

**MERCADO DE CAPITALES Y MODELOS DE VALORACIÓN DE LAS  
INVERSIONES INMOBILIARIAS. APLICACIÓN DEL MODELO DE OHLSON A LOS  
PERÍODOS PRE Y POST-CRISIS.**

**CAPITAL MARKETS AND VALUATION MODELS OF INVESTMENT PROPERTIES.  
APPLICATION OF THE OHLSON MODEL FOR PRE- AND POST-CRISIS PERIODS**

**M<sup>a</sup> Paz Horno Bueno**

Universidad de Jaén

**Ana Licerán Gutiérrez**

Universidad de Jaén

**Rafael Bautista Mesa**

Agencia Pública Sanitaria Poniente

**Temática: A Información Financiera y Normalización Contable**

**Palabras clave:** inversiones inmobiliarias; modelo de Ohlson; modelo de valor razonable; modelo de coste histórico.

**Keywords:** *investment properties; Ohlson model; fair value model; cost model.*

**MERCADO DE CAPITALES Y MODELOS DE VALORACIÓN DE LAS  
INVERSIONES INMOBILIARIAS. APLICACIÓN DEL MODELO DE OHLSON A LOS  
PERÍODOS PRE Y POST-CRISIS.**

# **CAPITAL MARKETS AND VALUATION MODELS OF INVESTMENT PROPERTIES. APPLICATION OF THE OHLSON MODEL FOR PRE- AND POST-CRISIS PERIODS**

## **RESUMEN**

Este trabajo analiza el poder explicativo de los modelos de valor razonable y coste histórico para las inversiones inmobiliarias (NIC 40), sobre el valor de mercado de los grupos cotizados españoles a lo largo de la última crisis económica. La aplicación del modelo de Ohlson muestra que en los períodos pre-crisis y de crisis, los mercados amplifican las pérdidas esperadas de las empresas que utilizan el modelo del coste histórico. Sin embargo, una vez superada la crisis, se produce el fenómeno contrario, puesto que el valor de cotización amplifica las ganancias esperadas de las empresas que aplican el modelo de valor razonable.

## **ABSTRACT**

*This paper analyzes the explanatory power of fair value and cost models (IAS 40) on market price of listed Spanish groups, across the last economic crisis. The application of the Ohlson model shows in the periods before the crisis as well as during the economic crisis, capital markets amplify the expected losses of the companies that use the historical cost model. However, once the crisis is over, the opposite phenomenon occurs, as market prices increases the expected profits of companies that apply the fair value model.*

## **1. INTRODUCCIÓN**

La opcionalidad entre el modelo de valor razonable y el de coste histórico en la valoración posterior de las propiedades de inversión o inversiones inmobiliarias permitida por la Norma Internacional de Contabilidad 40 (NIC 40) ha sido ampliamente estudiada por la investigación existente (p.e. Barth y Landsman, 1995; Lebrun, 2005; Morales y Bentabol, 2007; Rodríguez y Solà, 2007; Quagli y Avellone, 2010; Yasen y Al-Khadash 2011; Vicente-Lama et al., 2013; Aldeen Al-khadash y Khasawheh, 2014). Del mismo modo ha suscitado un amplio interés el estudio sobre el poder explicativo sobre el valor de cotización que muestran los estados financieros de estas empresas inmobiliarias en función de la opción que escojan en la valoración posterior (p.e. Collins, Maydew y Weiss, 1997; Guthrie, So y Smith, 2009; Devalle y Rizzato, 2011; Irving y Sokolowsky, 2011; Nellesen y Zuelch, 2011; Israeli, 2015; Wahyuni et al., 2019).

Sobre la base de la opcionalidad admitida por la NIC 40 para la valoración posterior de las inversiones inmobiliarias según los modelos del coste y del valor razonable, nuestro trabajo tiene como objetivo analizar el poder explicativo de ambos modelos sobre el precio de mercado (valor de cotización) de los grupos españoles cotizados. Porque es importante proporcionar una información contable relevante para la toma de las decisiones de los inversores, considerados como uno de los principales usuarios de la información financiera, tal y como lo justifica Majercakova y Skoda (2015: 319).

Para ello hemos escogido las empresas españolas que cotizan en bolsa con un alto componente de negocio inmobiliario. El intervalo de plazo analizado abarca desde 2005 a 2015, ya que hemos considerado que sería interesante conocer la relevancia de cada uno de los criterios de valoración recogidos en la NIC 40 en este periodo, caracterizado por turbulencias en los precios de mercado de dichas inversiones inmobiliarias, sobrevenidas por la crisis económica que tuvo lugar en dichos años. En este sentido, numerosa literatura sobre el estudio de la relevancia en cuanto a valores contables se refiere, siendo el principal, el valor razonable (p.e. Barth, Beaver y Landsman, 2001; Holthausen y Watts, 2001; Jenkins, Kane y Velury, 2009; Song, Thomas y Yi, 2010; Batista y Paulo, 2017; Sundgren et al., 2018).

Nuestros resultados muestran que en períodos anteriores a la crisis, así como durante la crisis económica, el coste histórico muestra una influencia significativa aunque de signo contrario sobre la cotización de la empresa. Por el contrario, una vez superada la crisis económica, es el modelo del valor razonable el que tiene un mayor poder explicativo, en este caso positivo, sobre el valor de cotización.

En primer lugar, explicaremos los métodos de valoración recogidos en la NIC 40: modelo de coste y modelo de valor razonable; seguidamente comentaremos la determinación del valor razonable según la NIIF 13; haciendo hincapié en las ventajas y desventajas de utilizar uno y otro modelo de valoración. Para explicar el precio de cotización de los grupos de empresas inmobiliarias en función del valor de patrimonio neto y el resultado por acción, utilizaremos el modelo de Ohlson. El análisis se hará teniendo en cuenta los periodos de pre-crisis, crisis y post-crisis que tuvo lugar durante los años objeto de estudio (2005-2015), por lo que se expondrá lo significativo que es el modelo de coste o valor razonable en cada uno de estos subperiodos.

## **2. MARCO TEÓRICO. TRATAMIENTO DE LAS INVERSIONES INMOBILIARIAS SEGÚN LA NIC 40**

La NIC 40 *Propiedades de inversión* determina cuándo se reconocen, cómo se valoran y qué información deben revelar las entidades que posean dichas propiedades de inversión (terrenos y/o construcciones que proporcionen rentas o plusvalías) (párrafo 5). En realidad, la clasificación de un bien inmueble como inversión inmobiliaria, inmovilizado material o existencias, depende de las intenciones que tiene la entidad sobre el mismo.

En cualquier caso, hay que considerar como criterio clave para discernir entre los activos que deben clasificarse como inmovilizado material y como inversión inmobiliaria, la procedencia y autonomía de los flujos de efectivo que generan. Así, si en un determinado inmueble se obtienen flujos de efectivo de forma independiente a otros activos que posee la entidad, entonces se trata de una inversión inmobiliaria; mientras que si se los flujos se obtienen de manera dependiente o conjunta con otros activos, el inmueble será clasificado como inmovilizado material. Esto es, la producción de bienes o la prestación de servicios o el uso de los inmuebles para fines administrativos dan lugar a la generación de unos flujos de efectivo que no son atribuibles solamente a tales propiedades, sino a otros activos utilizados en la producción o en el proceso de prestación de servicios, tales como instalaciones técnicas, maquinaria, aplicaciones y equipos informáticos, etc.

No obstante, a lo largo del ejercicio puede haber transferencia entre los inmuebles calificados como inversiones inmobiliarias hacia o desde las existencias (porque se destine a la venta) y otro inmovilizado, dependiendo del uso o destino que el dueño haga de él (párrafo 57).

Finalmente, una inversión inmobiliaria se da de baja cuando se enajene o deje de utilizarse permanentemente y no se espere obtener beneficios económicos futuros de ella, bien por su venta o por su disposición por otra vía (párrafo 66).

## **2.1. VALORACIÓN INICIAL Y POSTERIOR DE LAS INVERSIONES INMOBILIARIAS**

La valoración de una inversión inmobiliaria consiste en asignarle un valor monetario con el que se reconocerá y será incluida en el balance. Hay que distinguir dos partes de la medición, una inicial, la cual se corresponde con el valor que le asignaríamos al activo (en este caso, a la inversión inmobiliaria) en el momento en el cual se incorpora y es reconocido en el balance, y otra posterior, que es el valor que le correspondería a dicha propiedad de inversión cada fecha de cierre de un ejercicio económico.

La NIC 40 establece como criterio de valoración inicial el modelo del coste, pero para la valoración posterior ofrece la opción de escoger entre dos alternativas: el mismo modelo del coste y el modelo del valor razonable (NIC 40: párrafos 20 y 30). Esta posibilidad de elección, demuestra la tensión que existe entre las características cualitativas de la información financiera: relevancia y fiabilidad. Mientras que con la aplicación de precio de coste se opta por una información veraz y objetiva, es decir, rasgos asociados a la fiabilidad; la utilización del valor razonable aporta información más oportuna y por tanto, más relevante (Vicente-Lama, 2013: 31).

Las inversiones inmobiliarias se valorarán inicialmente al coste. El coste de adquisición de una inversión inmobiliaria comprenderá su precio de compra y cualquier desembolso directamente atribuible a dicha transacción (NIC 40: párrafos 20 y 21).

Si en la valoración posterior, la opción elegida es la de valoración a coste, se exige informar en la memoria de los valores razonables de dichos activos (párrafo 30). A pesar de la posibilidad de elección del criterio de valoración posterior, el criterio escogido debe ser igual para todas las propiedades de inversión que posea la entidad. Así como también será aplicada de manera uniforme en el tiempo, a no ser que sea necesario cambiar ese criterio contable con el fin de hacer más fiable y relevante la información proporcionada en los estados financieros (NIC 40: párrafos 30 y 32).

Bajo nuestro punto de vista, a pesar de que existe dicha opcionalidad, implícitamente la NIC 40 se decanta por el modelo de valor razonable, porque siempre existe obligación de informar sobre él. Tal primacía la destacan, entre otros, autores como Morales y Bentabol (2007: 177) o Quagli y Avallone (2010: 467), al apuntar que es importante la determinación del valor razonable en las inversiones inmobiliarias, con independencia del modelo de valoración posterior escogido, llegando a ser obligatorio para la empresa. De Vicente Lama y Molina Sánchez (2010: 32), afirman que “la obligación para los grupos empresariales que optan por el modelo de coste de revelar el valor razonable de sus inversiones inmobiliarias en memoria muestra la preferencia implícita por el modelo de valor razonable y, por tanto, por la relevancia de la información”.

### **2.1.1. MODELO DEL COSTE**

El coste está formado por el precio de adquisición o por el coste de producción, dependiendo de que se trate de compras de inmuebles al exterior o de construcción propia de los mismos. Se suman los desembolsos directamente atribuibles a la operación en el momento inicial, particularmente si se trata de adquisición a terceros. El

citado valor o coste inicial no se incrementará por los costes de puesta en marcha, a menos que sean necesarios para poner el inmueble en condiciones de uso; ni por las pérdidas iniciales de explotación en las que se incurra antes de que la inversión inmobiliaria alcance el nivel esperado de ocupación; así como tampoco por las cantidades anormales de desperdicios, de mano de obra u otros recursos incurridos en la construcción o desarrollo del inmueble (NIC 40: párrafos 21 y 23).

Si el modelo escogido es el del coste, deberá deducirse la amortización acumulada así como el importe acumulado de las pérdidas por deterioro de valor. El tratamiento de la amortización y deterioro de valor es el mismo que para el inmovilizado material (NIC 16: párrafos 44 y ss.).

Para el cálculo de la amortización, a final de cada ejercicio se revisará la vida útil y el valor residual asignado, y en el caso de haber habido cambios, se considera como un cambio en las estimaciones contables que hay que registrar según la NIC 8 “Políticas contables, cambios en las estimaciones contables y errores”.

Respecto de las pérdidas por deterioro de valor, no sistemáticas, derivan esencialmente de factores relacionados con el mercado. Se produce un deterioro de valor cuando el valor contable o importe en libros del activo es inferior a su importe recuperable, debiendo determinarse éste si la entidad constata que hay indicios, externos o internos, que pueden dar lugar a dicho deterioro. En el caso de deterioro, se registrará la pérdida correspondiente en la cuenta de resultados del ejercicio en el que se dé. No obstante, esta pérdida de valor puede ser objeto de reversión en periodos sucesivos cuando se constate que ya no existe o bien ha disminuido, en cuyo caso se procederá a contabilizar la misma como un ingreso en la cuenta de pérdidas y ganancias, con el límite del valor neto contable que hubiese tenido el activo si no hubiera sufrido tal deterioro.

En el caso de las transferencias entre inversiones inmobiliarias, inmovilizado (por las instalaciones ocupadas por el dueño) y existencias, el importe en libros, por tanto el coste de dichos inmuebles, no variará en cuanto a valoración ni información a revelar se refiere. Es decir, cambiará su ubicación en el activo, pero no se ve afectada su valoración (NIC 40: párrafo 59).

### **2.1.2. MODELO DEL VALOR RAZONABLE**

Medir a valor razonable un inmueble calificado como una inversión inmobiliaria significa que éste aparecerá en balance por dicho valor, es decir, de acuerdo con la NIIF 13, que la empresa se asegure de que dicho valor refleja, entre otras cosas, el ingreso por rentas que se podría obtener de arrendamientos en las condiciones actuales de mercado (NIC 40: párrafo 40). Cuando se refiere al reconocimiento inicial del coste de la participación en un inmueble arrendado, la NIC 16 especifica las bases para su contabilización a coste. Si bien, la NIC 40 en su párrafo 33, requiere que el derecho sobre un inmueble arrendado se reexpresé en valor razonable si la empresa ha optado por dicho modelo en la valoración posterior, pero sin reconocer ninguna pérdida o ganancia en resultados, porque solo las variaciones de valor razonable en varios momentos da lugar a dicho reconocimiento (párrafo 41).

Del mismo modo, la empresa debe evitar duplicar el reconocimiento de activos y pasivos, de tal manera, que el mobiliario u otros enseres ligados a dichos inmuebles calificados como inversión inmobiliaria, se considerarán también parte de dicha inversión, y por ello, se reconocerá con el valor razonable (párrafo 50).

En cuanto a las transferencias de inversiones inmobiliarias valoradas a valor razonable a inmovilizado material o existencias, su valoración seguirá siendo el valor razonable que se estime en el momento de cambio de uso (párrafo 60).

En caso contrario, cuando un inmueble que está ocupando el dueño se cambia a inversión inmobiliaria, se contabilizará por su valor razonable, y la empresa contemplará cualquier diferencia, a esa fecha, entre el importe en libros de dicho bien aplicando la NIC 16 y el valor razonable, como una revalorización aplicando esta norma (párrafos 61). Si el traspaso es de existencias a inversiones inmobiliarias, y para valorarlas a valor razonable, cualquier pérdida o ganancia derivada de dicha valoración se lleva a resultados. El mismo tratamiento tiene las diferencias de valoración, cuando se produce el traspaso de un inmueble en curso o desarrollo ha terminado (párrafos 63 y 65).

En general, las diferencias, positivas o negativas, que puedan surgir entre el valor razonable de un ejercicio con respecto al del anterior, se registrarán en la cuenta de pérdidas y ganancias (párrafo 35). Si bien, la NIC 40 en su párrafo 33, requiere que el derecho sobre un inmueble arrendado se reexpresen en valor razonable si la empresa ha optado por dicho modelo en la valoración posterior, pero sin reconocer ninguna pérdida o ganancia en resultados, porque solo las variaciones de valor razonable en varios momentos da lugar a dicho reconocimiento (párrafo 41).

El motivo de que los cambios de valor se imputen al resultado del ejercicio de la cuenta de pérdidas y ganancias se debe a que el IASC determinó que el modelo del valor razonable se había construido para dotar de una mayor relevancia y transparencia a los resultados que proceden de las inversiones inmobiliarias, considerándose, por tanto, incongruente permitir o exigir su reconocimiento en otras cuentas de resultados directos a patrimonio neto. (NIC 40 FC. B65 a).

Se presume que el valor razonable siempre se puede medir con fiabilidad y de forma continuada. Pero con carácter excepcional, puede ocurrir que al valorar inicialmente una inversión (bien porque se trate de un bien que termina su construcción o bien que se ha calificado como inversión inmobiliaria porque ha cambiado su uso) no pueda estimarse con fiabilidad el valor razonable, en cuyo caso se prevé aplicar la NIC 16, es decir, valorar a coste y seguir haciéndolo hasta que el bien se venda o traspase u otro tipo de activo (inmovilizado o existencia). No obstante, el resto de inversiones puede tomar la decisión de valorarlas con valor razonable (párrafos 53-54). A pesar de dicha presunción, hay estudios que determinan la medida en que se utiliza el valor razonable, como opción oportunista, ya que tienen la posibilidad de reflejar ganancias o pérdidas, según la intención de la gerencia, como consecuencia de cambios de este valor en el ejercicio, y que tiene una repercusión inmediata en los mercados financieros (véase Guthiere, Irving y Sokolowsky, 2011).

### **3. LA MEDICIÓN DEL VALOR RAZONABLE SEGÚN LA NIIF 13**

El objetivo de esta norma es establecer un marco para la medición de valor razonable y la información que hay que revelar sobre la misma en los estados financieros (párrafo 1). Según se enuncia en el párrafo 5, será de aplicación para todos los casos en los que haya que medir un elemento a valor razonable, como puede ser el caso de las inversiones inmobiliarias, cuando se opta en su valoración posterior por el modelo de revalorización.

La NIIF 13 (párrafo 9), define valor razonable como el precio que sería recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de la medición (es decir, un precio de salida). Por

tato, esta definición de valor razonable ratifica que el valor razonable es una medición basada en el mercado, no una medición que dependa de las condiciones específicas de una entidad. De ahí que la empresa deba actuar como un participante del mercado fijando el precio del activo o pasivo en las condiciones actuales, teniendo en cuenta algunas circunstancias de riesgo.

De esta manera se ha modificado la definición de valor razonable, ya que esta norma delimita expresamente a ese valor como precio de salida (basado en el mercado). En cambio, anteriormente no se especificaba si se trataba de un precio de salida o de entrada, y si era desde el punto de vista de la empresa o del mercado, tal y como se aprecia en la siguiente tabla:

**Tabla 1.** Definición de valor razonable

ANTES	AHORA
Importe por el que puede ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados que realizan una transacción libre.	Precio que se recibiría por vender un activo o se pagaría por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de medición.

Fuente: Elaboración propia.

Esta norma propone una base de medición del valor razonable jerarquizada, dando primacía a los precios cotizados y en último lugar, los valores que no son observables y que para su cálculo se precisa de técnicas de estimación (párrafo 72). Esto ha conllevado a que sea un tema muy discutido, ya que al no haber una sola opción de estimación, la relevancia de dicho valor varía y el efecto o resultado sobre la información proporcionada a los inversores también (Ronen, 2008: 205). Se establecen tres niveles:

- **Nivel 1:** Son precios cotizados (sin ajustar) en mercados activos para activos o pasivos idénticos a los que la entidad puede acceder en la fecha de la medición. Un precio cotizado en un mercado activo proporciona la evidencia más fiable del valor razonable y se utilizará sin ajuste para medir el valor razonable siempre que estén disponibles, excepto cuando la empresa posea un gran número de activos y pasivos financieros valorados a valor razonable y sea muy difícil determinar dicho valor para cada uno de los elementos; cuando un mercado activo no representa el valor razonable en la fecha de la medición; cuando para valorar un pasivo o un instrumento de patrimonio propio de una entidad, se utiliza el precio cotizado para el elemento idéntico negociado como un activo en un mercado activo y ese precio necesita ajustarse por factores específicos del elemento o del activo (párrafos 76-79).
- **Nivel 2:** Son precios cotizados pero no concretamente del activo o pasivo que se pretende medir, sino de otro elemento similar en dicho mercado activo; o del mismo en otro mercado activo; así como también valores no observables como es la tasa de rendimiento, y siempre ajustados (párrafos 80-84).
- **Nivel 3:** Son datos de entrada no observables para el activo o pasivo. Los supuestos sobre el riesgo incluyen el riesgo inherente a una técnica de valoración concreta utilizada para medir el valor razonable (tales como un modelo de fijación de precios) y el riesgo inherente a los datos de entrada de la técnica de valoración (párrafos 86-89).

De acuerdo con Majercakova y Skoda, (2015: 315-316), conforme vamos subiendo de nivel, la asimetría de información entre los preparadores de la información contable y los usuarios de esta aumenta, debido a que ha va incrementando la incertidumbre en la determinación del valor razonable. Desde el nivel 1, que se parte de un escenario donde existen mercados activos y por tanto el precio es conocido por ambas partes, hasta bajo el supuesto del nivel 3, donde para determinar el valor razonable se utilizan técnicas de estimación interviniendo el subjetivismo del preparador de dicha información.

A diferencia de los instrumentos financieros, e incluso de otros activos con mercados de una notable actividad, caso de materias primas, productos agrícolas, etc., los bienes inmuebles que se califican como inversiones inmobiliarias no es normal que tengan un mercado activo donde sus precios estén frecuente y regularmente disponibles (en cierto modo, cada inversión inmobiliaria es única tanto en ubicación como en tipología). Por ello, se debe proceder a estimar el valor razonable a través de diversos métodos de valoración, en bastantes ocasiones de naturaleza indirecta; advirtiendo que la utilización de los mismos implica con frecuencia el uso de juicios de valor, lo que supone un cierto grado de subjetividad, y de manipulación, en la valoración, como bien expone Morales Díaz (2010: 189), dado que son ineludibles las propias asunciones de la empresa.

En las inversiones inmobiliarias, deben aprovecharse al máximo la información que proviene del mercado, cuando éste exista y tenga una cierta actividad, y después acudir a valoraciones indirectas, basadas en aquél o en otro tipo de experiencias o métodos de cálculo suficientemente experimentados. Es decir, bajo los principios de la Norma Internacional de Información Financiera 13 (NIIF 13), en mercados menos activos, lo que se hará es estimar el mismo a través de métodos apropiados. La elección de uno u otro método de valoración depende no sólo de la disponibilidad de datos (se deben utilizar técnicas que maximicen el uso de datos de entrada observables y que minimicen el uso de datos de entrada no observables), sino además hay que tener en cuenta la naturaleza del activo y el mercado en el que va a negociar. De este modo, los principales métodos de estimación a tales efectos son:

- *Enfoque del coste*: Refleja el valor actual necesario para sustituir ese activo y en sus mismas condiciones. Por tanto, el valor se obtiene sumando los costes de los distintos productos que inciden en la formación de un bien inmueble.
- *Enfoque del ingreso*: Consiste en actualizar en la fecha de medición los importes futuros (flujos de efectivo de ingresos y gastos). Esta técnica vincula importes futuros con un importe presente utilizando para ello una tasa de descuento.
- *Enfoque de mercado*: Este método utiliza los precios y otra información relevante que ha tenido lugar en transacciones de mercado con inmuebles idénticos o similares al que queremos medir, por ejemplo, el precio por metro cuadrado. En opinión de Silva Palavecinos y Azua Álvarez (2006: 71), el valor de mercado es la mejor medición de valor razonable para activos intangibles y propiedades de inversión.

Según lo expuesto, se puede afirmar que el grado de dificultad para el cálculo del valor razonable es inversamente proporcional a la disposición de datos objetivos que proporciona el mercado, y cuando esto no es posible hay que acudir a métodos de estimación indirectos aceptados (Constans, 2007: 31-32).

#### **4. VENTAJAS/DESVENTAJAS DE LOS MODELOS DE VALORACIÓN COSTE/VALOR RAZONABLE**



Somos conscientes de la importancia que tiene disponer de una información contable oportuna en el tiempo, lo más fiable posible en cuanto a valoración se refiere (Majercakova y Skoda, 2015: 316). Bajo esta premisa, vamos a analizar las ventajas e inconvenientes del criterio de valoración a coste y del valor razonable, que son realmente las alternativas contempladas para las inversiones inmobiliarias.

El coste histórico es cuestionado porque presenta una serie de limitaciones como son, entre otras, y considerando especialmente la parcela de los bienes inmuebles (véase Lorca y De Andrés, 2003: 195-238):

- **Genera desinformación más que información:** La normativa contable se ha formado sobre la base de una serie de normas complejas articuladas en torno al principio del coste histórico, dando lugar a una cierta confusión entre el público sin conocimientos contables y, por lo tanto, otorgándole menos credibilidad a la información contable. Así, para interpretar y comprender el criterio del coste histórico se necesita conocer qué es la amortización, qué son las correcciones de valor, cuándo se calculan estas últimas, etc., y esto solamente es controlado por expertos en la materia.
- **Falta de relevancia y relativa fiabilidad.** La relevancia hace referencia a que la información financiera debe ser útil para la toma de decisiones económicas, o capaz de influir en las decisiones tomadas por los usuarios. Y la fiabilidad exige que la información esté libre de errores materiales y de sesgos. Pudiendo destacar como déficits del criterio del coste, en relación con estas cualidades:
  - El valor de un bien inmueble o de cualquier otro activo medido a coste se refiere a un momento pasado, sin incorporarle la evolución de su valor en el tiempo.
  - Aunque este criterio parezca ser muy fiable, sin embargo, también puede ser objeto de manipulación. Por ejemplo, en la valoración posterior de un activo que sigue el criterio del coste histórico hay que calcular su cuota de amortización que es subjetiva (número de años de vida útil, el sistema de amortización, etc.).

Pulido (2000: 269- 270), añade otras desventajas a la aplicación del modelo de coste como son:

- Presentación de unos valores no acordes con la situación patrimonial.
- La amortización no recoge el efecto de la inflación, y su valor es inferior al real. Como consecuencia, las amortizaciones acumuladas reflejarán un importe inferior al valor de reposición del bien amortizado.

Por su parte, la valoración de los elementos de los estados financieros a valor razonable otorga una ventaja fundamental para la toma de decisiones:

- **Mayor relevancia informativa.** Con el valor razonable las cifras contables aportan un mejor perfil informativo, ya que el valor incorpora hechos económicos ocurridos con posterioridad a su incorporación en el patrimonio de la empresa, información clave para la toma de decisiones (Barth, 2007: 11).

De acuerdo con el estudio realizado por Navarro y Pérez (2007: 151), una conclusión importante sobre la medición a valor razonable de los bienes inmuebles es que, en comparación con el coste histórico, el valor razonable es más útil para representar la

imagen fiel del patrimonio, así como para mejorar la oportunidad de los estados financieros.

No obstante, el valor razonable, tal y como apunta Barth (2007:11), presenta también una serie de desventajas, entre las que destacan:

- **La dificultad de su determinación, cuando no se observa directamente en el mercado.** Las estimaciones del valor razonable no están exentas de criterios subjetivos pues hay que acudir a una metodología indirecta (véase Weetman, 2007: 241 y Landsman, 2007: 26), ya que a veces es difícil acudir a precios de mercado, tal y como pone de manifiesto la propia NIC 40 (BC 46 a). En cambio, algunos autores argumentan que para los casos en que no existen mercados activos, también es posible estimar el valor razonable con cierta fiabilidad (Herrmann, Saudagaran & Thomas, 2006).
- **Volatilidad en las cifras contables.** Este supuesto inconveniente se da con especial crudeza en el caso del sector inmobiliario. Ocurre que las empresas inmobiliarias, con la finalidad de diversificar los riesgos que derivan de su actividad típica de venta de inmuebles (sus existencias), destinan otros inmuebles al alquiler (inversiones inmobiliarias). Si para éstos últimos aplica el valor razonable, en los periodos en que la actividad inmobiliaria está en auge, no solo aumentan los ingresos procedentes por la venta de inmuebles, sino que además se produce una revalorización de los destinados al alquiler, la cual se refleja en la cuenta de resultados.

Sin embargo, cuando cambia el ciclo y la actividad se contrae, además de reducirse los ingresos por ventas de inmuebles, también se produce una pérdida de valor de los que se califican como inversiones inmobiliarias, con respecto a sus valores anteriores, provocando, en palabras de Molina, De Vicente y Ramírez (2009: 74), “un efecto multiplicador en la caída de rentabilidades; que es mayor cuanto mayor haya sido la decisión empresarial de diversificar riesgos”. Véase también Majercakova y Skoda (2015: 321).

Todo ello nos lleva a pensar, que realmente no existe uno modelo mejor que otro, y que incluso, no tienen por qué ser sustitutivos sino incluso complementarios, dependiendo del tipo de activo o pasivo a valorar. En este sentido, hay estudios como el de Giordano-Spring et al. (2015) en el que se entrevistan a 31 preparadores de información contable franceses, que aplican tanto IAS como US GAAP, según el caso, donde se llega a esta conclusión, partiendo del hecho que se considera al modelo de coste histórico como teórico y el de valor razonable más práctico. Y que ello conlleva a que los métodos para estimar este último valor sean lo más objetivo posibles, para dotarle de fiabilidad, porque en principio ya se le cataloga como un valor relevante.

Si bien, para el caso que nos ocupa, y según constata Vicente-Lama (2013) en un estudio realizado a grupos de empresas inmobiliarias en España, la probabilidad de que las empresas elijan el criterio del valor razonable es mayor en las empresas de este sector que cualquier otro.

## 5. DESARROLLO DE LAS PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

La investigación previa encuentra una mayor relación entre el modelo de valor razonable para la valoración de los activos y el valor de mercado de las entidades. Así, para el caso de las entidades de crédito, Barth (1994), Barth et al. (1996), Eccher et al. (1996) y Nelson (1996) encuentran que los valores razonables de los instrumentos financieros

son incrementalmente informativos en relación con sus valores contables al explicar la cotización de las acciones. No obstante, esta relación se ve afectada por la cantidad de error de medición y la fuente de las estimaciones (Landsman, 2007).

En cuanto a los activos no financieros, la problemática está afectada por la falta de explicación de las motivaciones detrás de la elección contable entre el coste histórico y el valor razonable (p.e. Ball y Shivakumar 2006, Laux y Leuz 2009, Hail et al., 2010). En general, la investigación existente parece inclinarse hacia el hecho de que, a pesar de sus ventajas conceptuales, el valor razonable no es el principal método de valoración para activos no financieros ilíquidos de forma voluntaria (Christensen y Nikolaev, 2013).

En este sentido, aunque algunos resultados no han resultado concluyentes (p.e. Barth y Clinch, 1998), la investigación previa sugiere la existencia de una relación positiva significativa entre los precios de las acciones y las revaluaciones de las propiedades, plantas y equipos (p.e. Aboody et al., 1999; Gómez y Álvarez, 2013) lo que nos conduce a nuestra primera pregunta de investigación:

**RQ1.** ¿El modelo de valoración a valor razonable de las inversiones inmobiliarias tiene un mayor poder explicativo de la cotización que el modelo del coste histórico?

Por otro lado, en relación con los efectos de la crisis financiera sobre la relevancia del valor razonable sobre la cotización de las acciones, nuestro estudio se cuestiona las implicaciones que la crisis económica iniciada el año 2008 ha tenido sobre el poder explicativo de ambos modelos en relación con el precio de cotización:

**RQ2.** ¿Se ha visto modificado el poder explicativo de los modelos de valoración a valor razonable y a coste histórico sobre la cotización como consecuencia de la crisis económica de 2008?

## **6. METODOLOGÍA**

### **6.1. SELECCIÓN DE LA MUESTRA**

Bajo la premisa de que el objetivo principal de nuestro trabajo es detectar en qué medida el valor de cotización de mercado está explicado en función del valor en libros y el resultado por acción, de los grupos españoles con alto componente inmobiliario, que obligatoriamente aplican normas internacionales de contabilidad (NIC-NIIF), se infiere que la población objeto de estudio es este colectivo en su conjunto.

Pero, por otra parte, parece claro que las entidades que cotizan en la Bolsa de Madrid han de ser las que tomemos en consideración, pues otros mercados de capital españoles prácticamente no tienen hoy día actividad. De la misma manera, hay que ser conscientes de que, entre tales empresas, es obvio que unas desarrollan el negocio inmobiliario, en general, y la explotación de inmuebles con fines de renta, en particular, en mayor medida que otras. Lo cual nos induce a seleccionar una muestra no probabilística, en la que la búsqueda de los sujetos-tipo sea el criterio a tener en cuenta, para el estudio que nos ocupa.

Siendo, en este caso, según nuestro parecer, las empresas cotizantes en la Bolsa de Madrid que tengan como actividad principal, o una de sus actividades principales, el desarrollo del negocio inmobiliario. Ya sea en la faceta de promoción de inmuebles para su venta o en la de su explotación en arrendamiento; lo que supondrá que sean las que

más activos con las características de las propiedades de inversión tengan en sus balances.

La indagación efectuada, en tal sentido, nos lleva a seleccionar a los grupos empresariales pertenecientes al sector “Servicios Financieros e Inmobiliarios”, principal y propiamente relacionado con la actividad; es decir, el denominado “Inmobiliario y Otros”.

Dichos grupos los vamos a delimitar bajo las siguientes condiciones, que definen más claramente la antedicha muestra, al objeto de hacer lo más coherente posible su estudio:

- Pertenecer al mercado continuo. Porque los grupos que cotizan en Parqué, que para esta investigación van a quedar excluidos, tienen un bajo volumen de negociación y una escasa liquidez relativa, en comparación con los del mercado continuo.
- Ser españoles. No incluiremos los que están en LATIBEX, el mercado bursátil con valores latinoamericanos que cotizan en España, pues sólo tomamos, como decimos, los grupos españoles.
- Deben seguir el principio de empresa en funcionamiento, a fin de que los valores de los elementos patrimoniales no estén afectados por una situación de venta o liquidación forzosa.
- Todos los grupos empresariales existen en la actualidad, porque durante este periodo algunas empresas han sido absorbidas por otras, o incluso, simplemente han desaparecido.

El periodo objeto de análisis, hemos decidido que comience en el año 2005, dado que el mismo representa el inicio de la obligatoriedad de aplicación de las NIC-NIIF del IASB para los estados financieros consolidados, hasta 2015. Este intervalo temporal, de más de diez años, se ha elegido, además por otras consideraciones de mucha importancia en el ámbito económico.

Desde ese punto de vista, el conjunto de dicho periodo es muy interesante, en especial en el sector inmobiliario, dado que ocupa en sus primeros años los últimos de un amplio ciclo expansionista, pero ya en cierto modo agotado, con un mercado inmobiliario bastante activo. En el resto, una crisis de grandes proporciones, también acentuada especialmente para el negocio inmobiliario, si bien en 2014 y 2015 se han visualizado ciertos indicios de recuperación. Consideramos como punto de inflexión entre los dos ciclos los ejercicios 2007-2008, de acuerdo con una opinión bastante generalizada de expertos, como es el caso, por ejemplo de Ortega y Peñalosa (2012: 1), según los cuales España entró en recesión en el segundo trimestre de 2008.

De modo que, con todas las restricciones que ello pueda suponer, y bajo la limitación de distinguir dos partes principales de duración notablemente dispar, tomaremos como último ejercicio del periodo pre-crisis a 2007 y como primer año de crisis a 2008. Siendo por tanto, el subperiodo pre-crisis el abarcado por los años 2005 a 2007 y como subperiodo de crisis el que va de 2008 a 2013. Dejando en principio a los años 2014 y 2015, en que se inicia una recuperación lenta y costosa, como un intervalo aparte, en el que habrá que ver si en efecto dicha mejoría se manifiesta de algún modo en los casos elegidos.

La distribución de empresas y observaciones por períodos que conforman la muestra analizada se detallan en las tablas 2a y 2b, detallando los ejercicios contables con información disponible y, de entre ellos, aquellos años en que cada entidad ha aplicado uno u otro modelo de valoración posterior de sus inversiones inmobiliarias (modelo del coste y modelo del valor razonable):

**Tabla 2a.** Descripción de la muestra

Empresa	Ejercicios disponibles	Modelo Coste	Modelo Valor Razonable
REALIA	2005-2015	2005-2014	2015
QUABIT	2005-2015		2005-2015
INMOBILIARIA COLONIAL	2006-2015		2006-2015
AXIARE PATRIMONIO SOCIMI	2015		2015
INMOBILIARIA DEL SUR	2005-2015	2005-2015	
LAR REAL ESPAÑA ESTATE	2014-2015		2014-2015
MERLIN PROPERTIES	2014-2015		2014-2015
SOTOGRADE	2008-2015	2008-2015	
BANKINTER	2005-2015	2005-2015	
BBVA	2005-2015	2005-2015	
BANCO SABADELL	2005-2015	2005-2015	
BANCO SANTANDER	2005-2015	2005-2015	
BANKIA	2011-2015	2011-2015	
CAIXABANK	2005-2015	2005-2015	
LIBERBANK	2011-2015	2011-2015	
Total observaciones	121	94	27

De las 121 observaciones anteriores, fueron eliminadas 15 por falta de valor de cotización, 5 por no disponer del valor neto contable ajustado más una última por no disponer de información sobre su valor en libros. En definitiva, la muestra objeto de análisis resulta en 100 observaciones, distribuidas según se resume en la tabla 2b conforme al modelo de valoración utilizado en estas inversiones inmobiliarias y en los tres períodos temporales analizados: en período anterior a la crisis (PRE\_CRISIS), durante la crisis (CRISIS) y después de la crisis (POST\_CRISIS).

**Tabla 2b.** Resumen distribución de la muestra final por períodos

Modelo de valoración	Período pre-crisis (2005 - 2007)	Período crisis (2008 - 2013)	Período post-crisis (2014 - 2015)	Total observaciones analizadas
Valor razonable	4	12	10	26
Coste histórico	13	44	17	74
Total	17	56	27	100

Las observaciones finalmente analizadas ponen de manifiesto una distribución no proporcional de la muestra, con un número mayor de empresas que valoran a coste histórico (74) con respecto a las que utilizan el valor razonable (26).

## 6.2. MODELO DE OHLSON Y DEFINICIÓN DE VARIABLES

De acuerdo con la numerosa literatura contable existente sobre la idoneidad de aplicar el modelo de Ohlson para explicar el valor de mercado de las empresas que cotizan en mercados financieros (Ohlson, 1995 y 2001; Larrán y Piñero, 2005; Kuo, 2017), hemos utilizado dicho modelo en nuestro estudio. Siguiendo la opinión de AECA (2005: 11), se justifica la utilización de este modelo como herramienta útil para conocer la cotizaciones de las acciones, bajo distintos escenarios como consecuencia de diferentes coyunturas económicas, porque a pesar de ser una función cerrada, el modelo es flexible, permite

adaptarlo a varias situaciones empresariales, y el investigador puede definir las variables explicativas de la cotización de las acciones.

Por ello, en nuestra investigación partimos de este modelo, en el que el valor de cotización (variable dependiente) estará explicado por las variables independientes patrimonio neto y el resultado por acción, es decir, valor de su patrimonio. La relación entre variables se puede expresar matemáticamente en el siguiente modelo general:

$$COT_t = \alpha + \beta_1 \text{ VALOR EN LIBROS} + \beta_2 \text{ RESULTADO POR ACCIÓN} + \varepsilon$$

A partir de ese modelo general, para explicar el efecto que tiene el patrimonio neto sobre la cotización, se van a estimar dos modelos diferentes: Uno para empresas que valoran a coste histórico y otro para empresas que valoran a valor razonable. Así, tendremos lo siguiente:

Modelo 1. Modelo de Ohlson con valor en libros a coste histórico:

$$COT_t = \alpha + \beta_1 V\_LIB\_CHIST + \beta_2 EPS\_CHIST + \varepsilon$$

Modelo 2. Modelo de Ohlson con valor en libros a valor razonable:

$$COT_t = \alpha + \beta_1 V\_LIB\_VRAZ + \beta_2 EPS\_VRAZ + \varepsilon$$

Siendo,

COT<sub>t</sub>: Cotización de mercado de la acción de la empresa a cierre del ejercicio contable.

V\_LIB\_CHIST: Patrimonio neto por acción de la empresa que aplica el modelo de coste histórico para la valoración de las inversiones.

V\_LIB\_VRAZ: Patrimonio neto por acción de la empresa que aplica el modelo de valor razonable para la valoración de las inversiones.

EPS\_CHIST: Resultado antes de impuestos del ejercicio por acción, obtenido de la cuenta de pérdidas y ganancias, si el modelo de valoración aplicado es el coste histórico.

EPS\_VRAZ: Resultado antes de impuestos del ejercicio por acción, obtenido de la cuenta de pérdidas y ganancias, si el modelo de valoración aplicado es el valor razonable.

## 7. RESULTADOS

Los resultados descriptivos en la tabla 3 muestran cómo el valor razonable valora por término medio más bajo que el coste histórico (0,003 vs. 0,009). Del mismo modo, es menor la desviación típica en caso de valor razonable que coste histórico (0,005 vs. 0,032). Esta desviación notablemente menor es indicativa de una valoración más uniforme, donde no hay incidencia de valores extremos. Por tanto, en términos generales, se puede considerar el valor en libros promedio es más representativo de la población (en este caso, empresas que valoran a valor razonable) donde se analiza.

En lo que al resultado por acción se refiere, podemos comprobar que por término medio, es considerablemente mayor cuando la valoración es a valor razonable que cuando es a coste histórico, llegando incluso a ser en este último caso negativo (0,065 vs. -0,012). No obstante, es mayor la desviación típica a valor razonable que a coste histórico, lo que nos lleva a deducir que el resultado por acción promedio a valor razonable sea menos representativo de la población. En este sentido se puede observar que los valores mínimos en ambos casos es el mismo (-0,91), pero el máximo difiere sustancialmente para el caso de valor razonable (1,279) y para cuando se valora a coste

histórico (0,005). De tal manera que el rango de valores es mucho mayor para el primer caso (valor razonable).

**Tabla 3.** Estadísticos descriptivos

Variable	Nº Obs.	Media	Desviación estándar	Valor mínimo	Valor máximo
COT	100	63,771	287,421	0,47	1.706,28
V_LIB_VRAZ	26	0,003	0,005	-0,0000	0,018
V_LIB_CHIST	74	0,009	0,032	0,000	0,233
EPS_VRAZ	26	0,065	0,405	-0,91	1,279
EPS_CHIST	74	-0,012	0,106	-0,91	0,005

Las tablas 4 y 5 reproducen el análisis para los distintos periodos de tiempo analizados. En concreto, se ha realizado una regresión de la cotización sobre el patrimonio neto y el resultado por acción de empresas que valoran a coste histórico (tabla 4). Este proceso se ha hecho igualmente utilizando como variables independientes el patrimonio neto y del resultado por acción de empresas que las valoran en su valoración posterior a valor razonable (tabla 5).

**Tabla 4.** Modelo de Ohlson con valor en libros a coste histórico

	Período PRE_CRISIS	Período de CRISIS	Período POST_CRISIS
	COT <sub>t</sub>	COT <sub>t</sub>	COT <sub>t</sub>
	$\beta$ (p)	$\beta$ (p)	$\beta$ (p)
Constante	-1,60 (0,672)	26,60*** (0,006)	2,13** (0,024)
V_LIB_CHIST	-102,19*** (0,006)	-3.828,03** (0,048)	360,33 (0,356)
EPS_CHIST	7.356,42*** (0,001)	5,81 (0,838)	3.306,01 (0,215)
Nº obs.	13	44	17
Prob > F	0,00	0,14	0,00
R2 (R2 ajustado)	0,70(0,64)	0,09 (0,05)	0,59 (0,54)

\*p<0,1, \*\*p<0,05 y \*\*\*p<0,01

**Tabla 5.** Modelo de Ohlson con valor en libros a valor razonable

	Período PRE_CRISIS	Período de CRISIS	Período POST_CRISIS
	COT <sub>t</sub> β (p)	COT <sub>t</sub> β (p)	COT <sub>t</sub> β (p)
Constante	1.852,78* (0,087)	41,62* (0,081)	5,05*** (0,009)
V_LIB_VRAZ	-217.535,10 (0,218)	-1.659,26 (0,720)	436,53* (0,054)
EPS_VRAZ	79,69 (0,812)	-3,69 (0,720)	-16,22 (0,231)
Nº obs.	4	12	10
Prob > F	0,22	0,91	0,06
R2 (R2 ajustado)	0,95(0,86)	0,02 (-0,20)	0,55 (0,42)

\*p<0,1, \*\*p<0,05 y \*\*\*p<0,01

En cuanto a la influencia del resultado por acción, los resultados confirman que esta variable sólo es significativa en época de crisis para empresas que valoran con el criterio de coste histórico, con una influencia positiva y estadísticamente significativa en la cotización de la empresa ( $\beta=7.356,42$ ;  $p=0,001$ ). En los períodos de crisis y posteriores a la crisis, sin embargo, el resultado por acción deja de ser significativo para la determinación del precio de la acción en el mercado. Esto sugiere que cuando la crisis genera mayor convulsión no es relevante para los inversores el tener un mayor o menor resultado para valorar la empresa, con independencia además de si la empresa utiliza como criterio para valorar sus inversiones valor razonable o coste histórico. La crisis económica relativiza así el valor que se da al resultado en la valoración de la empresa, dada su gran volatilidad en estos ciclos.

En períodos posteriores a la crisis se mantiene esa “desconfianza” del resultado contable, si bien es cierto que ha mejorado para ambos tipos de criterios (coste histórico y valor razonable) considerablemente su significación, si bien aún en ambos casos insuficiente para considerarlo estadísticamente significativo. En el caso de empresas que valoran a valor razonable, no se encuentra relación estadísticamente significativa entre la cotización de la empresa y los resultados por acción en ninguno de los períodos analizados. Adicionalmente, en el caso concreto de empresas que valoran a valor razonable durante el período pre-crisis, el reducido número de observaciones (4) compromete la significación de las variables explicativas del modelo y, en general, del ajuste del modelo en sí.

En cuanto a la variable valor en libros, los resultados en la tabla 4 indican que el valor en libros en empresas cuyo valor de las inversiones inmobiliarias están valoradas por el modelo de coste histórico tiene una influencia negativa y estadísticamente significativa sobre la cotización de dichas empresas en el mercado tanto en períodos anteriores a la crisis ( $\beta=-102,19$ ;  $p=0,006$ ) como durante la crisis ( $\beta=-3.828,03$ ;  $p=0,048$ ). Por tanto, la información contable del patrimonio neto de las empresas que han valorado a coste histórico es relevante para el inversor pero con un efecto negativo, estando peor valoradas en términos de cotización las empresas cuyo valor en libros ha sido calculado utilizando para valorar activos el criterio de coste histórico.

Como se puede observar, sin embargo, esa significación ha ido cayendo hasta el punto en que después de la crisis, utilizar el criterio de coste histórico para valorar inversiones inmobiliarias hace que la información del valor en libros no sea significativa para valorar la empresa en el mercado, al no explicar el valor de la cotización de la misma. Esto muestra una clara tendencia del inversor a considerar irrelevante el criterio de coste histórico como criterio de valoración de inversiones inmobiliarias en particular.



En cuanto a la bondad de ajuste del modelo, éste muestra un mejor comportamiento para las empresas que aplican coste histórico, como podía ser previsible dado el mayor número de observaciones en comparación con las que aplican valor razonable, lo que garantiza grados de libertad suficientes. Por tanto, el hecho de que el coeficiente para valor del neto cuando se utilice el coste histórico resulte no significativo en el período post-crisis ( $p=0,356$ ), demuestra el incapaz poder de predicción de este tipo de criterio contable de valoración.

Por otra parte, en cuanto a las empresas que aplican valor razonable (tabla 5), el reducido número de observaciones compromete la bondad poder de predicción del modelo, especialmente en el período pre-crisis, con 4 observaciones (3 grados de libertad). A pesar de ello, los resultados muestran que en los períodos pre-crisis y de crisis, el valor en libros de empresas que valoran a valor razonable no es significativo para explicar la cotización de dichas empresas en el mercado.

Adicionalmente, probablemente los mercados en estos primeros años de aplicación de las NIC, no contaban con la experiencia necesaria para hacer una valoración más precisa y percibir su utilidad. Sin embargo, los resultados post-crisis indican que, para las empresas que aplican el modelo de valor razonable como método de valoración para sus inversiones inmobiliarias, el valor en libros pasa a tener una relación significativamente positiva sobre la su cotización ( $\beta=436,53$ ;  $p=0,054$ ). Se puede afirmar que las empresas que valoran a valor razonable aumentan su cotización a medida que aumenta el valor de dichas inversiones inmobiliarias, recogido en su activo y reflejado en su valor en libros de la empresa. Adicionalmente, el modelo para este período post-crisis muestra un alto poder explicativo ( $R^2$  ajustado=0,55), mostrando que más del 50% del comportamiento de la cotización de las empresas que siguen el modelo de valor razonable viene explicado por su valor en libros.

## 8. CONCLUSIONES

En comparación con la variable resultado por acción, nuestro análisis confirma el valor en libros (patrimonio neto) como la variable más explicativa del valor de cotización de las empresas con inversiones inmobiliarias a lo largo de todo el período analizado. El resultado por acción sólo es significativo en época de crisis y para empresas que valoran con el criterio de coste histórico, con una influencia positiva y estadísticamente significativa en la cotización de la empresa. La opción de valorar a coste histórico o valor razonable las inversiones inmobiliarias tiene, por lo tanto, un efecto más significativo sobre el valor de mercado de la empresa.

Nuestros resultados muestran una evolución opuesta en cuanto a la percepción de los mercados de la información contable para las empresas según su criterio de valoración. Así, en períodos anteriores a la crisis, así como durante la crisis económica, el coste histórico muestra una mayor influencia sobre la valoración de la empresa en el mercado. Esta influencia, de signo negativo, muestra al coste histórico como un indicador del nivel de riesgo inmobiliario para los mercados, en períodos de crisis.

Sin embargo, una vez superada la crisis económica, el modelo del valor razonable ha pasado a tener un mayor poder explicativo que el modelo de coste histórico, con una influencia positiva sobre el valor de cotización. Así, mientras que la tendencia es a considerar cada vez menos relevante el modelo del coste histórico como explicativo del valor de la empresa en el mercado, para el caso de valor razonable la tendencia es la contraria, de modo que cada vez se valora mejor el hecho de la utilización de este criterio de valoración para considerar como relevante la información contable relativa al valor

en libros (muy determinado por el valor de las inversiones de la empresa) a la hora de decidir el inversor sobre sus percepciones de la empresa en el mercado.

Esto sugiere la idea de una tendencia hacia el incremento de la credibilidad del valor razonable entre los usuarios de la información contable en los mercados de capitales, fruto, quizás, de la mayor experiencia en la aplicación de este criterio y el perfeccionamiento en su aplicación para la valoración de inversiones inmobiliarias. En este sentido, en períodos anteriores a la crisis, la mayor implantación del coste histórico se traduce en una mayor relevancia por parte de los inversores a la hora de analizar valor en libros, aunque con signo negativo. La época de crisis, provoca que el valor en libros así calculado pierda significativamente su poder de predicción, si bien aún sigue estando en niveles aceptables de significación estadística.

Una vez superado el período de crisis, coincidiendo con la recuperación de los precios inmobiliarios y, supuestamente, perfeccionándose la técnica de aplicación a valor razonable, nuestros resultados confirman que la información contable bajo el criterio de coste histórico pierde relevancia. En este sentido, en períodos donde vuelve a remontar el nivel de la economía, el coste histórico infravalora las inversiones, por lo que el valor razonable pasa a ser relevante para interpretar la valoración de inversiones inmobiliarias, siendo el valor en libros no sólo relevante, sino además con signo positivo.

En conclusión, en la actualidad (y consolidándose esta tendencia) los resultados evidencian un mejor poder de explicación del valor en libros para empresas que valoran sus inversiones inmobiliarias cuando se ha utilizado para su valoración el criterio de valor razonable, frente a un nulo poder explicativo de dicho valor neto contable cuando se ha utilizado coste histórico.

Como limitación a nuestro estudio hemos de poner de manifiesto el reducido número de observaciones para las empresas que aplican el modelo del valor razonable (26) frente a las observaciones correspondientes a empresas que aplican coste histórico (74). A pesar de ello, el modelo de valor razonable llega a ser más representativo que el modelo de coste histórico con posterioridad a la crisis.

## 9. REFERENCIAS

- Aboody, D., Barth, M.E. and Kasznik, R. (1999). Revaluations of fixed assets and future firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 149–178.
- Aldeen Al-Khadash, H. y Khasawneh, A. (2014). The Effects of the Fair Value Option under IAS 40 on the Volatility of Earnings, *Journal Applied Finance & Banking*, 4(5), 95-113.
- Ball, R. y Shivakumar, L. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of Accounting Research*, 44, 207–242.
- Barth, M.E. (1994). Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks. *The Accounting Review*, 69, 1–25.
- Barth, M.E. (2007). Standard-setting measurement issues and the relevance of research, *Accounting and Business Research*, 7-15.
- Barth M.E. y Landsman W.R. (1995): Fundamental Issues Related to Using Fair Value Accounting for Financial Reporting, *Accounting Horizons*, 9(4), 97-107.
- Barth, M.E., Beaver, W.H. y Landsman, W.R. (1996). Value-relevance of banks fair value disclosures under SFAS 107. *The Accounting Review*, 71, 513–537.
- Barth, M.E., Beaver, W.H. y Landsman, W.R. (2001). The relevance of the value relevance literature for accounting standard-setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77–104.

Barth, M.E. y Clinch, G. (1998). Revalued financial, tangible, and intangible assets: associations with share prices and non market-based value estimates. *Journal of Accounting Research*, 36, 199–233.

Batista, F.F., Paulo E. (2017): Value relevance of investment property in the real state industry, *Reunir-Revista de Administracao Contabilidade e Sustentabilidade*, 7 (3), 99-115.

Christensen, H.B. y Nikolaev, V.V. (2013). Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test? *Review of Accounting Studies*, 18(3), 734-775.

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*, nº 24, 39-67.

Constans A. (2007): El valor razonable en la nueva contabilidad, *Revista Harvard Deusto. Finanzas y Contabilidad*, 76, 24-39.

De Vicente, M. y Molina, H. (2010). El valor razonable gana terreno en la valoración de las inversiones inmobiliarias, *Revista Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 91, 31-34.

De Vicente, M., Molina, H. y Ramírez, J.N. (2012). La eliminación de las alternativas contables. El caso de las inversiones inmobiliarias en las NIIF de Pymes y en la Propuesta del FASB sobre Entidades de Inversiones Inmobiliarias, *XV Encuentro AECA*, 20-22.

De Vicente, M., Molina, H. y Ramírez, J. (2013). Inversiones inmobiliarias: la elección contable valor razonable versus coste en los grupos cotizados españoles, *Cuadernos de Contabilidad*, 14(34), 25-51.

Devalle, A. y Rizzato, F. (2011). Fair value application and disclosure of investment properties (IAS 40), *International Journal on GSTF Business Review*, 1(1).

Eccher, A., Ramesh, K. y Thiagarajan, S.R. (1996). Fair value disclosures by bank holding companies. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 79–117.

Fearnley, N. y Gray, S. (2015). National institutional factors and IFRS Implementation in Europe: The case of investment property companies, *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 271-288.

Giordino- Sprint S., Martínez I. y Vidal O. (2015): Historical cost vs. fair value to measure income in accounting. A Comparison of Specialists, *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 3(21), 119-148.

Gómez, O. y Álvarez, R (2013). Fair Value Measures in Financial Accounting. *Cuadernos de Contabilidad*, 14(35), 441-461.

Goncharov, I. y Van Triest, S. (2014). Unintended Consequences of Changing Accounting Standards: The Case of Fair Value Accounting and Mandatory Dividends, *Abacus A Journal of Accounting Finance and Business Studies*, 50(3), 341-367.

Gonzalo Angulo, J.A. y Garvey A. (2015). El nuevo marco conceptual del IASB (propuesta de 2015): entre la filosofía y la componenda, *Revista de AECA, especial XVIII Congreso AECA*, octubre, 34-38.

Guthrie, K., Irving, J. y Sokolowsky (2011): Accounting Choice and the Fair Value Option, *Accounting Horizons*, vol. 25, nº 3, 487-510.

Hail, L., Leuz, C. y Wysocki, P. D. (2010). Global accounting convergence and the potential adoption of IFRS by the United States (Part 1): Conceptual underpinnings and economic analysis, *Accounting Horizons*, 24(3), 355–394.

Herrmann, D., Saudagaran, Shahrokh M. T., Wayne B. (2006). The quality of fair value measures for property, plant and equipment, *Accounting Forum*, 30, 43-59.

Israeli, D. (2015). Recognition versus disclosure: evidence from fair value of investment property, *Review of Accounting Studies*, 20, 1457-1503.

KPMG (2006). Las NIIF comentadas. Guía práctica de KPMG para comprender las Normas Internacionales de Información Financiera.

Landsman, W.R. (2007). Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research, *Accounting and Business Research Special Issue: International Accounting Policy Forum*, 19-30.

- Laux, C. y Leuz, C. (2009). The crisis of fair-value accounting, Making sense of the recent debate. *Accounting, Organizations and Society*, 34(6–7), 826–834.
- Lorca y De Andrés (2003).
- Majercakova, D. y Skoda, M. (2015): Fair value in financial statements after financial crisis”, *Journal of Applied Accounting Research*, 16 (3), 312-332.
- Morales, M. J. y Bentabol, M. A. (2007). El inmovilizado material en el modelo del IASB: Especial referencia a las propiedades de inversión según la NIC/NIIF40, *Revista de Contabilidad y Dirección*, 4, 165-180.
- Nellessen, T. y Zuelch, H. (2011). The reliability of investment property fair values under IFRS, *Journal of Property Investment & Finance*, 29(1), 59–73.
- Nelson, K. (1996). Fair value accounting for commercial banks: an empirical analysis of SFAS No. 107. *The Accounting Review*, 71, 161–82.
- Ortega, E. y Peñalosa, J. (2012). Claves de la crisis económica española y restos para crecer en la UEM, *Documentos Ocasionales nº1201*, Madrid: Banco de España.
- Quagli, A. y Avallone, F. (2010). Fair value or cost model? Drivers of choice for IAS 40 in the Real Estate Industry, *European Accounting Review*, 19(3), 461-493.
- Pulido Álvarez A. (2000): “El fair value y la actualización de las Directivas Contables, *Partida Doble*, 116, 18-23.
- Rodríguez, G., Slof, J., Solá, M., Torrent, M. y Vilardell, I. (2011). Assessing the Impact of Fair-Value Accounting on Financial Statement Analysis: A Data Envelopment Analysis Approach, *Abacus A Journal of Accounting Finance and Business Studies*, 47(1), 61-84.
- Rodríguez, M. P. y Navarro, A. (2012). The Role of Fair Value Accounting in Promoting Government Accountability, *Abacus A Journal of Accounting Finance and Business Studies*, 48(3), 348-386.
- Ronen, J. (2008). To Fair Value or Not to Fair Value: A Broader Perspective, *Abacus A Journal of Accounting Finance and Business Studies*, 44(2), 181-208.
- Song, C.J., Thomas, W.B. y Yi, H. (2010): Value relevance of FAS nº 157 fair value hierarchy information and the impact of corporate governance mechanisms”, *The Accounting Review*, 85 (4), 1375-1410.
- Sundgren S., Maki, J. y Somoza-lópez, A. (2018): Analyst coverage, market liquidity and disclosure quality: A study of fair-value disclosure by european real estate companies under IAS 40 and IFRS 13, *International Journal of Accounting*, 53 (1), 54-75.
- De Vicente-Lama, M., Molina-Sánchez, H. y Ramírez-sobrino, J. (2013): Inversiones inmobiliarias: la elección contable valor razonable versus coste en los grupos cotizados españoles, *Cuadernos de Contabilidad*, 14 (34), 25-51.
- Wahyuni, Et., Soepriyanto, G., Avianti I., Naulibasa, WP. (2019): Why companies choose the cost model or fair value for investment property? Exploratory study on Indonesian listed companies, *International Journal of business and society*, 20 (1), 161-176.
- Whittington, G. (2008). Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View, *Abacus A Journal of Accounting Finance and Business Studies*, 44(2), 139-168.
- Yasen, B. y Al-Khadash H. (2011). Risk relevance of fair value income measures under IAS 39 and IAS 40, *Journal of Accounting in Emerging Economics*, 1(1), 9-32.