

MOTIVOS PARA LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LOS INTANGIBLES: EL CASO DE LAS PYMES

José Domingo García Merino

josedomingo.garcia@ehu.es

Gerardo Arregui Ayastuy

gerardo.arregui@ehu.es

Belén Vallejo Alonso

belen.vallejo@ehu.es

Universidad del País Vasco

RESUMEN

Este trabajo pretende analizar la relación entre los motivos impulsores de un proceso de valoración financiera de los intangibles y los resultados empresariales en las PYMES. Para el logro de este objetivo se ha realizado una encuesta a una muestra representativa de directores financieros de PYMES del País Vasco, y se ha recabado información financiero-contable de sus empresas. El estudio muestra que las PYMES que consideran importante la valoración financiera de sus intangibles por motivos internos obtienen mejores resultados, sin que estas diferencias sean estadísticamente significativas. Por otro lado, las PYMES que consideran importante la valoración financiera de sus intangibles para facilitar información a agentes externos, es porque se ven presionadas a ello, ya que disponen de niveles de endeudamiento superiores, y el peso de los recursos intangibles sobre los recursos totales es mayor.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the relationship between the motives driving a valuation process and the results obtained by SMEs. In order to verify the relations, and ascertain the managers' opinion, we conducted a survey of a representative sample of management and gathered information on the economic and financial structure and the financial results of the firms that had sent in answers to the survey. The study shows that SMEs considering the financial valuation of their intangibles to be important for internal reasons get better performance, without these differences being statistically significant. On the other hand, SMEs that believe that the financial valuation of their intangibles is important to facilitate information for external stakeholders, they are pressurised to do so because they have higher levels of leverage and the weight of the intangibles resources out of the total resources is greater.

PALABRAS CLAVE: Intangibles; Valoración Financiera; Teoría de los Recursos y Capacidades, Resultados Empresariales; PYMES

1. INTRODUCCIÓN¹

La riqueza y el crecimiento en la economía hoy en día vienen determinados principalmente por los recursos intangibles (Lev y Zambon, 2003). Son numerosos los trabajos que encuentran evidencias de la relación positiva existente entre inversión en intangibles y creación de valor de la empresa (Firer y Williams, 2003; Riahi-Belkaoui, 2003; Sáenz, 2005; Prieto y Revilla, 2006).

El interés por los intangibles no se limita al terreno académico. En el ámbito empresarial también se detecta una creciente preocupación por los mismos. Trabajos como los de Gray *et al.* (2004), Gallego y Rodríguez (2005) o Lonnqvist *et al.* (2008) así lo constatan. Estos trabajos recogen el convencimiento de los directivos empresariales sobre el papel determinante que los intangibles tienen en el desarrollo de ventajas competitivas.

Las evidentes limitaciones de la información proporcionada por los mercados y los sistemas contables han impulsado una corriente de investigación, surgida en la década de los noventa del s. XX, en torno a la identificación y evaluación de los recursos intangibles de las empresas. La mejora en el conocimiento sobre los intangibles y su valoración, entre otros beneficios, permite una asignación más eficiente de los recursos (Cañibano *et al.* 1999), reducir el riesgo de comportamientos oportunistas por parte de los gestores (Abbody y Lev, 2000) y reducir los costes de capital (Botosan, 1997, Lev 2001).

¹ Este trabajo ha sido desarrollado por el Grupo de Investigación VALINTE, financiado por la Universidad del País Vasco (UPV/EHU) con referencia GIU 07/49

Son numerosos los estudios realizados sobre la relación entre la inversión en intangibles y los resultados empresariales (Bontis *et al.*, 2000; Bontis y Fitz-enz 2002; Riahi-Belkaoui 2003; Sáenz 2005; Chen 2005; Chen *et al.*, 2005 y Tan *et al.* 2007). Sin embargo, son escasos los que analizan si existe una relación entre los motivos impulsores que pueden llevar a desarrollar un proceso de valoración financiera de los intangibles y los resultados empresariales obtenidos. Así, Brennan y Connell (2000) concluyen que las empresas preocupadas por mejorar la gestión de sus intangibles presentan un comportamiento exitoso de un modo duradero. Lonqvist (2008) encuentra, igualmente, que las empresas prestan una mayor atención, a la hora de medir sus intangibles, a los motivos internos que a los motivos externos.

Cabe destacar que la mayor parte de los estudios están centrados en grandes empresas, cuando las PYMEs constituyen el sustento del tejido empresarial europeo, y en especialmente en el territorio español (Eurostat, 2009). Las PYMEs, con mayor escasez de recursos materiales y financieros, deben basar, en mayor medida, su ventaja competitiva en recursos intangibles. Existen estudios que analizan la relación entre los intangibles y los resultados en las PYMEs. Así, Thornhill y Gellatly (2005), Calvo (2006) y Nunes y Almeida (2009) muestran que existe una relación positiva entre las inversiones realizadas en intangibles y el crecimiento de las empresas. Bakar y Ahmad (2010) afirman que los recursos intangibles son los principales impulsores de la innovación en las PYMEs de Malasia. Por su parte, Peña (2002), en el mercado español, concluye que los intangibles están asociados con la supervivencia y el crecimiento de las empresas de reciente creación.

Con respecto a las motivaciones que pueden impulsar un proceso de valoración financiera de los intangibles en las PYMEs, los trabajos son aún más escasos. Salojärvi (2004), en un estudio realizado en PYMEs finlandesas, encuentra que las empresas capaces de desarrollar prácticas activas en la gestión de sus intangibles obtienen mejores resultados en innovación y desarrollo de nuevos productos.

La escasez de estudios empíricos sobre valoración financiera de los intangibles y los resultados empresariales en PYMEs, nos ha llevado a analizar la relación entre los motivos impulsores de un proceso de valoración y los resultados obtenidos. El estudio muestra que las PYMEs que consideran importante la valoración financiera de sus intangibles por motivos internos obtienen mejores resultados, sin que estas diferencias sean estadísticamente significativas. Por otro lado, las PYMEs que consideran importante la valoración financiera de sus intangibles para facilitar información a agentes externos, es porque se ven presionadas a ello, ya que disponen de niveles de endeudamiento superiores, y el peso de los recursos intangibles sobre los recursos totales es mayor.

El trabajo se estructura del siguiente modo. En primer lugar, se justifica el papel determinante de los intangibles en la competitividad empresarial de las PYMEs, a partir de la Teoría de los Recursos y Capacidades. Posteriormente, se analizan las ventajas y las dificultades que genera la valoración financiera de los intangibles, así como las distintas metodologías desarrolladas hasta la actualidad. En el tercer apartado, se plantean las hipótesis de este trabajo, es decir, si los distintos motivos que impulsan a las empresas a realizar una valoración financiera de sus intangibles tienen reflejo en los resultados económicos y están condicionados por la estructura económico-financiera. En el siguiente epígrafe, se describe la metodología seguida para contrastar las hipótesis. A continuación se explican los resultados y, finalmente, se presentan las principales conclusiones obtenidas.

2. LOS INTANGIBLES COMO RECURSOS ESTRATÉGICOS Y LOS MOTIVOS QUE IMPULSAN SU VALORACIÓN FINANCIERA

2.1. Los recursos intangibles como fuente de ventaja competitiva

En dirección estratégica coexisten dos perspectivas complementarias para entender la creación de valor: el enfoque basado en las actividades, o en el sector, y el basado en los recursos. Bettis y Hitt (1995) afirman que, en entornos altamente cambiantes, los límites tradicionales de los sectores se difuminan, los mercados se entremezclan y solapan, por lo que la determinación de lo que constituye un sector es más difícil y menos evidente. Por ello, la definición de la estrategia debe realizarse en términos de lo que la empresa es capaz de hacer, en lugar de tomar como referencia a los clientes y sus necesidades (Quinn, 1992). La estrategia tiene que ver con el ajuste de los recursos y capacidades de una empresa a las oportunidades que surgen en su entorno (Grant, 2002).

Pero no todos los recursos son igual de importantes para el éxito empresarial. Barney (1991) justifica que esos recursos deben ser valiosos, poco frecuentes, difíciles de imitar y sin sustitutivos. Una ventaja competitiva sólo es sostenible si está basada en activos heterogéneos e imperfectamente móviles (Lippman y Rumelt, 1982; Grant, 1991; Barney, 1991 y Amit y Schoemaker, 1993). Con raras excepciones, los recursos que cumplen estos

criterios resultan ser de naturaleza intangible (Itami y Roehl, 1987; Barney, 1991; Grant, 1991; Hall, 1992 y Kristandl y Bontis, 2007). Sus características específicas les hacen tener un fuerte potencial diferenciador respecto de los competidores (Villalonga, 2004) y resultan muy difíciles de imitar por parte de los competidores (Kaplan y Norton, 2004; Rodríguez y Ordóñez, 2003).

La Teoría de Recursos y Capacidades ha evolucionado en los últimos años, orientándose principalmente en tres direcciones: el Enfoque basado en el Conocimiento, el Enfoque Relacional, y el Enfoque basado en el Capital Intelectual. Este último sostiene la primacía de los recursos intangibles y las capacidades en el logro de resultados empresariales superiores sostenibles en el tiempo (Reed *et al.*, 2006). Éste es un enfoque teórico-pragmático que representa una focalización o especialización de la Teoría de Recursos y Capacidades en aquellos recursos o factores de naturaleza intangible que pueden llegar a ser los responsables del éxito empresarial. Esta corriente distingue diferentes categorías de intangibles: *i*) capital humano, o conocimientos, habilidades, experiencias y actitudes que poseen los miembros de una organización (Bueno, 2003; Subramaniam y Yound, 2005); *ii*) capital estructural, que incluye el conocimiento responsable de dotar de coherencia e hilo conductor a toda la organización (Edvinsson y Malone, 1997) y *iii*) capital relacional, que surge de los procesos de relación que mantiene la organización con los agentes externos que la rodean (Bueno, 2003 y Reed *et al.*, 2006).

Concretamente, Reed *et al.* (2006) señalan que los distintos tipos de intangibles son recursos complementarios, de modo que la dotación en cada uno de ellos eleva la dotación en los otros, resultando en un nuevo recurso indivisible que afecta directamente al desempeño de la organización. Precisamente, esta característica incrementa la dificultad de valorar los intangibles, ya que no resulta sencillo determinar los rendimientos que es capaz de generar un determinado intangible.

El planteamiento de la Teoría de Recursos y Capacidades es una explicación general del éxito empresarial, sin establecer diferencias entre PYMEs y grandes empresas. La idea que subyace es que la única diferencia entre las PYMEs y las grandes empresas es su escala. No obstante, autores como Fong (2008) señalan que existen diferencias destacadas relacionadas con la obtención y uso de los intangibles, y en general con la gestión del conocimiento. Estas diferencias están relacionadas fundamentalmente con la habilidad de las PYMES para cambiar y adaptarse al entorno y con su forma de innovar (Julien, 1998). La PYME, al ser incapaz de realizar inversiones fuertes en tecnología y en I+D, debe aprovechar su flexibilidad y cercanía al mercado para realizar innovaciones. A pesar de las diferencias existentes, Deloof (2003), Rogers (2004) y Fong (2008) concluyen que los intangibles pueden ser un elemento fundamental para la supervivencia y el crecimiento de las PYMES.

2.2. Valoración financiera de los intangibles

La importancia de los intangibles se contrapone con la dificultad de identificarlos y cuantificarlos (Grant, 1991). Desde la década de los noventa del siglo pasado ha aumentado enormemente el interés tanto por la medición como por la valoración financiera de los recursos intangibles.

Con respecto a la medición, en 1995 se produce un avance importante, con la publicación por Skandia del primer informe sobre intangibles debidos al conocimiento. Otros estudios pioneros al respecto fueron los de Brooking (1996), Kaplan y Norton (1996), Edvinsson y Malone (1997), Sveiby (1997), y, más recientemente, Bueno (2003). La medición se ocupa básicamente de dos tareas: por una parte, trata de identificar y ordenar de forma estructurada los intangibles; y por otra, busca indicadores que permitan medirlos, esto es, realizar el seguimiento de su desarrollo, así como, en su caso, comparar la situación de la empresa con otras entidades de referencia. Suelen plantearse como ratios, por lo que la medición de los intangibles se ha considerado, básicamente, como de naturaleza no monetaria.

Otros esfuerzos han ido encaminados a lograr medir en términos monetarios la contribución al valor de la empresa de los elementos que configuran los recursos intangibles, lo que se ha denominado “valoración financiera”. Los principales métodos desarrollados en esta línea se pueden agrupar en:

- los que parten del supuesto de eficiencia en los mercados de valores²,
- los basados en el descuento de flujos,
- los que se fundamentan en la teoría de opciones.

² En el caso de las PYMEs dado que en su mayoría no cotizan en los mercados de valores es necesario aplicar métodos analógico-bursátiles. Ver Caballer y Moya (1997).

Todos ellos presentan ventajas e inconvenientes³, por lo que la búsqueda de métodos y modelos para la valoración económico-financiera de los intangibles, que sean a la vez veraces y sencillos, no resulta tarea fácil. Según señala Olivé (2008), para la mayoría de los intangibles no hay procedimientos estandarizados, sino que hace falta analizar a fondo el intangible en cuestión. Esto dificulta la aplicación de modelos generalmente aceptados. Además, en el caso de las PYMEs puede ser especialmente difícil aislar los efectos que generan cada intangible, siendo necesario en muchos casos realizar una valoración conjunta (Martin y Hartley, 2006).

Johanson *et al.* (2001) indican que uno de los principales problemas en la gestión de los intangibles es la falta de información financiera fiable sobre los mismos. Como afirman Ross y Ross (1997) y Liebowitz y Suen (2000), para poder mejorar la gestión de un recurso es necesario ser capaz de medirlo. Por ello, la realización de un proceso de valoración de los intangibles de una empresa conducirá a una mejora en el conocimiento y la gestión de los mismos. Los gestores deben conocer en qué medida las decisiones que están adoptando incrementan, o no, el valor de los recursos intangibles y su aprovechamiento. Para ello es necesario saber cuál es su valor, y cómo una determinada decisión les puede afectar, por lo que se precisa una valoración explícita de los intangibles.

2.3. Motivos para la valoración financiera de los intangibles: externos e internos

Los motivos por los que una empresa inicia un proceso de valoración de sus intangibles resultan determinantes, tanto en el establecimiento de la metodología de valoración a aplicar como en los resultados esperables de este proceso. Así, Marr y Gray (2002) señalan que los motivos que pueden llevar a iniciar un proceso de valoración se subdividen en externos e internos. En concreto, Marr *et al.* (2003) señalan los siguientes:

1. Ayudar a formular la estrategia. Para formular la estrategia resulta fundamental conocer los recursos de los que se dispone, las relaciones existentes entre los intangibles y el resto de los recursos, y la conexión de los intangibles con la ventaja competitiva y la rentabilidad obtenida (Grant, 1991).
2. Valorar el éxito en la implantación de la estrategia (Neely *et al.*, 1996; Kaplan y Norton, 1996; Bassi y Van Buren, 1999). Los intangibles forman parte de los *inputs* con los que cuenta una empresa para la ejecución de una determinada estrategia empresarial, pero al mismo tiempo son *outputs* del desarrollo de la misma.
3. Usar el valor de los intangibles como referencia en el establecimiento de sistemas de remuneración e incentivos. La mayor parte de las empresas han comprendido que confiar únicamente en las medidas financieras puede incentivar un funcionamiento cortoplacista (Johnson y Kaplan, 1987), sobre todo si los sistemas de incentivos se vinculan a éstas (Bushman *et al.*, 1995). Los sistemas de incentivos deben establecerse en función de la consecución de incrementos en la capacidad de la empresa para generar valor en un futuro, la cual va a depender en gran parte del desarrollo de sus intangibles.
4. Ayudar en la toma de decisiones de expansión y diversificación (Teece, 1980). Muchas empresas desean explotar mejor sus recursos, para lo cuál planifican diversificarse, fusionarse o llegar a acuerdos de colaboración con otras empresas. Lev (2001) sugiere que, a este respecto, las economías de red y las sinergias asociadas a las inversiones en I+D y otros intangibles son fundamentales. Por su parte, Morck y Yeung (2003) encuentran que la diversificación genera valor en presencia de intangibles relacionados con el I+D o la publicidad, pero destruye valor en caso contrario.
5. Comunicar el valor de los recursos de los que dispone la empresa a los grupos de interés. La falta de información sobre los intangibles genera perjuicios derivados de: (i) posibles comportamientos oportunistas por parte de los gestores (Aboody y Lev, 2000); (ii) volatilidad excesiva y una incorrecta valoración de los títulos; y (iii) un incremento en el coste de capital (Leadbeater, 2000 y Gu y Lev, 2001). En general, la difusión de información sobre intangibles tiene un impacto positivo en la imagen de la empresa (Cañibano *et al.*, 2002).

Se consideran motivos externos los relativos a la comunicación de información sobre los intangibles a los agentes externos: accionistas, acreedores, proveedores, posibles *partners* en una futura fusión, y público en general. En este sentido, de los motivos que se acaban de apuntar, el quinto, y también el cuarto, en lo que se refiere a posibles fusiones, entran dentro de esta categoría.

³ En Rodríguez-Castellanos *et al.* (2007) se puede consultar una revisión de los diferentes métodos para la valoración financiera de los intangibles.

Son motivos internos los relacionados con la generación de información para los agentes internos, fundamentalmente los gestores. Por tanto, la valoración de los intangibles impulsada con motivos internos está asociada a la gestión de la empresa, incluyéndose dentro de este interés los tres primeros motivos arriba apuntados, y también el cuarto, en lo referente a estrategias de crecimiento interno.

3. METODOLOGÍA

3.1. Hipótesis

3.1.1. La valoración de los intangibles impulsada por motivos externos

Como ya se ha indicado, los motivos externos son aquellos relacionados con la generación de información para los agentes externos. En la mayoría de los casos, la fuente fundamental de información de la que disponen tales agentes es la información financiero-contable. Ahora bien, muchos autores subrayan la inadecuación en el tratamiento de la información sobre los activos intangibles en los estados financieros (Lev y Zarowin, 1998).

En este contexto, las empresas que deseen reducir la asimetría informativa existente deberán optar por publicar información voluntaria sobre sus intangibles. En esta línea el informe RICARDIS cree necesario el desarrollo de directrices para la publicación y estandarización de informes sobre los intangibles en las PYMEs (European Commission, 2006).

Pero, tal y como señalan Rylander *et al.* (2000), existen frenos para publicar este tipo de información: (i) el miedo de los gestores a facilitar información sensible para los competidores; y (ii) los gastos suplementarios en los que es necesario incurrir por los costes asociados a la obtención de la información. Además, las ventajas de publicar información sobre los intangibles pueden ser más difíciles de obtener en el caso de las PYMEs que en el caso de las grandes empresas (Blaug y Lekhi, 2009). Ittner (2008) cree que es necesario el desarrollo de más investigaciones que recojan el efecto que la evaluación de los intangibles genera en los resultados.

Por lo tanto, las PYMEs que revelen información sobre sus intangibles deben tener incentivos concretos. Por ello, se plantea la siguiente hipótesis:

H₁: Las PYMEs que consideran importantes los motivos externos como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, tienen incentivos para revelar el valor de los intangibles a agentes externos.

Ahora bien, ¿qué características de las empresas pueden generar esos incentivos?

Una característica bastante tratada por la literatura es el nivel de endeudamiento. Así, según la Teoría de Agencia, cuanto mayor es el endeudamiento de las empresas más probables son los conflictos entre los agentes internos y los externos –acreedores y propietarios sin control–, lo que implicaría más costes de agencia, tal y como contrastan numerosos trabajos (Kim y Sorensen, 1986 y Brennan, 1995). Por tanto, a medida que se incrementa el nivel de endeudamiento mayor será la propensión de los gestores a facilitar información sobre sus intangibles, con el fin de reducir los costes de agencia. Vicente (2001) encuentra que los recursos altamente específicos y opacos (en concreto analiza las inversiones internas en I+D y la inversión en capital humano altamente específico) limitan la capacidad de endeudamiento de la empresa.

En el caso de las PYMEs existe un acuerdo generalizado sobre las restricciones financieras a las que se enfrentan, dado que, como consecuencia de su fragilidad, son consideradas opciones de inversión más arriesgadas que las grandes empresas (Blaug y Lekhi, 2009).

Por tanto, a mayor deuda existirá una mayor propensión de la dirección a revelar información sobre los activos intangibles, tratando de reducir en parte los costes de agencia.

De esta forma, planteamos la siguiente hipótesis secundaria:

H_{1a}: Las PYMEs que consideran importantes los motivos externos como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles presentan un mayor nivel de endeudamiento.

Para que un intangible sea aceptado como una garantía debe ser fácilmente identificado y mantener su valor cuando se extrae de la empresa, condiciones que muy pocos intangibles cumplen (Guimón, 2005). Bezant y Punt (1997) y Blaug y Lekhi (2009) concluyen que en muy pocas ocasiones los intangibles son aceptados como garantías.

Por tanto, aquellas empresas con mayor volumen de recursos intangibles padecerán más agudamente los perjuicios, ya mencionados, que acarrea la falta de información sobre los intangibles, en especial el mayor coste de la financiación, por lo que también tendrán incentivos para revelar el valor de sus intangibles. Así, por ejemplo, Shi (1999) encontró que, para las compañías cotizadas, incrementos en los gastos de I+D están asociados con incrementos en el coste de la deuda. Por su parte, Lev *et al.* (2000) encontraron que las empresas con una elevada tasa de crecimiento de las inversiones en I+D son sistemáticamente infravaloradas, lo que implica un mayor coste de capital.

Este hecho se ve agravado en el caso de las PYMEs que deseen financiar proyectos ligados a intangibles, como por ejemplo actividades de innovación. Las dificultades para la cuantificación de activos intangibles, las asimetrías de información, y el riesgo percibido pesan muy negativamente en contra de estas empresas para obtener financiación, siendo más acuciante en el caso de las PYMEs de base tecnológica (Bank of England, 2001). La única vía que tienen para mejorar esta situación es reducir las asimetrías informativas, facilitando información sobre la totalidad de sus recursos, especialmente de los intangibles.

Ahora bien, ¿cómo conocer cuáles son las empresas con mayor volumen de intangibles? Aunque resulta difícil responder a esta pregunta, una posibilidad puede ser emplear como *proxy* la ratio Valor de Mercado/Valor contable. Esta opción no es aplicable a las PYMEs ya que la mayoría no cotizan en Bolsa. Ahora bien, como la normativa contable española permite activar algunos intangibles, como los gastos de I+D⁴, las patentes, las licencias, las marcas, etc., emplearemos como *proxy* el valor contable de los intangibles (Inmovilizado Inmaterial). En este sentido, planteamos que las PYMEs con una mayor proporción de intangibles contabilizados tienen un mayor interés en revelar información sobre los mismos. En consecuencia, formulamos la siguiente hipótesis secundaria:

H_{1b}: Las PYMEs que consideran importantes los motivos externos como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, presentan un mayor nivel de intangibles contables.

Entre las consecuencias previsibles de una estrategia de revelación de información sobre el valor de los intangibles se encuentra una disminución del coste de la financiación, que debería repercutir en un aumento del ROE. Por ello, planteamos la siguiente hipótesis:

H₂: Las PYMEs que consideran importantes los motivos externos como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, tienen un mayor ROE.

3.1.2. La valoración de los intangibles impulsada por motivos internos

Respecto de los motivos internos para la valoración de los intangibles, las empresas en las que prevalecen estos motivos el objetivo prioritario es mejorar su gestión. Dadas las carencias informativas apuntadas por Lev (2001), y la necesidad de este tipo de información, el desarrollo de un proceso de valoración financiera de los intangibles empresariales debe generar beneficios en las empresas. Una gestión estratégica eficiente debe estar necesariamente apoyada en información cuantitativa y cualitativa sobre los intangibles (Vitale *et al.*, 1994).

La mayoría de la literatura encuentra una relación positiva entre el establecimiento y formalización de una reflexión estratégica y los resultados alcanzados por las PYMEs (Bracker y Pearson, 1986; Rangone, 1999 y McKiernan y Morris, 2005). La realización de un proceso de valoración financiera de los intangibles, entendiendo que éstos son los recursos estratégicos más importantes, es una muestra de este proceso de reflexión estratégica. Por tanto, entendemos que las PYMEs que consideran importante el conocimiento de sus intangibles para mejorar su gestión deberían lograr mejores resultados. Y a este respecto, no parece que una medida de resultados sea más adecuada que otra, por lo que en el planteamiento de las hipótesis y subhipótesis se considerarán las medidas de resultados habituales.

H₃: Las PYMEs que consideran importantes los motivos internos, como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, obtendrán mejores resultados

H_{3a}: Las PYMEs que consideran importantes los motivos internos, como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, obtendrán un mayor ROE.

H_{3b}: Las PYMEs que consideran importantes los motivos internos, como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, obtendrán un mayor ROA.

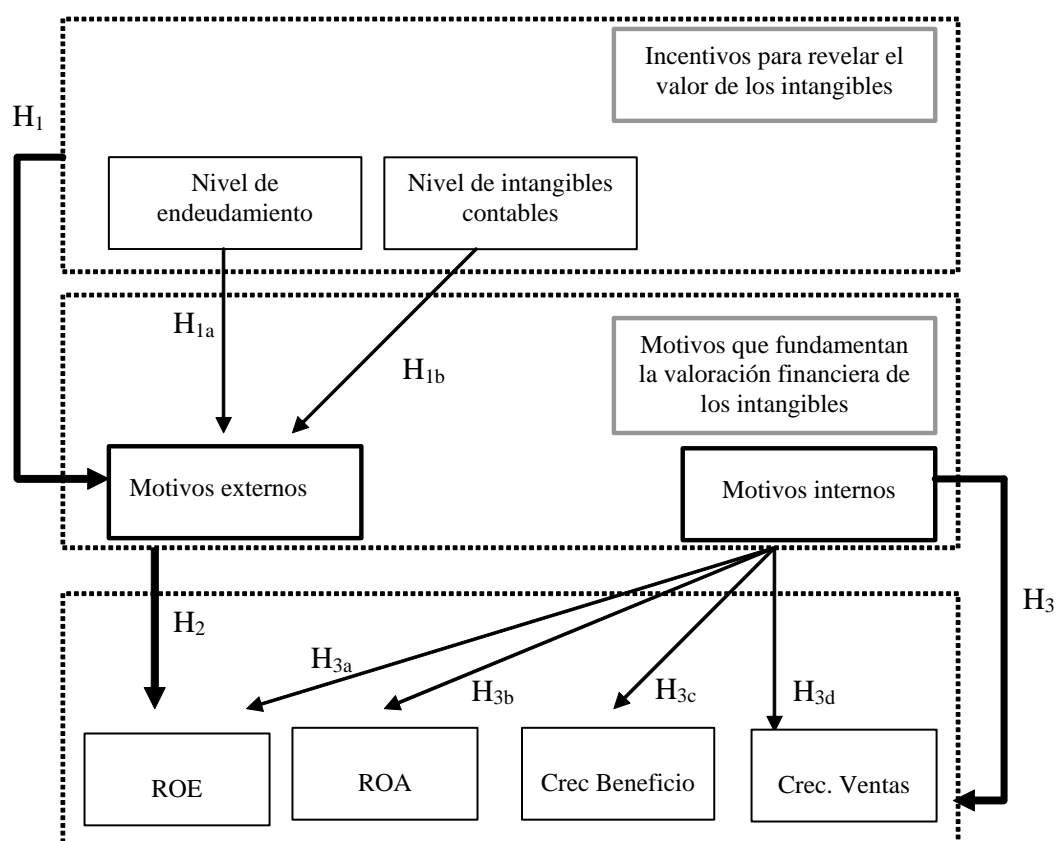
⁴ La legislación contable vigente hasta el 2007 permitía activar la mayor parte de los gastos incurridos en labores de I+D.

H_{3c}: Las PYMEs que consideran importantes los motivos internos, como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, obtendrán un mayor crecimiento de los beneficios.

H_{3d}: Las PYMEs que consideran importantes los motivos internos, como impulsores para la realización de una valoración financiera de sus intangibles, obtendrán un mayor crecimiento del volumen de facturación.

En la figura 1 se representa gráficamente el conjunto de las hipótesis planteadas.

Figura 1. Hipótesis del estudio



3.2. Proceso de obtención de los datos

3.2.1. Presentación del proceso

Para la obtención de los datos necesarios en orden a contrastar las hipótesis señaladas, en primer lugar se realizó una encuesta telefónica a los directivos empresariales sobre aspectos relativos a los intangibles empresariales y su valoración, el grado de conocimiento que poseen sobre los mismos y los motivos que les impulsan a realizar tal valoración. Ello requirió la elaboración del cuestionario, la selección de la población, la obtención de la muestra y la realización del trabajo de campo. El trabajo de campo se realizó durante los días 20 de noviembre de 2007 al 14 de enero de 2008.

Con respecto al cuestionario utilizado, el equipo de investigación elaboró una primera propuesta. Posteriormente, a fin de poder mejorarlo y contrastar su validez, se llevó a cabo un *pre-test* en colaboración con los miembros del Foro de Gestión y Finanzas del País Vasco⁵, consistente en la realización de entrevistas semi-estructuradas.

El estudio se ha centrado en las empresas de la Comunidad Autónoma del País Vasco. La elección de este ámbito territorial ha obedecido a diversos motivos, relativos a sus características diferenciadoras:

⁵ Es una asociación que reúne a responsables financieros de destacadas empresas ubicadas en el País Vasco.

–El País Vasco, situado en el Norte de España, es una comunidad autónoma con capacidad legislativa en ciertos ámbitos y un gobierno propio. Su población es de algo más de dos millones de habitantes.

–Otro aspecto destacado es que los tres territorios que la integran tienen autonomía fiscal, pues recaudan todos los impuestos y tienen cierta capacidad para establecer sus características.

–El País Vasco, a pesar de carecer desde hace tiempo de recursos naturales, ha sido una de las zonas de España con mayor tradición industrial y empresarial. Por tanto, estimamos que las empresas vascas valorarán de forma especial sus recursos intangibles.

Para la selección de la población de PYMEs, de los tres criterios habitualmente empleados –número de trabajadores, facturación y total de activos– se ha escogido el primero, ya que, en nuestra opinión, resulta más estable en el tiempo y menos sujeto a factores coyunturales⁶. La información sobre las empresas se ha obtenido de la base de datos SABI. De la población inicial, se excluyeron debido a su tamaño reducido las microempresas, es decir, aquellas que cuentan con menos de diez empleados o facturan menos de dos millones de euros al año.

3.2.2. Recogida de información sobre la importancia de las motivaciones internas y externas

Para conocer el motivo que puede impulsar a los directivos de una PYME a realizar un proceso de valoración financiera, ha sido preciso analizar previamente si consideran importante la valoración financiera de sus intangibles, entendiendo que en caso contrario el motivo impulsor no tiene relevancia.

Para poder determinar si es importante la valoración de los intangibles desde un punto de vista interno o si lo es desde un punto de vista externo, se han planteado distintas motivaciones, tanto internas como externas, que pueden impulsar un proceso de valoración financiera. Entendemos que el encuestado considera importantes los motivos internos (o externos) si la valoración media obtenida alcanza como mínimo una valoración de 4, en una escala de Likert de 1 a 5.

3.2.3. Recogida de información sobre resultados empresariales

Los resultados económico-financieros de las PYMEs cuyos directivos han contestado al cuestionario, se han obtenido de la base de datos SABI. El horizonte temporal para el cual se ha recabado información económico-financiera ha sido de cuatro ejercicios anteriores a la realización de la encuesta, es decir, el periodo 2004-2007. Han sido eliminados casos muy extremos, que se alejaban de la media en más de cuatro veces la desviación típica. Las características técnicas del estudio se resumen en la Tabla 1.

Tabla 1. Ficha técnica del estudio

Población	3.264 PYMEs con sede en la CAV
Muestra para la encuesta	463 encuestas válidas a directivos financieros
Error aleatorio de la muestra para la encuesta	±4,2%, con un nivel de confianza del 95%, p=q= 0,5
Técnica de recogida de datos para la encuesta	Entrevistas telefónicas a directores financieros
Calendario de la encuesta	20 de noviembre a 14 de enero de 2008
Recogida de datos sobre resultados	Base de datos SABI
Calendario de la recogida de datos sobre resultados	Octubre- 2009
Muestra final	394 empresas
Error aleatorio de la muestra final	±4,6%, con un nivel de confianza del 95%, p=q= 0,5

Para contrastar la hipótesis H_{1a}, la variable “Nivel de Endeudamiento” se ha medido a través de la ratio Pasivo/ Patrimonio Neto. Por otro lado, para contrastar la hipótesis H_{1b} se ha definido la variable “Nivel de Intangibles Contables” como el cociente entre el Inmovilizado Inmaterial y el Activo Total. En el cálculo del ROA y del crecimiento de los beneficios se ha considerado el beneficio de explotación. En todos los casos, para la realización de los contrastes se ha tomado el valor medio de los valores considerados.

⁶ Este criterio clasifica a las empresas con entre 10 y 49 empleados como *pequeñas*, con entre 50 y 249 empleados como *medianas*, y con 250 empleados o más como *grandes*.

3.3. Análisis estadístico

En primer lugar, para averiguar en qué medida los datos responden a las relaciones apuntadas por las hipótesis, se ha realizado un análisis descriptivo de los mismos. En segundo lugar, se ha realizado el contraste de las hipótesis propiamente dicho.

Al contrastar H_{1b} , resulta que para la variable “logaritmo del nivel de endeudamiento” no se rechaza la hipótesis de normalidad al 5%, según el test de Kolmogorov-Smirnov. Tras comprobar la homogeneidad de varianzas con el estadístico de Levene, se ha llevado a cabo una prueba ANOVA de un factor para analizar la diferencia de medias.

El resto de variables obtenidas no se ajustan a una distribución normal, ni las transformaciones habituales para lograr la normalidad no han dado sus frutos, por lo que se han realizado contrastes no paramétricos. En concreto, se ha recurrido a la prueba U de Mann-Whitney.

4. RESULTADOS

En relación con las dos primeras hipótesis se observa, (Tabla 2), que las PYMEs que consideran importantes los motivos externos como impulsores de un proceso de valoración financiera de los intangibles sí tienen mayores incentivos para iniciarlo. Es decir, el nivel de endeudamiento y el peso del inmovilizado inmaterial sobre el activo total son mayores que en las empresas que no consideran importantes los motivos externos. Como fruto de este interés por realizar una valoración financiera de sus intangibles, logran una pequeña mejora de la rentabilidad financiera.

Tabla 2. Motivos externos para la valoración de intangibles y resultados empresariales. Estadísticos descriptivos

		N	Media	Desv. típica
Consideran importante, por motivos externos, la valoración financiera de los intangibles	Media Endeudamiento (%)	166	236,88	188,01
	Media Inmovilizado Inmaterial/Activo Total (%)	181	3,61	5,44
	Media ROE (%)	173	11,66	12,90
No consideran importante, por motivos externos, la valoración financiera de los intangibles	Media Endeudamiento (%)	198	217,66	195,42
	Media Inmovilizado Inmaterial/Activo Total (%)	208	2,47	4,14
	Media ROE (%)	198	11,14	12,78

La Tabla 3 muestra que la diferencia en el nivel de intangibles contables es significativa al 5%, y por tanto se puede aceptar la hipótesis H_{1b} . El contraste de diferencias en el logaritmo del nivel de endeudamiento se muestra significativo al 10% (Tabla 4), por lo que la hipótesis H_{1a} también es aceptada.

Sin embargo, esta propensión a la difusión de información sobre los intangibles de la empresa no se traslada a los resultados. Si bien la rentabilidad financiera es superior, las diferencias no son significativas (Tabla 3), por lo que no podemos aceptar la hipótesis H_2 .

Tabla 3. Motivos externos como impulsores para la valoración de intangibles, inmovilizado inmaterial y resultados empresariales

	U de Mann-Whitney	W de Wilcoxon	Z	Sig. Asintótica (bilateral)
Media Inmovilizado Inmaterial/Activo Total (H_{1b})	16554,5	32290,5	-2,053	0,040
Media ROE (H_2)	19235,0	35936	-0,866	0,387

Una posible explicación podría ser que las PYMEs que están más endeudadas o que poseen mayores recursos intangibles contabilizados parten de una situación con elevados costes de financiación, y la mejora en el coste de la financiación, como consecuencia de facilitar información sobre sus intangibles, no les permite alcanzar unas condiciones de financiación mejores que a las PYMEs menos endeudadas o con un mayor peso de los recursos materiales y financieros en su Balance.

Tabla 4. Motivos externos como impulsores para la valoración de intangibles y logaritmo del nivel de endeudamiento

	Grados de libertad	F	Sig. Asintótica (bilateral)
Inter-grupos	1	2,803	0,095
Intra-grupos	362		

Con respecto a la tercera de las hipótesis, del análisis de los estadísticos descriptivos se observa que son superiores los resultados empresariales obtenidos por las PYMEs que consideran importante el realizar un proceso de valoración financiera de los intangibles impulsada por motivos internos (Tabla 5), salvo en el caso del crecimiento de las ventas. Sin embargo, las diferencias no son estadísticamente significativas, según la prueba U de Mann-Whitney (Tabla 6). Por tanto, no podemos aceptar el cumplimiento de la Hipótesis H₃, ni de las secundarias H_{3a}, H_{3b}, H_{3c}, H_{3d}.

Tabla 5. Motivos internos como impulsores para la valoración de intangibles y resultados empresariales

		N	Media	Desviac. típica
Consideran importante, por motivos internos, la valoración financiera de los intangibles	Media ROE (%)	193	12,08	13,16
	Media ROA (%)	209	5,56	6,87
	Media Crec. B° Explotac. (%)	193	1,73	122,62
	Media Crec. Ventas (%)	203	5,76	11,94
No consideran importante, por motivos internos, la valoración financiera de los intangibles	Media ROE (%)	178	10,63	12,44
	Media ROA (%)	185	5,26	6,30
	Media Crec. B° Explotac. (%)	169	-5,77	163,01
	Media Crec. Ventas (%)	177	5,92	11,49

Tabla 6. Motivos internos para la valoración de intangibles y resultados empresariales. Estadísticos de contraste para H₃

	U de Mann-Whitney	W de Wilcoxon	Z	Sig. Asintótica (bilateral)
Media ROE (H _{3a})	15876	31807	-1,261	0,207
Media ROA (H _{3b})	18935	36140	-0,352	0,725
Media Crec. B° Explotac. (H _{3c})	15549	29914	-0,765	0,445
Media Crec. Ventas (H _{3d})	17767	33520	-0,186	0,853

Una posible explicación es que pueden existir actuaciones dirigidas a fortalecer los intangibles de una empresa, reforzando su posición en el mercado, pero que dañan sus resultados más inmediatos. Muchas de las inversiones en intangibles tienen la consideración de gasto en el ejercicio. Las políticas de formación del personal, los gastos publicitarios, etc., aunque suponen un incremento en el valor de los recursos de la empresa y en la capacidad de generar rendimientos, afectan negativamente al resultado del ejercicio más inmediato, de modo que los efectos beneficiosos en los resultados se ven atenuados en los primeros años. La intencionada prudencia de las medidas contables de beneficio tienden a infravalorar notablemente los rendimientos derivados de la inversión en intangibles.

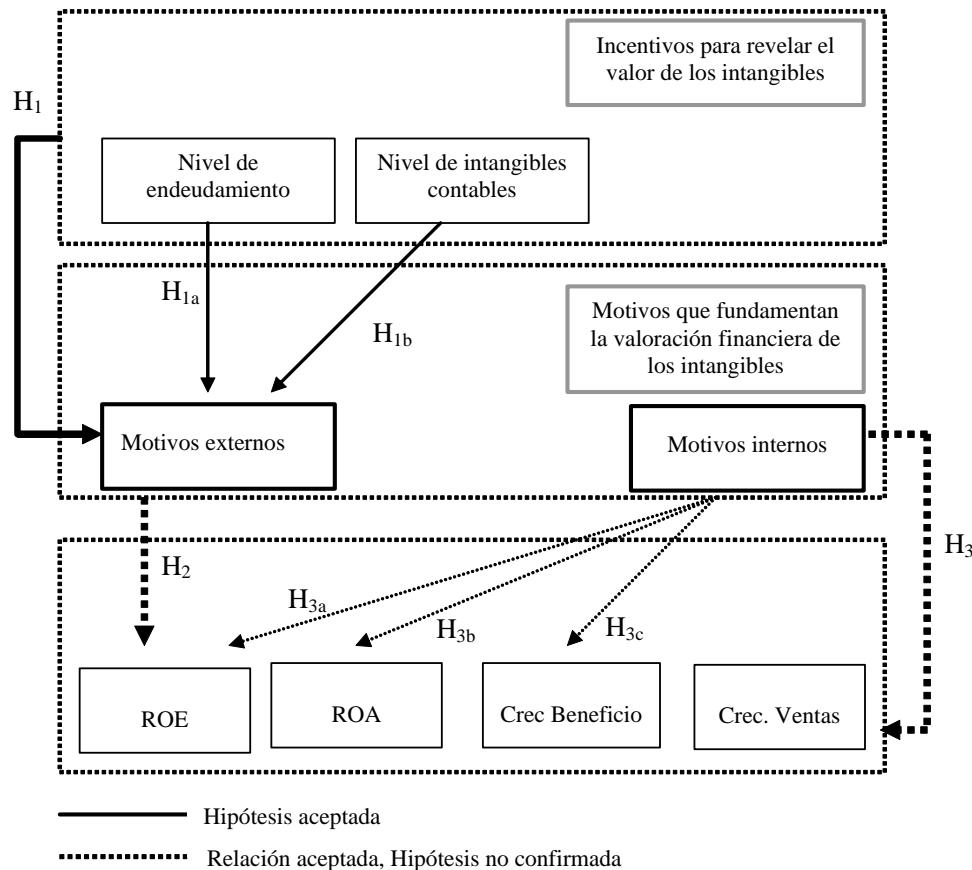
Por otro lado, tal y como recoge Rodríguez (2004), aunque la valoración de los intangibles es considerada como fundamental, esta opinión no va acompañada por políticas activas de gestión de intangibles. La preocupación por la valoración de los intangibles denota un cambio en la mentalidad de las PYMEs, pero si no se traslada a prácticas concretas difícilmente se obtendrán resultados sustancialmente mejores.

Una tercera justificación para la discrepancia en los resultados es que la realización de un proceso de valoración financiera de los intangibles presenta, teóricamente, ventajas tanto internas como externas; sin embargo, el desarrollo de un proceso de valoración supone incurrir en una serie de costes. Además de los costes de identificación y recogida de la información, hay otros relacionados con la revelación de esta información. En cuanto que los activos intangibles son recursos estratégicos para las empresas, la difusión de información sobre los mismos puede provocar la posibilidad de una pérdida de ventaja competitiva. Este peligro se deriva tanto del

riesgo de que sean imitados por los competidores, como del hecho de que, en muchas ocasiones, es la propia ambigüedad causal, la fortaleza que convierte a los intangibles en ventaja competitiva. Como señalan Gray *et al.* (2004) las PYMEs sólo recogen información sobre sus intangibles, y por lo tanto incurren en estos costes, cuando están obligados a ello.

A modo de síntesis, en la Figura 2 se representan los resultados alcanzados.

Figura 2. Resultados del estudio



5. CONCLUSIONES

Los intangibles se han convertido en el recurso básico para la generación de ventajas competitivas, tal y como señala la Teoría de Recursos y Capacidades. La gestión de los intangibles es uno de los principales retos dentro del campo de la Economía de la Empresa. Esta gestión se encuentra con numerosas dificultades, debidas en gran medida a la falta de información, consecuencia precisamente de este carácter intangible. La información contable cada vez es menos relevante y la valoración financiera de los intangibles puede ayudar a reducir, al menos en parte, las carencias informativas existentes. Esta situación es más acuciante aún en el caso de las PYMEs.

Bajo este planteamiento, toda medida destinada a la mejora en la gestión de los intangibles deberá contribuir a la obtención de mayores resultados. Este trabajo es un intento de medir la relación existente entre la preocupación de las PYMEs por la valoración financiera de sus recursos intangibles, los motivos impulsores de esta valoración y los resultados económico-financieros que obtienen.

Los resultados del estudio muestran que la predisposición a proporcionar información es mayor a medida que se incrementa el peso que los recursos intangibles tienen sobre el resto de recursos de la PYME, y a medida que la necesidad de financiación ajena es mayor. La presentación y elaboración de informes voluntarios sobre los intangibles de la empresa proporcionará beneficios a aquellas empresas que los realicen. La publicación de estos informes reduciría las asimetrías de información y los costes de agencia, lo cual debería trasladarse a una mejora en la imagen de la empresa, y en concreto, a una mejora de la imagen por parte de los acreedores. Los gestores entienden que facilitar información a agentes externos sobre sus intangibles puede facilitar la obtención de

financiación. Estos efectos no tienen porque limitarse únicamente a las PYMEs que presentan niveles de endeudamiento elevados o que poseen importantes recursos intangibles, y por tanto con importantes incentivos externos, sino a todo tipo de empresas, por lo que ésta debería ser una práctica generalizada.

Aquellas PYMEs que consideren importante la valoración de sus intangibles, y que, por tanto, se planteen la posibilidad de incrementar el conocimiento que poseen sobre éstos, deberían poder gestionarlos mejor y obtener mejores resultados. No obstante, el análisis de los resultados de este estudio muestra que aunque se producen mejoras en los resultados, estas mejoras no son sustanciales. La realización de un proceso de valoración supone incurrir en una serie de costes, que minoran los efectos positivos que puede tener la mejora en el conocimiento de los intangibles. Estos costes dependen de la dificultad para identificar los intangibles de una empresa y de la complejidad del método de valoración aplicado. Por tanto, es necesario destinar esfuerzos, por parte de la comunidad científica, para desarrollar modelos de valoración que sean aplicables a las PYMEs, y viables, desde un punto de vista de coste. Modelos que tengan en cuenta que los sistemas de información en el caso de las PYMEs están menos desarrollados, siendo en estos casos más costosa la obtención de información.

Una de las limitaciones de nuestro estudio es que considera únicamente el efecto que un mayor interés por la valoración financiera de los intangibles tiene sobre los resultados inmediatos, y además recogidos a través de medidas tradicionales de resultados. Cabe plantearse si este mayor interés en la valoración de los intangibles podría mejorar los resultados futuros de las PYMEs. En futuras investigaciones se analizará el efecto en los resultados futuros, recogiendo asimismo medidas de rendimiento subjetivas.

Un trabajo a realizar en el futuro sería el contraste de las relaciones planteadas no en un momento de bonanza económica, sino en un periodo de crisis económica, para de esta forma averiguar en qué medida los resultados de las PYMEs con mayor interés por sus intangibles han podido quizá resentirse menos que los de aquellas otras que no han mostrado preocupación por su gestión.

Adicionalmente, el análisis realizado en este trabajo debe ser generalizado a otros ámbitos territoriales. Aunque estimamos los argumentos expuestos a favor de la relevancia del País Vasco como ámbito territorial adecuado para el análisis realizado, no podemos dejar de reconocer que sigue siendo un espacio limitado, y por tanto es evidente la conveniencia de realizar estudios similares en otros territorios.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Aboody, D. y Lev, B. (2000): "Information asymmetry, R&D and Insider gains", *Journal of Finance*, Vol. 55, Nº 2, pp. 747-766.
- Amit, R. y Schoemaker, P. (1993): "Strategic assets and organizational rent" *Strategic Management Journal*, Vol. 14, pp. 33-46.
- Bakar, L. J. A. y Ahmad, H. (2010). "Assessing the relationship between firm resources and product innovation performance: a resource based view", *Business Process Management Journal*; Vol. 16; Nº 3.
- Bank of England (2001): *Financing of Technology-Based Small Firms*, Bank of England, Londres.
- Barney, J. B. (1986): "Strategic factor markets: expectations, luck and business strategy", *Management Science*, Vol. 32, Nº 10, pp. 1231-1241.
- Barney, J. B. (1991): "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, Vol. 17, Nº 1, pp. 99-120.
- Bassi, L. J. y Van Buren, M.E. (1999): "Valuing investments in intellectual capital", *International Journal of Technology Management*, Vol. 18, pp. 414-432.
- Bettis, R. A. y Hitt, M. A. (1995): "The new competitive landscape", *Strategic Management Journal*, Vol. 16, pp. 7-19.
- Bezant, M. y Punt, R. (1997): *The use of intellectual property as security for debt transactions*, The Intellectual Property Institute, London.
- Blaug, R. y Lekhi, R. (2009): *Accounting for intangibles: Financial reporting and value creation in the knowledge economy*, The Work Foundation, Londres, disponible en http://theworkfoundation.com/assets/docs/publications/223_intangibles_final.pdf
- Boisot M. H. (1998): *Knowledge assets: securing competitive advantage in the information economy*, Oxford University Press, New York.
- Bontis, N. y Fitz-Enz, J. (2002): "Intellectual capital ROI: a causal map of human capital antecedents and consequents", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 3, Nº 3, pp. 223-247.
- Bontis, N.; Keow, W. C. y Richardson, S. (2000): "Intellectual capital and business performance in Malaysian industries", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 1, Nº 1, pp. 85-97.

- Botosan, C.A. (1997): "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review*, Vol. 72 Nº 3, pp.323-349.
- Bracker J. S. y Pearson J. N. (1986): "Planning and financial performance of small mature firms", *Strategic management journal* Vol. 7, Nº 6, pp. 503-522
- Brennan, M. (1995): "Corporate finance over the past 25 years", *Financial Management* Vol. 24, pp. 9-22.
- Brooking, A. (1996): *Intellectual Capital. Core assets for the third Millenium Entreprise*, International Thomson Business Press, London.
- Bueno, E. (Dir.) (2003): "Model for the measurement and management of Intellectual Capital: Intellectus Model", *Intellectus Documents*, nº 5, Knowledge Society Research Centre, Madrid.
- Bushman, R.M.; Indjejikian, R.J. y Smith, A. (1995): "Aggregate performance measures in business unit manager compensation: The role of intrafirm interdependencies", *Journal of Accounting Research*, Vol. 33, pp. 101-28.
- Caballer, V. y Moya, I. (1997): "Companies valuation: an analogical stock market empirical approach", en Topsacalian, P. (ed.): *Contemporary Developments in Finance*, Éditions ESKA, Paris.
- Calvo, J. (2006): "Testing Gibrat's Law for Small, Young and Innovating Firms", *Small Business Economics*, Vol. 26, pp. 117-123.
- Cañibano, L., Sánchez, P., García-Ayuso, M. y Chaminade, C. (2002): *MERITUM Project. Guidelines for Managing and Reporting on Intangibles (Intellectual Capital Report)*, Vodafone Foundation, Madrid.
- Cañibano, L.; García-Ayuso, M. y Sánchez, P. (1999): "La relevancia de los intangibles para la valoración y gestión de empresas: revisión de la literatura" *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Nº 100, pp. 17-88.
- Chen, M.; Cheng, S. y Hwang, Y. (2005): "An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firm's market value and financial performance", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, Nº 2, pp. 159-176.
- Chen, P. (2005): "Intellectual capital performance of commercial banks in Malaysia", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, Nº 3, pp. 385-396.
- Deloof, M. (2003): "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 30, pp. 573-588.
- European Commission (2006): *RICARDIS: Reporting Intellectual Capital to augment research, development and Innovation un SMEs*, disponible en http://ec.europa.eu/invest-in-research/pdf/download_en/2006-2977_web1.pdf
- Eurostat (2009): *European Business. Facts and figures*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburgo.
- Edvinsson, L. y Malone, M. S. (1997): *Intellectual capital: realizing your company's true value by finding brainpower*, Harper Business, New York.
- Firer, S. y Williams, S.M. (2003): "Intellectual capital and traditional measures of corporate performance", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, Nº 3, pp. 348-360.
- Fong, C. (2008): "Role of intangible assets in the success of small and medium-sized businesses" *Global Journal of Business Research*, Vol. 2, Nº 1, pp. 53-68.
- Gallego, I. y Rodríguez, L. (2005): "Situation of intangible assets in Spanish firms: an empirical analysis", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, Nº 1, pp. 105-126.
- Grant, R. M. (1991): "The resource-based theory of competitive advantages: implications for strategy formulation", *California Management Review*, Vol. 33, Nº 3, pp. 114-135.
- Grant, R. M. (2002): *Contemporary strategy analysis: concepts, techniques, applications*, Blacwell Publishing, Oxford
- Gray, D.; Ross, G. Rastas, T. (2004): "What intangible resources do companies value, measure, and report? A synthesis of UK and Finnish research", *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, Vol. 1, Nº 3, pp. 242-261.
- Gu, F. y Lev. B. (2001): "Intangible assets: measurement, drivers, usefulness", disponible en www.stern.nyu.edu/~blev/
- Guimón, J. (2005): "Intellectual capital reporting and credit risk analysis", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, Nº 1, pp. 28-42.
- Itami, H. y Roehl, T. (1987): *Mobilizing Invisible Assets*, Harvard University Press, Cambridge.
- Itner, C. D. (2008): "Does measuring intangibles for management purposes improve performance? A review of the evidence", *Accounting and Business Research*, Vol. 38, No. 3, pp. 261-272
- Johanson, U.; Martensson, M. y Skoog, M. (2001): "Measuring to understand intangible performance drivers", *The European Accounting Review*, Vol. 10, Nº 3, pp. 407-437.

- Johnson, T.H. y Kaplan, R.S. (1987): *Relevance Lost: The Rise and the Fall of Management Accounting*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Julien, P.A., (1997): "Introduction" en Julien (ed.). *The State of the Art in Small Business and Entrepreneurship*, Brookfield, MA, Ashgate.
- Kaplan, R. S. y Norton, D. P. (1996): *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Kaplan, R.S. y Norton, D.P (2004): "Measuring the strategic readiness of intangible assets", *Harvard Business Review*, Vol. 82, N° 2, pp. 52-63.
- Kim, W.S y Sorensen E.H. (1986): "Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, N° 2, pp. 131-144.
- Kristandl, G. y Bontis, N. (2007): Constructing a definition for intangibles using the resource based view of the firm, *Journal of Management Decision*, Vol. 45, N° 9, pp. 1510-1524.
- Leadbeater, C. (2000): *New Measures for the New Economy*, ICAEW, London.
- Lev, B. (2001): *Intangibles: Management, measurement and reporting*, Brooking Institution Press, Washintong, D. C.
- Lev, B. y Zarowin, P. (1998): "The boundaries of financial reporting and how to extend them" *Working Paper*, New York University -Stern School of Business.
- Lev, B., & Zambon, S. (2003): Intangibles and intellectual: capital an introduction to a special issue, *European Accounting Review*, Vol. 12, N 4, pp. 597-603.
- Lev, B.; Sarath, A. y Sougiannis, T. (2000): "R&D reporting biases and their consequences", *Working Paper*, New York University, Stern School of Business.
- Liebowitz, J. y Suen, C. Y. (2000): "Developing knowledge management metrics for measuring intellectual capital", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 1, N° 1, pp. 54-67.
- Lonnqvist, A.; Kujansivu P. y Sillanpaa, V. (2008): "Intellectual capital management practices in Finnish companies" *International Journal of Innovation and Regional Development*, Vol. 1, N° 2, pp. 130-146.
- Marr, B. y Gray, D. (2002): "Measuring Intellectual Capital - The internal and external drivers for measuring and reporting the intangibles of an organization". Ponencia presentada en el *Congreso The Transparent Enterprise. The Value of Intangibles*, Madrid.
- Marr, B.; Gray, D. y Neely, A. (2003): "Why do firms measure their intellectual capital?", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, N° 4, pp. 441-464.
- Martin, C. y Hartley, J. (2006): *Intangible assets and SMEs. ACCA Research Report, n° 93*. Association of Chartered Certified Accountants, Londres.
- McKiernan, P. y Morris, C. (2005): "Strategic Planning and Financial Performance in UK SMEs: Does Formality Matter?", *British Journal of Management*, Vol. 5, N° s1, pp. S31-S41
- Morck, R. y Yeung, B. (2003): "Why firms diversify: internalization vs agency behaviour". En Hand, J. y Lev, B. (eds): *Intangible Assets: Values, Measures, and Risk*, Oxford University Press, Oxford, pp. 269-302.
- Neely, A.; Mills, J.; Gregory, M. y Richards, H. (1996): "Performance measurement system design: should process-based approaches be adopted?", *International Journal of Production Economics*, Vol. 46-47, pp. 423-31.
- Nunes, P. M. y Almeida, A. (2009): "The quadratic relationship between intangible assets and growth in Portuguese SMEs" *The AMFITEATRU ECONOMIC journal*, Vol. 11, n° 25, pp. 151-158.
- Olivé, A. (2008): "Cómo valorar una empresa a partir de sus activos intangibles", *Harvard Deusto, Finanzas&Contabilidad*, N° 82, pp. 42-56.
- Peña, I. (2002): "Intellectual capital and business strat-up success", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 3, n° 2, pp. 180-198
- Prieto, I. M. y Revilla, E. (2006): "Assessing the impact of learning capability on business performance: empirical evidence from Spain". *Management Learning*, Vol. 37, N° 4, pp. 499-522.
- Quinn, J. B. (1992): *Intelligent enterprise: A knowledge and service based paradigm for industry*, The Free Press, New York.
- Reed, K.; Lubatkin, M. y Srinivasan, N. (2006): "Proposing and Testing an Intellectual Capital-Based View of the Firm", *Journal of Management Studies*, Vol. 43, pp. 867-893.
- Riahi-Belkaoui, A. (2003): "Intellectual capital and firm performance of US multinational firms: A study of the resource-based and stakeholder views", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, N° 2, pp. 215-226.
- Rodríguez, L. (2004): "Valoración y gestión de activos intangibles: Aproximación teórica y estudio empírico", disponible en: www.pymesonline.com/formacion/index.php?action=download&id=475
- Rodríguez, J. y Ordoñez de Pablos, P. (2003): "Knowledge management and organizational competitiveness: a framework for human capital analysis", *Journal of Knowledge Management*, Vol. 7, N° 3, pp. 82-91.

- Rodríguez, A.; Arregui, G. y Vallejo, A. (2007): "The financial valuation of intangibles: A method grounded on an IC-Based Taxonomy". En Joia, L. A. (ed.): *Strategies for information technology and intellectual capital: Challenges and opportunities*, Information Science Reference, Londres, pp. 66-90.
- Rogers, M. (2004): "Networks, Firm Size and Innovation", *Small Business Economics*, Vol. 22, pp. 141-153.
- Ross, G. y Ross, J. (1997): "Measuring your company's intellectual performance", *Long Range Planning*, Vol. 30, pp. 413-426.
- Rylander, A.; Jacobsen, K. y Roos, G. (2000): "Towards improved information disclosure on intellectual capital", *International Journal of Technology Management*, Vol. 20, Nº 5-8, pp. 715-741.
- Sáenz, J. (2005): "Human capital indicators, business performance and market-to-book ratio", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, Nº 3, pp. 374-384.
- Salojärvi, S. (2004): "The role and nature of knowledge management in Finnish SMEs" *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, Vol. 1, Nº 3, pp. 334-357.
- Shi, C. (1999): "On the trade-off between the future benefits and riskiness of R&D: a bondholders' perspective", *Working Paper*, University of California, Irvine School of Business, Irvine, CA.
- Stoner, A. (1999): "A Resource-Based approach to strategy analysis in Small-Medium sized enterprise", *Small Business Economics*, Vol. 12, pp. 233-248.
- Subramaniam, M. y Youndt, M. (2005): "The Influence of Intellectual Capital on the Types of Innovative Capabilities", *Academy of Management Journal*, Vol. 48, pp. 450-463.
- Sveiby, K.E. (1997): *The new organizational wealth: managing & measuring knowledge-based assets*, Berrett-Koestler Publishers, San Francisco, CA.
- Tan, H. P.; Plowman, D. y Hancock, P. (2007): "Intellectual capital and financial returns of companies", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8, Nº 1, pp. 76-95.
- Teece, D.J. (1980): "Economies of scope and the scope of the enterprise", *Journal of Economic Behaviour and Organization*, Vol. 1, pp. 223-33.
- Thornhill, S. y Gellatly, G. (2005): "Intangible assets and entrepreneurial finance: The role of growth history and growth expectations", *International Entrepreneurship and Management Journal*, Vol. 1, pp. 135-148.
- Vicente, J. D. (2001): "Specificity and opacity as resource-based determinants of capital structure: evidence for Spanish manufacturing firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 22, pp. 157-177.
- Villalonga, B. (2004): "Intangible resources, Tobin's q , and sustainability of performance differences", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 54, pp. 205-230.
- Vitale, M.; Mavrinac, S. C. y Hauser, M. (1994): "New process/financial scorecard: a strategic performance measurement system", *Planning Review*, Vol. 22, Nº 4, pp. 21-26.
- Yasuda, T. (2005): "Firm Growth, Size, Age and Behavior in Japanese Manufacturing", *Small Business Economics*, Vol. 24, pp. 1-15.