 €	0 €	298.366.696 €	0 €	111.933 €	66.606 €	250.028 €	1732572253	3,59 €	0,000 €	
	RED ELÉCTRICA	1.813.547 €	460.254 €	253.644.777 €	8.765.477 €	0 €	0 €	4.830 €	15.383 €	278.741 €	135270000	33,06 €	1,875 €
	ACCIONA	5.644.677 €	170.422 €	197.005.000 €	20.326.840 €	1.048.760 €	743.987 €	209.094 €	3.102.403 €	63550000	66,73 €	3,100 €	
	BBVA	40.058.469 €	3.485.118 €	2.157.411.081 €	597.688.250 €	10.954.846 €	1.879.227 €	334.000 €	1.308.000 €	4903207003	6,76 €	0,440 €	
	BANKINTER	3.086.996 €	181.227 €	75.067.053 €	59.491.426 €	161.836 €	176.204 €	28.788 €	482.315 €	476919014	7,39 €	0,157 €	
	EBRO FOODS	1.588.460 €	151.643 €	109.244.428 €	2.710.608 €	818.205 €	392.725 €	32.854 €	234.971 €	153865392	14,35 €	0,710 €	
	ENDESA (ELE)	24.679.000 €	3.021.000 €	529.376.059 €	58.721.000 €	2.617.000 €	3.013.000 €	355.000 €	2.318.000 €	1058752117	15,85 €	0,500 €	
	ENAGAS	1.867.377 €	364.643 €	217.248.177 €	7.717.399 €	0 €	54.815 €	60.030 €	202.281 €	238734260	14,29 €	0,910 €	
	FOMENTO Cyc	2.813.024 €	2.914 €	182.043.713 €	22.447.467 €	2.352.312 €	1.964.717 €	972.113 €	2.137.231 €	127303296	20,04 €	1,430 €	
	FERROVIAL	6.288.000 €	1.268.000 €	366.755.128 €	22.972.000 €	1.493.000 €	105.000 €	95.000 €	2.258.000 €	733510255	9,32 €	0,500 €	
	GAMESA	1.692.098 €	51.695 €	2.472.900 €	5.631.449 €	387.258 €	230.608 €	211.735 €	361.062 €	247289984	3,21 €	0,010 €	
	GAS NATURAL	14.441.000 €	1.526.000 €	793.337.711 €	46.502.000 €	5.876.000 €	5.204.000 €	2.065.000 €	2.013.000 €	991672139	13,27 €	0,800 €	
	IBERDROLA (IBE)	33.207.800 €	2.905.229 €	1.117.673.100 €	96.904.732 €	8.272.894 €	11.999.685 €	2.813.074 €	2.274.956 €	5882490000	19,36 €	0,190 €	
	INTERNATIONAL AIRLINES GP (IA)	5.686.000 €	527.000 €	0 €	19.753.000 €	297.000 €	1.427.000 €	279.000 €	918.000 €	1855369557	1,74 €	0,000 €	
	INDRA	1.067.200 €	181.067 €	111.610.127 €	3.524.855 €	624.586 €	243.263 €	71.092 €	487.979 €	164132539	9,84 €	0,680 €	
	INDITEX	6.423.167 €	1.741.280 €	997.328.640 €	9.826.079 €	131.685 €	555.750 €	384.401 €	1.286.418 €	623304000	63,28 €	1,600 €	
	TÉCNICAS REUNIDAS (TRE)	349.367 €	135.320 €	74.900.640 €	2.707.399 €	1.242 €	49.370 €	10.751 €	281.073 €	55896000	27,76 €	1,340 €	
	MAPPRE	9.726.620 €	1.219.760 €	461.932.991 €	5.485.650 €	2.266.410 €	2.450.110 €	439.050 €	383.510 €	3079553273	2,45 €	0,150 €	
	BME	438.284 €	155.115 €	164.722.649 €	31.280.483 €	82.190 €	9.867 €	34.121 €	35.581 €	83615558	20,80 €	1,970 €	
	GRIFOLS	1.664.994 €	50.228 €	0 €	5.807.718 €	1.895.101 €	1.008.307 €	112.013 €	428.510 €	213065000	26,00 €	0,000 €	
	BANCO POPULAR	8.388.224 €	483.976 €	210.139.454 €	130.925.703 €	537.497 €	111.634 €	38.314 €	63.184 €	1400929690	1,91 €	0,150 €	
	CAIXABANK	20.714.509 €	1.052.697 €	960.025.869 €	270.424.628 €	772.390 €	403.116 €	123.040 €	482.339 €	3840103475	3,80 €	0,250 €	
	REPSOL	27.043.000 €	2.544.000 €	1.281.906.636 €	70.957.000 €	4.645.000 €	3.138.000 €	2.196.000 €	887.000 €	1220863463	24,36 €	0,050 €	
	BANCO SABADELL	5.934.144 €	235.872 €	69.552.436 €	100.437.380 €	823.815 €	198.346 €	254.549 €	402.491 €	131048717	2,53 €	0,050 €	
	SANTANDER	82.859.000 €	6.139.000 €	5.523.606.786 €	1.251.526.000 €	25.089.000 €	2.994.000 €	1.689.000 €	7.455.000 €	8990943203	6,05 €	0,620 €	
	OHL	1.977.710 €	348.827 €	48.902.984 €	12.926.055 €	34.729 €	6.174.389 €	1.064.060 €	695.899 €	99740942	19,38 €	0,490 €	
	SACYR	2.548.281 €	-1.602.127 €	42.259.845 €	16.710.346 €	144.190 €	1.609.677 €	222.916 €	996.972 €	422598452	3,97 €	0,100 €	
	TELEFONICA	27.383.000 €	6.187.000 €	7.151.594.657 €	129.623.000 €	29.107.000 €	24.064.000 €	23.484.000 €	15.399.000 €	4704996485	13,39 €	1,520 €	
	AMADEUS (AMS)	1.266.190 €	710.701 €	134.274.585 €	5.044.329 €	2.070.736 €	1.778.411 €	158.259 €	307.725 €	447581950	12,53 €	0,300 €	
	MEDIASET	1.425.836 €	112.649 €	142.401.499 €	1.959.422 €	287.357 €	503.680 €	1.606.077 €	227.969 €	406861426	4,41 €	0,350 €	
	ABENGOA (ABG)	1.726.245 €	273.692 €	18.128.222 €	18.793.665 €	1.118.186 €	279.048 €	106.707 €	1.011.173 €	90641109	16,40 €	0,200 €	
	ABERTIS	6.960.839 €	1.083.223 €	562.204.517 €	29.085.551 €	5.144.574 €	14.147.224 €	11.400.075 €	889.609 €	814789155	12,42 €	0,690 €	
	ACS	5.711.508 €	-1.404.750 €	619.259.921 €	41.563.376 €	2.559.822 €	1.980.363 €	867.286 €	3.265.407 €	314664594	19,04 €	1,968 €	
ACERINOX	1.713.013 €	-32.124 €	8.725.660 €	4.215.634 €	69.124 €	6.965 €	47.864 €	581.996 €	249304546	8,35 €	0,350 €		
RED ELÉCTRICA	1.991.545 €	492.146 €	299.271.348 €	9.215.191 €	0 €	23.359 €	14.690 €	289.855 €	135270000	37,30 €	2,212 €		
ACCIONA	5.508.270 €	184.182 €	171.778.650 €	19.819.297 €	1.048.086 €	806.486 €	258.824 €	3.096.671 €	57259550	56,21 €	3,000 €		
BBVA	43.802.415 €	2.327.064 €	228.851.681 €	621.071.668 €	10.161.674 €	1.702.318 €	431.000 €	1.664.000 €	5448849545	7,04 €	0,420 €		
BANKINTER	3.231.097 €	124.654 €	84.570.921 €	58.165.890 €	161.836 €	155.702 €	29.310 €	482.825 €	563806141	4,88 €	0,150 €		
DIA	147.663 €	146.386 €	74.726.960 €	3.404.643 €	422.966 €	38.777 €	47.301 €	75.971 €	679336000	4,81 €	0,110 €		
ENDESA (ELE)	26.369.000 €	2.771.000 €	645.838.791 €	58.778.000 €	2.676.000 €	2.772.000 €	455.000 €	2.250.000 €	1058752117	16,01 €	0,610 €		
ENAGAS	2.004.784 €	379.508 €	248.283.630 €	8.083.443 €	19.153 €	55.150 €	60.030 €	78.987 €	238734260	16,14 €	1,040 €		
FOMENTO Cyc	1.696.990 €	-1.092.192 €	165.944.285 €	19.723.049 €	1.971.234 €	1.850.479 €	1.022.565 €	1.254.928 €	127303296	9,37 €	1,300 €		
FERROVIAL	5.762.000 €	646.000 €	316.887.819 €	22.217.000 €	1.487.396 €	116.000 €	0 €	3.335.000 €	733510255	11,20 €	1,250 €		
GAMESA	1.028.675 €	-659.299 €	0 €	5.114.284 €	386.756 €	164.038 €	158.932 €	365.676 €	253880717	1,66 €	0,000 €		
GAS NATURAL	14.878.919 €	1.657.108 €	363.250.231 €	46.887.568 €	5.837.467 €	4.926.754 €	2.374.030 €	2.163.000 €	1000689341	13,58 €	0,363 €		
IBERDROLA (IBE)	34.084.801 €	2.868.539 €	2.087.223.620 €	96.816.375 €	8.308.917 €	11.094.271 €	3.189.741 €	2.377.763 €	6138893000	16,78 €	0,340 €		
INTERNATIONAL AIRLINES GP (IA)	5.055.000 €	-635.000 €	0 €	19.837.000 €	4.900.000 €	1.916.000 €	669.000 €	997.000 €	1855369557	2,23 €	0,000 €		
INDRA	1.109.616 €	127.566 €	111.610.440 €	3.755.943 €	645.291 €	280.325 €	58.530 €	1.429.454 €	164133000	10,02 €	0,680 €		
INDITEX	7.455.577 €	1.945.532 €	1.121.994.720 €	10.959.178 €	218.094 €	614.108 €	462.610 €	1.527.368 €	623304000	105,50 €	1,800 €		
TÉCNICAS REUNIDAS (TRE)	443.691 €	136.310 €	75.739.080 €	2.202.506 €	1.242 €	70.027 €	10.751 €	381.531 €	55896000	35,08 €	1,355 €		
MAPPRE	10.136.331 €	962.800 €	369.546.393 €	56.983.194 €	2.146.158 €	2.264 €	660.850 €	641.260 €	3079553273	2,32 €	0,120 €		
BME	412.831 €	135.548 €	164.722.649 €	36.582.061 €	82.190 €	8.309 €	34.121 €	63.400 €	83615558	18,45 €	1,970 €		
GRIFOLS	1.880.741 €	255.377 €	0 €	5.627.474 €	1.869.899 €	969.095 €	151.185 €	663.938 €	213065000	26,36 €	0,000 €		
BANCO POPULAR	9.955.421 €	-2.460.943 €	1.345.368.036 €	157.618.118 €	2.269.397 €	385.687 €	70.431 €	215.056 €	8408550227	0,59 €	0,160 €		
CAIXABANK	22.711.172 €	228.753 €	1.032.642.186 €	348.294.074 €	2.191.891 €	685.324 €	118.770 €	462.036 €	4489748634	2,64 €	0,230 €		
REPSOL	27.472.000 €	2.244.000 €	2.009.885.963 €	64.921.000 €	2.678.000 €	2.836.000 €	1.796.000 €	385.000 €	16178727	15,74 €	1,600 €		
BANCO SABADELL	9.260.772 €	96.035 €	0 €	161.547.085 €	827.931 €	337.141 €	734.823 €	515.079 €	299555017	1,98 €	0,000 €		
SANTANDER	81.274.801 €	3.062.486 €	6.605.555.200 €	1.269.598.327 €	24.625.666 €	3.425.902 €	1.110.000 €	6.582.506 €	10321180000	6,28 €	0,640 €		
OHL	2.721.325 €	1.005.512 €	55.825.005 €	12.206.715 €	36.360 €	6.051.410 €	504.982 €	602.467 €	99740942	21,95 €	0,560 €		
SACYR	1.476.156 €	-976.752 €	0 €	14.961.249 €	143.128 €	1.396.122 €	273.110 €	667.547 €	44728374	1,65 €	0,000 €		
TELEFONICA	27.661.355 €	4.402.812 €	3.777.350.406 €	129.773.366 €	27.962.970 €	22.078.472 €	26.106.000 €	16.805.000 €	4551024586	10,19 €	0,830 €		
AMADEUS	1.531.437 €	496.295 €	170.081.141 €	5.155.439 €	2.065.435 €	1.879.043 €	185.061 €	286.985 €	447581950	19,05 €	0,380 €		
MEDIASET	1.420.899 €	49.543 €	56.960.660 €	1.767.169 €	287.357 €	465.503 €	1.694.870 €	194.598 €	406861856	5,09 €	0,140 €		
ABENGOA (ABG)	1.831.606 €	171.553 €	157.578.400 €	20.545.319 €	1.118.545 €	174.731 €	1.049.925 €	1.420.925 €	402624000	2,39 €	0,350 €		
ABERTIS	6.589.623 €	746.946 €	564.648.884 €	28.133.532 €	4.669.475 €	13.064.357 €	11.834.942 €	1.054.469 €	85528612	16,15 €	0,660 €		
ACS	5.488.908 €	1.246.925 €	34.927.808 €	39.771.157 €	2.725.848 €	1.765.397 €	765.589 €	3.178.157 €	31466494	25,02 €	1,110 €		
VISCOFAN (VIS)	521.617 €	101.520 €	51.264.050 €	790.675 €	0 €	16.022 €	30.849 €	180.565 €	46603682	41,35 €	1,100 €		
BANKIA (BKIA)	11.584.849 €	508.955 €	0 €	251.472.044 €	0 €	80.631 €	57.612 €	296.538 €	11517328544	1,23 €	0,000 €		
RED ELÉCTRICA	2.224.648 €	529.798 €	320.589.900 €	9.419.865 €	0 €	86.693 €	0 €	127.263 €	135270000	48,50 €	2,370 €		
ACCIONA	3.399.083 €	-2.028.440 €	151.737.808 €	16.783.635 €	97.407 €	679.444 €	376.612 €	1.334.360 €	57259550	41,76 €	2,650 €		
BBVA	44.849.881 €	2.980.556 €	2.430.100.866 €	582.575.172 €	0 €	1.690.511 €	514.000 €	2.301.000 €	5785954443	8,95 €	0,420 €		
BANKINTER	3.403.5												

