

EL CAPITAL INTELECTUAL Y SU RELEVANCIA VALORATIVA: UN ESTUDIO A PARTIR DE LA TÉCNICA DE ANÁLISIS DE CONTENIDO

RESUMEN

El capital intelectual (CI) se ha convertido en un recurso estratégico para las empresas, y en la principal fuente de ventajas competitivas en un entorno que ha evolucionado hacia la “economía del conocimiento”. No obstante, tales recursos no son reconocidos en los estados financieros, elaborados de acuerdo con la normativa contable vigente, tanto a nivel local como internacional. En este contexto, la divulgación voluntaria de información intenta paliar las limitaciones de la contabilidad financiera. En este marco, la presente propuesta de investigación tiene por objetivo establecer la relevancia de la información narrativa sobre CI para la valoración de las empresas en el mercado de capitales en Argentina. La población objeto de estudio se conforma por el conjunto de empresas cotizantes argentinas durante el periodo 2009-2018. La investigación planteada comprende, por un lado, el estudio del contenido y de los atributos de la información narrativa sobre CI divulgada por las empresas cotizantes en sus informes anuales, a través de la técnica de análisis de contenido. Por otro lado, el estudio involucra el análisis del efecto de la información sobre CI sobre el valor de las empresas en el mercado, utilizando un modelo de regresión lineal múltiple basado en Ohlson (1995). La investigación permitirá obtener evidencia empírica sobre la relevancia del CI en los procesos de valoración de las empresas a nivel del mercado de capitales en Argentina.

PALABRAS CLAVE

Capital intelectual – Análisis de contenido - Relevancia valorativa.

INTRODUCCIÓN

En la actualidad, las empresas se encuentran inmersas en un entorno dinámico, que ha evolucionado rápidamente de una economía industrial hacia una economía centrada en el conocimiento, como consecuencia de profundos cambios estructurales, producto de la globalización y de la revolución científico-tecnológica. En la “economía del conocimiento”, los recursos intangibles asociados al conocimiento, denominados genéricamente como capital intelectual (CI), se han convertido en recursos estratégicos para las empresas y en la principal fuente de ventajas competitivas sustentables (Nonaka, 1991; Bradley, 1997).

Entonces, en la “economía del conocimiento”, los principales impulsores de la creación de valor son de naturaleza intangible y, en consecuencia, no directamente observables, por lo que su identificación y gestión resulta crucial para las empresas. No obstante, el CI, al igual que otros recursos intangibles, no son reconocidos en los estados financieros, elaborados de acuerdo con la normativa contable vigente, tanto a nivel local como internacional; debido a las dificultades que presenta su reconocimiento como activos y, en particular, su medición sobre bases confiables. En consecuencia, la información contenida en los estados financieros resulta incompleta e insuficiente para la valoración de las empresas, ya que no refleja de forma adecuada aspectos claves vinculados a su capacidad de creación de valor (Francis y Schipper, 1999). Asimismo, Lev (2001) sostiene que el inadecuado reconocimiento de los recursos intangibles priva a los usuarios de información esencial sobre factores determinantes del rendimiento empresarial, que son cruciales para la toma de decisiones. En este contexto, la divulgación voluntaria de información intenta paliar la carencia de la contabilidad financiera sobre dichos aspectos buscando satisfacer las crecientes necesidades informativas, tanto internas como de los inversores y otros *stakeholders*. De esta forma, la revelación voluntaria de información puede entenderse como una respuesta estratégica de adaptación a un entorno que ha evolucionado hacia una economía basada en el conocimiento (Castilla Polo y Gallardo Vásquez, 2008).

En las últimas décadas, las empresas que operan en los mercados de capitales han incrementado gradualmente la divulgación voluntaria de información sobre CI (Edvinsson, 2013). No obstante, las políticas de divulgación adoptadas por las empresas son diversas; tanto en términos de contenido, cantidad y calidad de la información suministrada, como con relación a los canales de comunicación utilizados. Así, habrá empresas que opten por políticas de divulgación proactivas, y otras más reactivas, en función de los beneficios y costos asociados a la revelación que las empresas perciban (Larran y García-Meca, 2004). Esta situación,

sumada a la creciente diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de las empresas, ha generado un interés creciente no solo por la identificación y medición del CI; si no también, por el análisis de las políticas de revelación de información adoptadas.

En Argentina, las empresas cotizantes en el mercado de capitales local no se encuentran exentas de tal fenómeno, siendo usual la incorporación de información narrativa sobre CI en informes anuales¹, páginas web oficiales, y en otros informes no financieros. No obstante, dichas empresas adoptan diferentes políticas de divulgación de información voluntaria, más proactivas o más conservadoras. Por lo que resulta relevante estudiar no sólo la influencia que produce en los mercados la revelación de información sobre CI, sino también sus políticas de divulgación. Sin embargo, la divulgación de información sobre CI y su relevancia valorativa constituye una temática de desarrollo incipiente en Argentina.

La presente propuesta de investigación tiene por objetivo general establecer la relevancia de la información narrativa sobre CI para la valoración de las empresas en el mercado de capitales en Argentina en el periodo 2009-2018.

Para el logro del objetivo general se proponen los siguientes objetivos específicos:

- identificar y caracterizar las prácticas de divulgación de información narrativa sobre CI que adoptaron las empresas cotizadas argentinas;
- analizar la evolución temporal de la divulgación de información sobre CI;
- establecer la influencia de la información sobre el CI en la formación de los precios de las acciones en el mercado de capitales argentino.
- examinar la incidencia del contenido, la legibilidad y el tono de la información narrativa sobre CI en su relevancia para la valoración de las empresas.

Los objetivos planteados precedentemente pretenden responder las siguientes preguntas: ¿Qué prácticas de divulgación de información sobre CI han adoptado las empresas cotizantes en Argentina? ¿Qué características presenta la información sobre CI divulgada por las empresas? ¿Cómo han evolucionado las prácticas de divulgación sobre CI de las empresas? ¿Cómo reacciona el mercado de capitales argentino hacia el potencial del CI para crear valor? ¿Cuál es la influencia del contenido y la calidad de la información sobre CI en la formación de los precios de mercado?

¹Los informes anuales incluyen la memoria del directorio, los estados financieros e información complementaria.

El presente proyecto se estructura como sigue: en primer lugar, se expone la revisión teórica y de antecedentes empíricos que sustentan los estudios de la divulgación voluntaria de información sobre CI y su relevancia valorativa. En la sección siguiente, se discutirá la propuesta de investigación en base a la revisión de la literatura. Finalmente, se desarrollará el apartado metodológico. La investigación se encuentra en desarrollo, por lo que no se presentan resultados.

REVISIÓN DE LITERATURA

En la “economía del conocimiento”, la generación de valor se entiende asociada a la capacidad de transformar el conocimiento en recursos, sobre los cuales desarrollar ventajas competitivas. Tales recursos, de naturaleza intangible, agrupados bajo la denominación de CI, son actualmente considerados factores estratégicos para las empresas.

Sin embargo, ¿a qué nos referimos cuando hablamos de CI? Dar respuesta a esta pregunta no es sencillo, dado que no existe consenso en la doctrina en torno a la conceptualización del CI (Cuozzo, B. Dumay, J., Palmaccio, M., y Lomardi, R, 2017). Stewart (1997) concibe al CI como *“la suma de todos los conocimientos que poseen todas las personas en una empresa que le dan a ésta una ventaja competitiva. Se trata de material intelectual, conocimiento, experiencia, propiedad intelectual, información... que puede ser utilizado para crear riqueza”* (p. 10). Dumay (2016) considera que la potencialidad del CI ya no solo debe asociarse a la creación de riqueza, sino a la creación de valor, entendido en sentido amplio: económico, de uso, social y sustentable.

Edvinsson y Malone (1997) describen al CI como el estudio de las raíces del valor de la empresa, e indican que estaría integrado por la posesión de conocimiento, experiencia aplicada, tecnología organizativa, relaciones con clientes y destrezas profesionales que le otorgan a la empresa una ventaja competitiva en el mercado. Por su parte, Lev (2001) considera que el CI está conformado por aquellos recursos con capacidad de generar beneficios futuros, que no poseen entidad física ni financiera.

El CI involucra, entonces, un conjunto de elementos intangibles relacionados entre sí, entre los que destaca el conocimiento disponible, tanto a nivel individual como organizativo, siendo una fuente fundamental de ventajas competitivas y de creación de valor (Torres, Ferraz y Santos Rodríguez, 2018).

Por otro lado, en términos de sus componentes, el CI puede entenderse como la combinación de los recursos humanos, organizativos y relacionales de una empresa

(MERITUM, 2002). Así, el CI se conforma por tres componentes o dimensiones (Edvinsson y Malone, 1997): Capital Humano (el conocimiento, los valores, la creatividad, las destrezas, las experiencias y competencias de los individuos, el cual no puede ser apropiado por las empresas); Capital Estructural (conocimientos explicitados, sistematizados y apropiados al interior de la empresa); y Capital Relacional (valor de las relaciones de la empresa con su entorno y sus stakeholders).

La investigación referida al CI (*intellectual capital research, ICR*) tuvo sus orígenes en los trabajos seminales de Edvinsson y Malone (1997), Stewart (1997), Brooking (1996), Roos y Roos (1997), entre otros; quienes lograron “*hacer visible lo invisible*” (Petty y Guthrie, 2000, p. 156). Así, la creciente importancia del CI en la creación de valor y de ventajas competitivas sustentables, fomentó el desarrollo de propuestas para medir, administrar y divulgar información sobre CI.

La naturaleza inmaterial de los recursos intangibles dificulta su medición, por lo que se han diseñado distintos métodos y modelos que brindan información sobre CI, en términos monetarios o a través de la identificación de sus componentes (Sveiby, 2010; Vázquez y Bongianino 2005). La variedad de propuestas desarrolladas es muy amplia (Sveiby, 2010; Ramanauskaitė y Rudžionienė, 2013). Y, así también, la finalidad para la cual se han ideado, en tanto algunos modelos han sido diseñados para gestionar el CI a nivel interno (Edvinsson y Malone, 1997; Roos y Roos, 1997; MERITUM, 2002); mientras que otros (Stewart, 1997, Brooking, 1996, entre otros), en cambio, pretenden hacer más accesible la información sobre CI a los *stakeholders* externos, principalmente a los inversores (Ochoa Hernandez, Priero Moreno y Santidrian, 2010).

En este marco, las políticas de divulgación de información sobre CI adoptadas por las empresas revisten de gran importancia (Dumay, 2016) ya que resultan determinantes de por qué se divulga, qué, cómo, a quién, y con qué efecto.

Teorías explicativas de la divulgación voluntaria de información

En la actualidad, no existe una teoría general que brinde una justificación teórica de las prácticas de divulgación voluntaria de información, particularmente aquella vinculada a CI. Castilla Polo y Gallardo Vázquez (2008) sostienen que la decisión de divulgar información por parte de las empresas involucra múltiples aspectos que no podrían ser abarcados adecuadamente por una única teoría, si no por un conjunto de ellas. Así, prácticas de divulgación sobre CI han sido estudiada desde diversas perspectivas teóricas, tales como la

teoría de la agencia, la teoría de la señal, la teoría de recursos y capacidades, la teoría de la legitimación y la teoría de los *stakeholders*.

La teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) entiende a la empresa como una red de contratos, en donde se verifican relaciones de agencia (principal/agente). El conflicto de intereses entre agente y principal justifica la implementación de incentivos y mecanismos de control, tendientes a alinear los objetivos del agente con los del principal; los cuales conllevan costos de agencia. En este marco, la divulgación voluntaria de información por parte de la gerencia (agente), es entendida como un mecanismo para reducir los efectos de la asimetría de la información en las decisiones de los inversores (principal), disminuyendo los costos derivados de la relación de agencia (Lambert, 2001).

Por su parte, la teoría de la señal plantea que las empresas, a través sus políticas de divulgación, envían señales al mercado con el objeto de destacar sus atributos más significativos con relación a sus competidores (Ross, 1977); incrementando la valoración de la misma por parte de los inversores (Spence, 1973). Asimismo, las empresas proporcionan información para reducir los costos derivados de las asimetrías de información, evitando la selección adversa (Akerlof, 1970).

La teoría de recursos y capacidades (Wernerfelt, 1984; Rumelt, 1984, Barney, 1986) plantea que las organizaciones son diferentes entre sí en función de los recursos y capacidades que poseen en un momento determinado, sobre los cuales puede sustentar ventajas competitivas. Itami y Roehl (1987) considera que un elemento central de la estrategia de las firmas es administrar de sus “activos invisibles” (*know-how*, reputación, etc.). En este marco, el CI se considera un recurso estratégico (Hall, 1992, Ochoa Hernández et al., 2010), sobre el cual se divulga información para atraer a mejores inversores (Tejedo, 2016).

Por otra parte, la teoría de la legitimación (Shocker y Sethi, 1974) concibe a las empresas como instituciones sociales cuyo poder deriva de los distintos grupos integrantes de la sociedad. En consecuencia, las empresas divulgan información sobre el CI para dar cuenta de su situación y actuaciones ante tales grupos sociales (Oliveira, Rodríguez y Craig, 2010, Castilla Polo y Gallardo Vásquez, 2002). En similar sentido, la teoría de los *stakeholders* (Freeman, 1984; Donaldson y Preston, 1995), postula que la revelación de información sobre recursos intangibles permite dar legitimidad a la actuación de las empresas, mejorando su valoración por parte de los *stakeholders*.

A partir de estos fundamentos teóricos, la divulgación voluntaria de información sobre CI por parte de las empresas puede considerarse no sólo como un instrumento para reducir de costos empresariales, tales como los costos de agencia y los derivados de las asimetrías de

información, sino también como un mecanismo para señalar al mercado la mejor posición relativa de la empresa e informar sobre sus recursos y capacidades. Asimismo, las políticas de divulgación contribuyen a legitimar su actuación y mejorar su imagen, incrementando su valoración por parte de los inversores y otros *stakeholders*.

La divulgación de información sobre CI. El análisis de contenido.

El carácter voluntario de la divulgación de información sobre CI ha generado el interés de los investigadores del área respecto de la naturaleza de la información sobre CI divulgada por las empresas, así como también, sobre qué elementos del mismo son revelados, y sobre los medios o canales de comunicación utilizados.

En este marco, al análisis de contenido constituye una técnica de investigación ampliamente utilizada para investigar la divulgación voluntaria de información sobre CI (Dumay y Cai, 2014). El análisis de contenido es un conjunto de técnicas de análisis de las comunicaciones tendientes a describir su contenido, permitiendo realizar inferencias respecto de su contexto de producción (Bardin, 1996); de manera objetiva, sistemática y cuantitativa (Berelson, 1952; Krippendorff, 1990).

El análisis de contenido involucra la codificación del texto escrito en categorías predefinidas por el investigador, con el objeto de describir la información divulgada a partir de la frecuencia de aparición de cada categoría (Krippendorff, 1990). En este sentido, Guthrie et al. (2013) siguiendo a Steward (1997), desarrolló un conjunto de indicadores de CI a partir del estudio exhaustivo de la literatura. Paralelamente, Bontis (2003) propuso un esquema de clasificación basado en el trabajo de Edvinsson y Mallone (1997); el cual fue posteriormente modificado por Vergauwen y Van Alem (2005) y Bruggen, Vergauwen, y Dao (2009), y retomado por Vafaei, Taylor, y Ahmed (2011).

El análisis de contenido ha sido utilizado como un método de investigación con la finalidad de capturar y organizar la información sobre CI que es divulgada en los informes anuales (Guthrie y Petty, 2000; Bontis, 2003; Brennan, 2001; Bozzolan, Favotto, y Ricceri, 2003; Olsson, 2001; entre otros).

Los informes anuales son considerados como la principal fuente de datos para el análisis de las prácticas de divulgación sobre CI, tal como surge de la revisión de la literatura realizada por Dumay y Cai (2014). Esto se debe, entre otras razones, a que los informes anuales constituyen un medio estratégico en las políticas de divulgación de las empresas ya que permiten comunicar información a un amplio espectro de *stakeholders* (Guthrie y Petty, 2000; Alves, 2016). Asimismo, tienen la ventaja de emitirse regularmente y ser de público acceso,

permitiendo el estudio políticas de divulgación a través de distintos periodos o regiones (Guthrie y Petty, 2000). Si embargo, Dumay y Cai (2014) critican su utilización por parte de los investigadores, ya que “*no están diseñados para transmitir información sobre CI*” (p. 277). A pesar de ello, Castilla Polo y Gallardo Vázquez (2016) consideran que los informes anuales son el medio más utilizado por las empresas para revelar información sobre intangibles; por lo que constituyen un buen indicador las prácticas de divulgación sobre CI.

El análisis de contenido ha sido utilizado comúnmente para describir la practicas de divulgación adoptadas por las empresas, a partir de la cantidad de información narrativa sobre CI que es revelada (Guthrie, Petty y Riceri, 2004, Andriessen, 2015, Stenkamp, 2007, Halim, 2013, Melloni, 2015, Abhayawansa y Guthrie, 2016, Castilla Polo y Ruiz Rodríguez, 2017/2018, Bereta, Demartini y Trucco 2019, entre otros). No obstante, la cantidad divulgada no puede ser considerada por si sola como un indicador de dichas prácticas (Castilla Polo y Ruiz Rodríguez, 2017). En ese sentido, los autores sostienen que el análisis de la calidad o atributos de la información divulgada sobre CI constituye una línea de investigación a desarrollar en el futuro.

Los estudios de relevancia valorativa del CI. El modelo de Ohlson (1995).

En los apartados anteriores se mencionó que la divulgación voluntaria de información intenta paliar las limitaciones de la contabilidad financiera, principalmente respecto a aspectos claves vinculados a la capacidad de las empresas para crear valor en la económica del conocimiento: el CI. Así, la información sobre CI ha sido estudiada como un factor determinante en el proceso de formación de los precios de mercado de las acciones, en función de su capacidad para reflejar aspectos determinantes del valor intrínseco de las empresas. Por lo tanto, los estudios de relevancia valorativa del CI tienen por objeto analizar el efecto de la divulgación de información sobre CI sobre el valor de las empresas en el mercado; en otras palabras, cuál es la relevancia y confiabilidad que el mercado otorga a tal información y cómo dicha divulgación se refleja en los precios de cotización (García Meca y Martínez Conesa, 2003).

Los estudios de relevancia valorativa del CI se encuadran en la corriente de investigación contable orientada hacia el mercado de capitales (*market-based accounting research, MBAR*). La *MBAR*, desarrollada a partir de los trabajos seminales de Ball y Brown (1968) y Beaver (1968), tiene como propósito estudiar el rol de la información contable para los inversores y su utilidad. (Giner, Reverte y Arce, 2002).

Estos primeros estudios consideraban a la información contable útil si producía una reacción en el mercado al ser publicada. Así, la *MBAR* adoptó en sus inicios una “perspectiva informativa”, sustentada en la eficiencia de mercado (Giner et al., 2002). La hipótesis de eficiencia de mercado (HEM) (Fama, 1970) postula que un mercado es eficiente si los precios de los títulos en un momento dado reflejan completamente toda la información disponible; particularmente la información pública, en su versión semifuerte.

A finales de la década de los ochenta, se comienza a detectar ciertas anomalías en el funcionamiento del mercado que hicieron cuestionar su eficiencia (Fama, 1991). Los cuestionamientos a la HEM dieron lugar al desarrollo de la “perspectiva de la medición”, en el marco de la *MBAR*, centrándose el interés en estudiar el papel de la información contable en la determinación del valor intrínseco de las empresas (Giner et al., 2002).

Dentro de la perspectiva de la medición, los estudios de relevancia valorativa permiten obtener evidencia sobre la utilidad de determinadas variables contables y extracontables como factores explicativos de la formación de los valores bursátiles. Siguiendo a Barth, Beaver y Landsman (2000), el objetivo de los estudios de relevancia valorativa es estudiar la utilidad de determinadas variables para valorar y pronosticar los futuros rendimientos de la empresa. En consecuencia, dichos estudio buscan contrastar la existencia de una relación entre la información publicada por las empresas y los precios de las acciones, evaluando en qué medida dicha información es útil para la toma de decisiones de inversión (Giner, 2001).

En este marco, el modelo de Ohlson (1995) brinda a esta perspectiva el sustento teórico que permite justificar el interés en las variables contables como atributos de valor, reconciliando el análisis fundamental con la teoría de la valoración empresas (Giner et al., 2002). Ohlson (1995) se basa en el modelo de descuento de dividendos, al que se incorpora “condición de excedente limpio” (*clean surplus*), y la “dinámica de información lineal” (*linear information dynamics - LID*).

El punto de partida del modelo de Ohlson (1995) es el modelo de descuento de dividendos, el cual postula que el valor de las acciones de una empresa es igual al valor actualizado de los dividendos futuros esperados. Este modelo plantea problemas al tener que predecir dividendos futuros, produciéndose el denominado “dilema de los dividendos”: el precio se basa en los dividendos futuros, pero los dividendos actuales no sirven para predecir el precio.

Las limitaciones del modelo anterior dieron lugar al desarrollo en el campo de la investigación contable del modelo de resultado residual (*residual income valuation model - RIV*), también denominado modelo EBO (Edwards-Bell-Ohlson). El modelo EBO se basa en

el modelo de descuento de dividendos, pero incorpora la condición de excedente limpio; la cual presupone que toda variación en el patrimonio neto se explica por el resultado no distribuido en un periodo. Asimismo, el modelo introduce el concepto de resultado anormal o residual, definidos como la diferencia entre el resultado contable del período y el que se obtendría invirtiendo los recursos propios de la empresa a su coste de capital. Así, el modelo EBO expresa el valor de la empresa en función del su patrimonio neto y el valor actualizado de los resultados anormales futuros esperados.

A pesar de que el modelo EBO permite superar el “dilema de los dividendos”, presenta el inconveniente de tener que determinar las expectativas de resultados anormales futuros. Ohlson (1995) incorpora al modelo EBO el supuesto de la dinámica de información lineal, el cual contribuye a modelizar las expectativas de los resultados anormales futuros a partir de datos observables. La *LID* establece que el resultado anormal sigue un proceso autorregresivo, de forma que el resultado anormal de un período depende del resultado anormal del período anterior y de “otra información”.

De esta forma, el modelo de Ohlson (1995) expresa el valor de la empresa en función del valor contable de los recursos propios o patrimonio neto y el valor actual de los resultados anormales futuros, o resultados obtenidos por encima de rentabilidad requerida por los inversores; incorporando, además, la variable “otra información”, la cual refleja la información no incluida en los estados financieros pero que sirve para predecir beneficios futuros. Aunque Ohlson (1995), no especificó originalmente el contenido de la variable “otra información”, en trabajos posteriores indicó la utilización de las predicciones de los analistas del resultado del próximo periodo. No obstante, la incorporación de la variable “otra información” es considerada como un aspecto clave del modelo ya que permite contemplar aspectos propios de cada empresa y contexto. En consecuencia, García Meca y Martínez Conesa (2003) consideran que el modelo de Ohlson (1995) es un modelo de valoración completo, ya que permite valorar a la empresa no sólo en base a su patrimonio y su capacidad de generar beneficios futuros, sino también considerando aspectos no revelados en los estados financieros relacionados con los factores clave de creación de valor.

En marco de la *ICR*, García Meca, Martínez Conesa y Larran (2004) plantean que dicha variable “*está relacionada con ciertos aspectos de la empresa, tales como su cultura, know-how, formación de su personal, estructura organizativa y relaciones con el entorno*” (p. 47); es decir, a aspectos asociados a los recursos intangibles de las empresas, y particularmente al CI. En este sentido, la relevancia de la información sobre CI ha sido estudiada a través de distintas metodologías, tales como la construcción de índices de divulgación que miden la

cantidad de la información divulgada en los informes anuales (García Meca et al., 2004). Asimismo, se han utilizado subrogados contables, tales como erogaciones que no han sido activadas como consecuencia de la normativa contable vigente, por ejemplo, gastos en I+D, publicidad, entre otros.

A nivel de los mercados de capitales, los estudios de relevancia valorativa del CI se han concentrado en estudiar cómo reaccionan dichos mercados hacia el potencial del CI para crear valor (Guthrie, Ricceri y Dumay, 2012) o, de acuerdo con Dumay y Garanina (2013, p. 11), “*el impacto del capital intelectual sobre el desempeño financiero y la creación de valor*”. Tales estudios se vienen desarrollando, desde los años 2000, en diferentes países y contextos (García Meca et al., 2004; Swartz, Swartz y Firer, 2006; Wang, 2008; García, Kimura, de Barros y Cruz, 2010; Oliveira et al., 2010; Ferraro y Veltri, 2011; Vafaei, Taylor y Ahmed, 2011; Veltri y Silvestri, 2011, Ozkan, Cakan y Kayacan, 2017, Smriti y Das, 2018, Nadeem, Dumay, y Massaro, 2018, entre otros), con resultados que, en general, evidencian una relación positiva y significativa entre el CI y el valor de mercado de las empresas. Por lo tanto, en base a dichos antecedentes es esperable que la utilización de modelos de valoración que combinan información financiera e información sobre CI permitan explicar adecuadamente las diferencias entre el valor de las empresas en el mercado y el valor contable de las mismas. No obstante, cabe destacar que la mayoría de los antecedentes empíricos enunciados han estudiado a empresas cotizantes en países con mercados de capitales desarrollados; tal como señala (Uyar y Kilic, 2012).

Por otro lado, existen estudios referidos a la capacidad informativa de la información narrativa de los informes anuales (*informativeness of annual report narratives*) que han examinado la relevancia valorativa de ciertos atributos de la información divulgada a través de tales documentos. Alves (2016) analizó cómo las variaciones en la extensión, la legibilidad y el tono de la información influyen en la capacidad predictiva de los informes anuales. Por su parte, Lang y Stice-Lawrence (2015) estudia la relevancia de la extensión, la repetitividad, la comparabilidad y la legibilidad; atributo que es también analizado por Miller (2010), Leavy, Li, y Merkley (2011) y Li (2008); encontrando que la divulgación de información de mayor calidad está asociada positivamente con el valor de mercado de las acciones. En relación con la ICR, no se han encontrado antecedentes sobre el análisis de la relevancia valorativa de la calidad de la información sobre CI, ya que, siguiendo a Castilla y Ruiz (2017), los estudios en esta línea de investigación se han concentrado en la cantidad de información divulgada.

DISCUSIÓN DE LA PROPUESTA

La investigación propuesta se propone estudiar la relevancia de la información narrativa sobre CI divulgada por las empresas como un factor determinante en el proceso de formación de los precios de mercado de las acciones en Argentina. La investigación involucra, por un lado, el análisis del contenido y de los atributos de la información narrativa sobre CI divulgada; y, por otro lado, el estudio de la relevancia información sobre CI para la valoración de las empresas en el mercado.

La *ICR* es una temática de desarrollo incipiente en Argentina, por lo que la investigación propuesta pretende contribuir al desarrollo de esta línea de investigación a través del análisis de las prácticas de divulgación de información narrativa sobre CI mediante el análisis del contenido de los informes anuales; no habiéndose registrado antecedentes de su aplicación en este país. La aplicación de esta técnica de investigación permitirá, por lo tanto, avanzar sobre la limitación referida a que el CI es un aspecto no observable en la estrategia de divulgación de la empresa.

Asimismo, el estudio de la relevancia valorativa del CI permitirá complementar los aportes de las investigaciones desarrolladas a nivel local; aportando en conjunto evidencia empírica de la influencia de los intangibles no reconocidos en los procesos de valoración de las empresas en el contexto del mercado de capitales en Argentina.

METODOLOGÍA

La investigación propuesta es de tipo empírico, descriptivo, correlacional y longitudinal, pues su objetivo es identificar y describir las prácticas de divulgación de información narrativa sobre CI que adoptaron las empresas cotizantes argentinas, y establecer su relevancia valorativa en el mercado de capitales local, mediante la aplicación de las técnicas de análisis de contenido y análisis de regresión lineal múltiple, para el periodo 2009-2018.

La población objeto de estudio estará constituida por el conjunto de empresas cotizantes en el mercado de capitales en Argentina, durante el periodo 2009-2018. Dicha selección se justificó por la necesidad de contar con información (informes anuales, cotización bursátil), que en el caso de las empresas cotizantes es de público acceso. Para la selección de la muestra, se optará por un diseño muestral no probabilístico o dirigido, ya que los individuos seleccionados debían haber permanecido en cotización y publicado sus estados financieros durante el período temporal seleccionado. En lo relativo a las técnicas de recolección de datos,

se utilizarán aquellos públicamente disponibles específicamente, los datos contables de las empresas que pueden obtenerse de los estados financieros que presentan ante la Comisión Nacional de Valores. Asimismo, será necesario relevar los datos bursátiles de sus acciones, que pueden obtenerse de páginas específicas de internet de libre acceso.

Dado que el CI es un aspecto no observable en la estrategia de divulgación de las empresas, se aplicará la técnica de análisis de contenido (Andriessen, 2005; Stenkamp, 2007; Halim, 2013). Desde la perspectiva de Krippendorff (1990) la aplicación de esta técnica de investigación permitirá aceptar como datos las comunicaciones simbólicas del CI aparentemente no estructuradas y analizar aspectos no observados directamente a través de datos relacionados con él.

La técnica de análisis de contenido permitirá no solo obtener una referencia objetiva, sistemática y cuantitativa del contenido de la información sobre CI divulgada por las empresas en sus informes anuales, sino también describir las características de la información sobre CI, indagando sobre qué se revela, cómo se lo divulga, por qué y con qué efecto; con el objetivo de inferir su incidencia en el mercado de capitales argentino. Asimismo, a través de la aplicación de la técnica descripta, se obtendrá una referencia cuantitativa del grado y atributos de divulgación de información sobre CI.

Respecto de las unidades de muestreo, se analizará la información divulgada voluntariamente sobre CI en informes anuales por las empresas cotizantes argentinas por año. En relación con la unidad de registro utilizada, se codificarán términos relacionados con el CI, definidos en base a los trabajos de Guthrie et al. (2003), Bontis (2003), Vergauwen y Van Alem (2005) y Bruggen et al. (2009), y Vafaei et al. (2011). La regla de recuento aplicada será la frecuencia de aparición de dichos términos.

Para la determinación de la legibilidad se utilizará el índice Flesch (adaptado al castellano). Este índice asocia la longitud de las sílabas y las frases utilizadas en los textos analizados con el esfuerzo cognitivo necesario para interpretarlas. Por lo tanto, cuanto menor sea el valor del índice mayor es la dificultad de lectura. Con relación al tono, se utilizará el listado de palabras clave (optimistas/pesimistas) adaptadas al lenguaje financiero por Henry (2006). A partir del recuento realizado, se calculará el índice de tono como el cociente entre la diferencia entre el número de palabras positivas y negativas, y el total de palabras analizadas. Esta medida captura el nivel positivo/negativo del texto, siendo más optimista o pesimista cuanto más próximo esté a 1 o a -1, respectivamente. Cabe aclarar que, tanto para la construcción del índice de legibilidad como del índice de tono, solo se tendrán en cuenta las frases en las que previamente se hayan detectado términos asociados al CI.

Por otro lado, siguiendo a García Meca et al. (2004), Abdolmohammadi (2005); Abeysekera (2011) y Abdulrahman Anam et al. (2011), se aplicará un modelo de regresión lineal múltiple basado en Ohlson (1995), con el objeto de analizar la relación entre la divulgación de información sobre CI y el precio de mercado de las empresas cotizantes argentinas. El modelo propuesto relaciona el precio el precio de mercado de acciones de las empresas cotizantes, con las variables contables fundamentales: patrimonio neto y resultado del periodo, y la variable “otra información”. La variable “otra información” se aproximará a través de un índice de divulgación de CI obtenido a partir de las medidas de cantidad y calidad información sobre CI que surgen de la aplicación de la técnica de análisis de contenidos.

Tanto la construcción del índice de divulgación de CI, como la especificación del modelo de regresión lineal múltiple basado en Ohlson (1995) se encuentran en desarrollo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abeysekera, I. (2011). The relation of intellectual capital disclosure strategies and market value in two political settings. *Journal of Intellectual Capital*, 12 (2), 319-38.
- Abdolmohammadi, M. (2005). Intellectual capital disclosure and market capitalization. *Journal of Intellectual Capital*, 6 (3), 397-416.
- Abdulrahman Anam and Hamid Fatima Rashid Hafiz Majdi. (2011). Effects of intellectual capital information disclosed in annual reports on market capitalization. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 15(2), 85 – 101
- Abhayawansa, S., and Guthrie, J. (2016). Drivers and semantic properties of intellectual capital information in sellside analysts’ reports. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 12 (4).
- Akerlof, G. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3),488-500.
- Alves, P., Rayson, P., Walker, M. and Young, S. (2016). Heterogeneous Narrative Content in Annual Reports Published as PDF Files: Extraction, Classification and Incremental Predictive Ability. *SSRN Electronic Journal*. 10.2139/ssrn.2803275.
- Andriessen, D. (2005). On the metaphorical nature of intellectual capital: a textual analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 7(1), 93-110.
- Bardin, L. (1996). *Análisis de contenido*. Akal.
- Barth, M, Beaver, W. and Landsman, W. (2000). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. Working paper, Stanford University.

- Beaver, R. (1981). Financial reporting: An accounting revolution. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 243-252.
- Berelson, B. (1952). *Content Analysis in Communication Research*, Free Press, Glencoe.
- Beretta, V., Dematini, C., and Trucco, S. (2019). Does environmental, social and governance performance influence intellectual capital disclosure tone in integrated reporting? *Journal of Intellectual Capital*, 20(1), 100-124.
- Bontis, N. (2003). Intellectual capital disclosure in Canadian corporations. *Journal of Human Resource Costing and Resourcing*, 7, 9-20.
- Bozzolan, S., Favotto, F. and Ricceri, F. (2003). Italian annual intellectual capital disclosure: an empirical analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 4(4), 543-58.
- Bradley, K. (1997). Intellectual capital and the new wealth of nations. *Business Strategy Review*, 53-62.
- Brennan, N. (2001). Reporting intellectual capital in annual reports; evidence from Ireland. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(4), 423-36.
- Brooking, A. (1996) *Intellectual Capital: Core Assets for the Third Millennium Enterprise*, London, UK: Thomson Business Press.
- Bruggen, A., Vergauwen, P. and Dao, M. (2009). Determinants of intellectual capital disclosure: evidence from Australia. *Management Decision*, 47, 233-45.
- Castilla Polo, F. and Gallardo Vázquez, D. (2002). The Role of the manager in the provision of intangible information. *The Transparent Enterprise. The Value of Intangibles*, 25-26 de noviembre, Madrid-España.
- Castilla Polo, F. y Gallardo Vázquez, D. (2008). La decisión de divulgar intangibles a través de una estrategia de triangulación teórica. *Estudios de Economía Aplicada*. 26. 79-104.
- Castilla Polo, F. and Gallardo Vázquez, D. (2016). The main topics of research on disclosures of intangible assets: a critical review. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 29(2), 323-356.
- Castilla Polo, F. and Ruiz Rodriguez, M. (2017). Content analysis within intangible assets disclosure: a structured literature review. *Journal of Intellectual Capital*, DOI: 10.1108/JIC-11-2016-0123
- Castilla Polo, F. y Ruiz Rodriguez, M. (2018). La divulgación de intangibles en entidades financieras: un análisis de contenido. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 47(1), 81-123.
- Cuozzo, B., Dumay, J., Palmaccio, M., and Lombardi R. (2017). Intellectual capital disclosure: a structured literature review. *Journal of Intellectual Capital*, 18(1), 9 – 28.
- Dumay, J. (2016). A critical reflection on the future of intellectual capital: from reporting to disclosure. *Journal of Intellectual Capital*, 17(1). 168-184.
- Dumay, J. and Cai, I (2014). A review and critique of content analysis as a methodology for inquiring into IC disclosure. *Journal of Intellectual Capital*, 15(2), 264-290.

- Dumay, J. and Garanina, T. (2013). Intellectual capital research: a critical examination of the third stage. *Journal of Intellectual Capital*, 14(1), 10-25.
- Edvinsson, L. (2013). IC 21: reflections from 21 years of IC practice and theory. *Journal of Intellectual Capital*, 14 (1), 163 – 172.
- Edvinsson, L. and Malone, M. S. (1997). *Intellectual Capital. Realizing your company's true value by findings its hidden brainpower*. Harper Collins Publishers.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. (1991). Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Ferraro, O., and Veltri, S. (2011). The value relevance of intellectual capital on the firm's market value: an empirical survey on the Italian listed firms. *International Journal of Knowledge-Based Development*, 2(1), 66-84.
- Francis, J. and Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Garcia, C., Kimura, H., de Barros, L. and Cruz, L. (2010). The impact of intellectual capital on the value added on Brazilian companies traded at the BMF-BOVESPA. *Journal of International Finance & Economics*. 10. 10.2139/ssrn.1571576..
- García Meca, E. y Martínez Conesa, I. (2003). Los estudios de relevancia valorativa en mercados de capitales, el modelo de valoración EBO (Parte I). *Análisis Financiero*, 92, 44-57.
- García Meca, E., Martínez Conesa, I. y Larrán, J. (2004). El modelo EBO y la relevancia valorativa de la información sobre capital intelectual, una aproximación empírica (Parte II). *Análisis Financiero*, 93, 92-101.
- Giner, B. (2001). La utilidad de la información contable desde la perspectiva del mercado: ¿evolución o revolución en la investigación? *Revista de Contabilidad*, 4(7), 21-52.
- Giner, B., Reverte, C., y Arce, M. (2002). El papel del análisis fundamental en la investigación del mercado de capitales: análisis crítico de su evolución. *Revista española de financiación y contabilidad*, 114(31). 1111-1150.
- Guthrie, J. and Petty, R. (2000). Are companies thinking smart? *Australian CPA*, July, 62-5.
- Guthrie, J., Petty, R., and Ricceri, F. (2004). External intellectual capital reporting: contemporary evidence from Hong Kong and Australia MGSM. Working Paper in Management. Sydney, Australia: Macquarie Graduate School of Management.
- Guthrie, J., Petty, R., Yongvanich, K. and Ricceri, F. (2003). Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting. *Journal of Intellectual Capital*, 5(2), 282-293,
- Guthrie, J., Ricceri, F., and Dumay, J. (2012). Reflections and projections: a decade of intellectual capital accounting research. *The British Accounting Review*, 44(2), 68-82.

- Hall, R. (1992), The strategic analysis of intangible resources. *Strategic Management Journal*. 13, 135-144.
- Halim, H.A. (2013). Intellectual capital disclosure emphasis: an analysis of Malaysian annual reports. In Global Business and Finance Research Conference. Howard Civil Service International House, Taiwan.
- Henry, E. (2006). Market reaction to verbal components of earnings press releases: event study using a predictive algorithm. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 3, 1–19.
- Itami, H., and Roehl, T. (1987). *Mobilizing invisible assets*. Harvard University Press.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360
- Krippendorff, K. (1990). *Metodología de Análisis de Contenido. Teoría y Práctica*. Barcelona: Paidós Comunicación.
- Lambert, R. (2001). Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 3-87.
- Lang, M. and L. Stice-Lawrence (2015). Textual Analysis and International Financial Reporting: Large Sample Evidence. *Journal of Accounting and Economics* 60 (2-3): 110-135.
- Larran, J. y García-Meca, E. (2004). Costes, beneficios y factores ligados a la política de divulgación de información financiera. *Spanish Accounting Review*. 7.
- Lehavy, R., Li, F. and Merkley, K. (2011). The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their forecasts. *The Accounting Review* 86: 0187-1115.
- Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement and Reporting*. The Brookings Institution Press.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 43: 221-247.
- Melloni, G. (2015). Intellectual capital disclosure in integrated reporting: an impression management análisis. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 661-680,
- MERITUM Project. (2002). *Guidelines for Managing and Reporting on Intangibles*. European Commission Brussels.
- Miller, B. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review*, 85, 2107-2143
- Nadeem, M., Dumay, J., and Massaro, M. (2018). If you can measure it, you can manage it: a case of intellectual capital. *Australian Accounting Review*, 00(0), 2018.
- Nonaka, I. (1991) The Knowledge Creating Company. *Harvard Business Review*, 69, 96-104.
- Ochoa Hernandez, M., Priero Moreno, M. B. y Santidrian Arroyo, A. (2010). Estado actual de los modelos de capital intelectual y su impacto en la creación de valor en empresas. *Revista de Investigación Económica y Social de Castilla y León*. Ed. 2010.

- Oliveira, L., Rodrigues, L., and Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*, 42, 241-252.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Olsson, B. (2001). Annual reporting practices: information about human resources in corporate annual reports in major Swedish companies. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 6(1), 39-52.
- Uyar, A. and Kilic, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13 (3), 363-376.
- Ozkan, N., Cakan, S., and Kayacan, M. (2017). Intellectual capital and financial performance: A study of the Turkish Banking Sector. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 190–198.
- Petty, R. and Guthrie, J. (2000). Intellectual capital literature review: measurement, reporting and management. *Journal of Intellectual Capital*, 1(2), 155-176.
- Ramanauskaitė, A. and Rudžionienė, K. (2013). Intellectual capital valuation: methods and their classification. *Ekonomika*, 92(2), 79-92.
- Ross, S.A. (1977) The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Roos, G. and Roos, J. (1997). Measuring your company's intellectual capital performance. *Long Range Planning*, 30, (3), 413–426.
- Smriti, N., and Das, N. (2018). The impact of intellectual capital on firm performance: a study of Indian firms listed in COSPI. *Journal of Intellectual Capital*, 19(5), 935–964.
- Spence, A. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Steenkamp, N. (2007). *Intellectual capital reporting in New Zealand: refining content analysis as a research method* (Tesis Doctoral). Auckland University of Technology, New Zealand.
- Stewart, T. A. (1997). *Intellectual capital: the new wealth of organizations*. New York: Doubleday / Currency.
- Steenkamp, N. (2007). *Intellectual capital reporting in New Zealand: refining content analysis as a research method* (Tesis Doctoral). Auckland University of Technology, New Zealand.
- Swartz, G. E., Swartz, N. P., and Firer, S. (2006). An empirical examination of the value relevance of intellectual capital using the Ohlson (1995) valuation model. *Meditari Accountancy Research*, 14(2), 67-81.
- Sveiby, K. E. (2010). Methods for Measuring Intangible Assets. Disponible en: <http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm> [Consultado en marzo de 2019].
- Tejedo, F. (2016). Información de los recursos intangibles ocultos: ¿memorias de sostenibilidad o informe anual? *European Research on Management and Business Economics* 22, 101-109.

- Torres, A. I., Ferraz, S. S., and Santos-Rodrigues, H. (2018). The impact of knowledge management factors in organizational sustainable competitive advantage. *Journal of Intellectual Capital*, 19(2), 453–472.
- Vafaei, A., Taylor, D., and Ahmed, K. (2011). The value relevance of intellectual capital disclosures. *Journal of intellectual Capital*, 12, 407-429.
- Vazquez, R. and Bongianino, C. (2005). *Los Intangibles y la Contabilidad*. Buenos Aires: Errepar.
- Veltri, S. and Silvestri, A. (2011). Direct and indirect effects of human capital on firm value: evidence from Italian companies. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 15(3), 232-254.
- Vergauwen, P. and Van Alem, F. (2005). Annual report: IC disclosure in The Netherlands, France and Germany. *Journal of Intellectual Capital*, 6, 89-104.
- Wang, J. C. (2008). Investigating market value and intellectual capital for S&P 500. *Journal of intellectual capital*, 9(4), 546-563