

ENSAYO

ESPECULACIONES ACERCA DE LA RELACIÓN ENTRE LOS ESTADOS FINANCIEROS Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ESCENARIOS INFLACIONARIOS

ALFREDO O. ZGAIB

Facultad de Economía y Administración. Universidad Nacional del Comahue. Argentina.

 0009-0004-9021-5984

 azgaib@azgaib.com.ar

RESUMEN

La medida en que los estados financieros no ajustados por inflación, en contextos caracterizados por aumentos del nivel general de precios, limitan la capacidad para que dicha información incida sobre la cotización de las acciones ha sido poco explorada. Este vacío nos impulsó a pergeñar un proyecto de investigación que propone, justamente, comparar la repercusión de las cifras de balances expresados en términos nominales y reales sobre la cotización de tales instrumentos de patrimonio. En este escrito contrastamos un bosquejo de este proyecto, y sus hipótesis principales, con cuatro teorías acerca del crecimiento económico: las reflejadas por los modelos neoclásicos, de la economía de la información, de las expectativas racionales y de la nueva economía institucional. El escenario elegido para llevar a cabo el proyecto es el mercado bursátil de Argentina, país que posibilita dicha comparación pues en él concurren condiciones inexistentes en el resto del mundo. En primer lugar, la persistencia de períodos con inflación elevada en un contexto global predominantemente estable (o levemente inflacionario luego de las políticas expansivas instrumentadas para mitigar las consecuencias del COVID). En segundo término, la vigencia de normas contables que exigen la emisión de estados contables en moneda homogénea solo cuando la tasa de inflación supera el 100% acumulado en tres años. Dicha regulación dio lugar a la presentación de balances tanto históricos como ajustados, en períodos distintos pero igualmente caracterizados por elevada inflación.

Si la ejecución de nuestra propuesta confirma la pertinencia de la hipótesis de que la información contable ajustada refleja con mayor precisión la cotización de las acciones que los estados financieros históricos, podemos aventurar que los modelos propuestos por la economía de la información y por la nueva economía institucional explican mejor el comportamiento económico. Como mínimo, en este entorno inflacionario. Por el contrario, si dicha hipótesis fuera refutada o, al menos, contradicha luego de un tiempo durante el cual los participantes de mercado ajustan sus previsiones, la balanza se inclina a favor del modelo neoclásico o la teoría de las expectativas racionales. Pero incluso en un mundo con información o previsiones casi perfectas, intuimos que los resultados en términos de eficiencia y crecimiento económico no pueden ser equivalentes, excepto si además suponemos que los costos de procurarse información en moneda constante por parte de los agentes son equiparables a los costos incrementales que asumen las firmas al emitir estados financieros ajustados por inflación.

PALABRAS CLAVE

inflación, estados contables en moneda homogénea, teorías del crecimiento económico, mercado bursátil argentino

ESPECULACIONES ACERCA DE LA RELACIÓN ENTRE LOS ESTADOS FINANCIEROS Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ESCENARIOS INFLACIONARIOS

Autor:
Alfredo O. Zgaib

Recibido 15 de febrero, 2023
Aprobado 20 de marzo, 2023
CÓDIGO JEL M41
DOI <https://doi.org/10.24215/26185474e024>

Revista Proyecciones
Nº 17 | mayo 2023 - abril 2024
ISSN 2618-5474
<https://revistas.unlp.edu.ar/proyecciones>

Entidad editora
Instituto de Investigaciones y
Estudios Contables Facultad de
Ciencias Económicas - UNLP.

SPECULATIONS ABOUT THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL STATEMENTS AND ECONOMIC GROWTH IN INFLATIONARY SCENARIOS

ALFREDO O. ZGAIB

Facultad de Economía y Administración. Universidad Nacional del Comahue. Argentina.

 0009-0004-9021-5984

 azgaib@azgaib.com.ar

ABSTRACT

The extent to which financial statements not adjusted for inflation, in contexts characterized by increases in the general level of prices, limit the ability of such information to affect stock prices has been poorly explored. This gap prompted us to design a research project that proposes, precisely, to compare the impact of balance sheet figures expressed in nominal and real terms on the price of such equity instruments. In this study we contrast an outline of this project, and its main hypotheses, with four theories about economic growth: those reflected by the neoclassical models, the information economy, rational expectations and the new institutional economy.

The scenario chosen to carry out the project is the stock market of Argentina, a country that makes this comparison possible since these conditions do not exist in the rest of the world. Firstly, the persistence of periods with high inflation in a predominantly stable global context (or slightly inflationary after the expansionary policies implemented to mitigate the consequences of COVID). Secondly, accounting standards that require the issuance of financial statements in a homogeneous currency only when the inflation rate exceeds 100% accumulated in three years. Such regulation led to the submission of both historical and adjusted balance sheets, in different but equally characterized periods of high inflation.

If the execution of our proposal confirms the relevance of the hypothesis that adjusted accounting information reflects stock prices more accurately than historical financial statements, we can venture that the models proposed by the information and the new institutional economics better explain economic behavior, at least in this inflationary environment. On the contrary, if this hypothesis were to be refuted or, at least, contradicted after a time during which market participants adjust their forecasts, the balance is tipped in favor of the neoclassical model or the theory of rational expectations. But even in a world with almost perfect information or forecasts, we feel that the results in terms of efficiency and economic growth cannot be equivalent, except if we also assume that the costs of obtaining constant currency information from agents are comparable to the incremental costs (borne by companies when issuing) inflation-adjusted financial statements.

KEYWORDS

inflation, financial reporting in hyperinflationary economies, economic growth theories, Argentine stock market

ESPECULACIONES ACERCA DE LA RELACIÓN ENTRE LOS ESTADOS FINANCIEROS Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ESCENARIOS INFLACIONARIOS

Autor:
Alfredo O. Zgaib

Recibido 15 de febrero, 2023
Aprobado 20 de marzo, 2023
CÓDIGO JEL M41
DOI <https://doi.org/10.24215/26185474e024>

Revista Proyecciones
Nº 17 | mayo 2023 - abril 2024
ISSN 2618-5474
<https://revistas.unlp.edu.ar/proyecciones>

Entidad editora
Instituto de Investigaciones y
Estudios Contables Facultad de
Ciencias Económicas - UNLP.

INTRODUCCIÓN

¿La información contable ajustada por inflación mejora la utilidad y relevancia de los estados financieros? ¿O, por el contrario, los participantes del mercado son capaces de despejar el efecto de la inflación para tomar decisiones de inversión y financiamiento?

Estas preguntas nos indujeron a bosquejar el proyecto de investigación (“proyecto”), base de una futura tesis doctoral, acerca del cual hablamos en este trabajo con el fin de integrar su tenor con la problemática del crecimiento económico. En particular, buscamos elementos de juicio para responder cuestionamientos tales como los siguientes: ¿Los estados financieros deberían ser tenidos en cuenta entre los factores que inciden en el crecimiento del PBI? ¿Podemos esperar que la confirmación o refutación de nuestras hipótesis aporten argumentos para respaldar alguna de las teorías sobre el crecimiento?

Nuestro proyecto pretende comparar la repercusión de las cifras de los estados contables ajustados y no ajustados por inflación sobre el precio de las acciones de entidades que cotizan en el ámbito de la Comisión Nacional de Valores (CNV) de Argentina, en dos períodos diferentes (2012-2015 y 2017-2021), ambos caracterizados por alta inflación, aunque distinguible el primero de ellos por la emisión de estados contables sobre bases puramente nominales.

Con el fin de satisfacer tales objetivos, en las dos primeras secciones de este escrito presentamos aspectos clave del proyecto, como paso previo al examen de su vinculación con el tópico del crecimiento. Así, destinamos la sección siguiente para revisar el “problema y contexto de la investigación” y reservamos otra para hacer una reseña, breve, del esquema de normas contables vigentes en Argentina.

En la sección referida al “proyecto” y el crecimiento económico confrontamos el tenor del proyecto, y sus eventuales resultados, con los fundamentos de los modelos de crecimiento neoclásico, de la economía de la información, de las expectativas racionales y de la nueva economía institucional. Finalmente, dejamos la última para emitir algunas conclusiones.

PROBLEMA Y CONTEXTO DE INVESTIGACIÓN

Objetivo y preguntas

Nuestro proyecto tiene por objetivo encontrar respuestas para el interrogante inicial: ¿La información contable ajustada por inflación mejora la capacidad para tomar decisiones en materia de inversión y financiamiento?

Esta búsqueda se justifica por diversos motivos. En primer lugar, debido a los cambios significativos que genera la emisión de estados financieros en una unidad de medida diferente a la nominal, no solo por los costos incrementales relacionados con su preparación, emisión y auditoría, sino también por los desafíos que plantea en materia de interpretación. En segundo término, porque se trata de un tema poco abordado en el campo de la investigación empírica enfocada en temas contables, sobre todo, debido a que los escenarios altamente inflacionarios constituyeron una rareza entre fines del siglo XX y mediados de 2021.

En ese marco, Argentina reúne dos cualidades para constituirse en el teatro de nuestra exploración. La primera: sobresale por el ritmo al que aumenta el nivel general de precios al consumidor (más de 50% en 2021), incluso en un contexto mundial caracterizado por la aceleración inflacionaria provocada por las políticas implementadas para mitigar las consecuencias del COVID. Según atestigua el informe de perspectivas del FMI (2021), solo es superada claramente por Venezuela (2700% anual) y Sudán (casi 195%)².

La segunda: recién a partir de los ejercicios cerrados el 1º de julio de 2018 sus empresas estuvieron obligadas a presentar estados financieros en moneda homogénea (ECMH), debido a que las normas contables requieren el ajuste por inflación solo cuando “la tasa acumulada de inflación en tres años sobrepasa o se aproxima al 100%” (International Accounting Standards Board [IASB], 2001a, párrafo 3:e)³. Pero al margen de la impertinencia de dicho umbral, la economía argentina lució elevada inflación tanto en los tres años previos al 1º de julio de 2018 (alrededor de 120%) como en los tres posteriores (más de 230%). Nos ofrece, por lo tanto, una oportunidad única para comparar la incidencia que los estados financieros históricos y ajustados tienen sobre la cotización de las acciones de las entidades que concurren al mercado bursátil local.

¹ En este escrito les damos el carácter de sinónimos a las expresiones siguientes: “información contable”, “estados financieros”, “estados contables” y “balance”. También les atribuimos el mismo significado a términos tales como información “en moneda homogénea”, “en moneda constante”, “ajustada por inflación” y “en términos reales”. En sentido contrario, hablamos indistintamente de información “histórica”, “no ajustada por inflación” o “en términos nominales”.

² Comparamos los datos definitivos del índice de precios al consumidor de Argentina, publicados por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), con las proyecciones del FMI para el resto de los países.

³ De acuerdo con la terminología de la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 29, hablamos de estados financieros de “una entidad cuya moneda funcional es la moneda correspondiente a una economía hiperinflacionaria” (IASB, 2001a, párrafo 1). Las normas contables argentinas contienen regulaciones similares aunque referidas a una “economía altamente inflacionaria” (de acuerdo con el tenor de la Interpretación 8, de la Federación Argentina de Consejos de Profesionales en Ciencias Económicas [FACPCE], 2014).

Descartada la ilusión monetaria, síndrome que difícilmente padezcan quienes participan de un mercado con tantos antecedentes inflacionarios, la pregunta inicial nos conduce a la siguiente: ¿Cuán imperfectamente tales participantes descuentan los efectos de la inflación al momento de evaluar el rendimiento económico y la situación financiera de entidades que emiten estados contables sin ajustar?

HIPÓTESIS

De los planteos anteriores surgen las hipótesis centrales que intentamos poner a prueba:

Hipótesis Nº 1- Los ECMH (emitidos durante el período 2017-2021) explican mejor el precio de las acciones en el escenario de las empresas que cotizan en el mercado de valores de Argentina, caracterizado por alta inflación, que los estados financieros sin ajustar (presentados por el período 2012-2016).

Hipótesis Nº 2- Los participantes del mercado de valores de Argentina descuentan el efecto de la inflación para determinar el precio de las acciones, pero los estados contables sin ajustar (del período 2012-2016) explican el comportamiento de las cotizaciones de un modo menos preciso que los balances ajustados (de 2017-2021).

Breve fundamentación epistemológica

Investigación contable predominante

Un trabajo como el propuesto aquí se inscribe dentro de la corriente de “investigación contable predominante”, que en sus extremos combina una visión objetivista del mundo con la preocupación por la regulación, según la taxonomía de la investigación contable propuesta por Hopper y Powel (citados por Ryan et al., 2002).

La preferencia por el método científico en el ámbito de la contabilidad fue recomendada en un informe de la American Accounting Association realizado a fines de la década de 1970, período durante el cual la investigación contable experimentó un desarrollo y crecimiento rápidos, sobre todo en Estados Unidos y el Reino Unido (Ryan et al., 2002). Entre fines de los 60 y principios de la década siguiente, la corriente predominante se fue inclinando por el paradigma de la utilidad, que se enfoca en las necesidades de los usuarios de los estados financieros, especialmente accionistas e inversores. Este paradigma puso énfasis en la capacidad de la información financiera para predecir los futuros flujos de caja, cuyo valor actual neto es la base utilizada por los inversores para forjar sus decisiones en escenarios dominados por el modelo económico neoclásico (Ryan et al., 2002).

En virtud de ese enfoque, siguiendo con Ryan et al. (2002), hubo investigadores que “usaron la metodología hipotético-deductiva para deducir, a partir del análisis económico neoclásico, la capacidad de predicción de las alternativas contables. Otros crearon estudios empíricos para comprobar la capacidad de predicción de distintos métodos contables” (p. 140).

Una de las líneas de investigación que desencadenó el paradigma de la utilidad es la basada en el mercado,

que tomaba en cuenta el impacto de las decisiones de los inversores en los precios de las acciones en el mercado y se fundamentaba en la disciplina de las finanzas tanto para sus teorías (especialmente el modelo de fijación de precios de los bienes de capital y la hipótesis del mercado eficiente) como para sus métodos. (Ryan et al., 2002, p. 141)

Nuestro proyecto propone, precisamente, una investigación enrolada en esa línea y toma como punto de partida un modelo diseñado por Ohlson (1995). Modelo que, nos aclaran Tascón Fernández et al. (2005), se desarrolla “dentro del paradigma utilitarista y, en concreto, dentro del enfoque del comportamiento agregado del mercado, cuyo objetivo es la incidencia de las magnitudes contables en las variables bursátiles” (p. 128). Más específicamente, “hace depender el valor de la empresa del valor contable de los recursos propios ... y de la capacidad futura para generar resultados por encima de la tasa de retorno” (García-Ayuso Covarsí y Monterrey Mayoral, 1998, p. 757), representada esta capacidad por la diferencia “entre el resultado contable realmente obtenido por la empresa y el que sería exigible o requerido por los inversores de acuerdo con su coste de capital” (García-Ayuso Covarsí y Monterrey Mayoral, 1998, p. 757).

El modelo de Ohlson en contextos inflacionarios

Casi no hallamos experiencias que utilicen la construcción de Ohlson en contextos de inflación, excepto una de Gregory et al. (2005) enfocada en las empresas no financieras del Reino Unido, con datos de 1976-2000. Estos autores modificaron el diseño original de Ohlson, revalorizando los activos fijos en función de una base ajustada por inflación, y compararon su capacidad para predecir el valor de las firmas con la evidenciada por el modelo estándar. Concluyeron que “el modelo real proporciona resultados más precisos que los del modelo histórico en términos de error de pronóstico medio” (Gregory et al., 2005, p. 530)⁴ y que el histórico subvalora los precios actuales de las acciones en “tres de cinco especificaciones” (Gregory et al., 2005, p. 530).

⁴ Esta traducción y todas las posteriores son del autor.

Nosotros apuntamos, según lo adelantado, a probar la respuesta de la cotización de las acciones a la información proveniente de balances no ajustados por inflación y de ECMH. Por imperio de las normas contables vigentes en Argentina, que exigen presentar información comparativa, a la fecha contamos con información ajustada por inflación correspondiente a cinco ejercicios (los terminados entre el segundo semestre de 2017 e idéntico período de 2021). Tomamos, por ende, la misma cantidad de ejercicios para evaluar las repercusiones de los balances “históricos” (los correspondientes a ejercicios cerrados entre 2012 y 2016). Ya explicamos los motivos para localizar el proyecto en Argentina; su limitación a las entidades que cotizan en el escenario regulado por la Comisión Nacional de Valores (CNV) se justifica por la difusión pública de la información económico-financiera de tales firmas.

ESQUEMA DE NORMAS CONTABLES VIGENTES EN ARGENTINA

Antes de abordar los aspectos nucleares de este trabajo, haremos un breve repaso de las normas contables vigentes en Argentina, cuya aplicación depende del tipo de entidad emisora. Un primer grupo de entidades sometidas a la jurisdicción de organismos de supervisión estatal, como el Banco Central de la República Argentina y la Superintendencia Nacional de Seguros, debe aplicar normas específicas, propias de su actividad. Conjunto descartado del proyecto por su objeto, financiero o asegurador.

Una segunda agrupación aglutina entidades que cotizan bajo la órbita de la CNV y se dedican a actividades de tipo comercial, industrial, agropecuario o de servicios. Para ellas rige la Resolución Técnica 26, que estableció la obligatoriedad de emitir estados financieros conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), desde los ejercicios iniciados a partir del 1º de enero de 2012. Este agregado será puesto bajo la lupa de nuestra investigación porque, según dijimos, nos garantiza la disponibilidad de datos.

El resto de las firmas, dedicadas a actividades que no califican como financieras ni aseguradoras, no concurre al mercado de capitales y está sujeta a las Normas Contables Argentinas distintas de la RT 26 (NCPA), normas cuyas disposiciones se distinguen según los emisores de estados contables sean pequeños, medianos o de mayor escala. Este grupo tampoco será de la partida por motivos opuestos a las razones que inclinan la balanza por la población del párrafo anterior.

En materia de inflación, las regulaciones contables contienen una pauta cuantitativa y una serie de condiciones cualitativas que revelan la existencia de un escenario que amerita la emisión de

ECMH. Es, sin embargo, el umbral cuantitativo referido en la sección “Objetivo y preguntas” el que impera en la práctica (como revela la Interpretación N° 8 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas, 2014). No existen en este terreno diferencias significativas entre las NIIF y las NCPA, pues el hecho de que las primeras regulen sobre “Información financiera en economías hiperinflacionarias” y las segundas aludan a “economías altamente inflacionarias” carece de relevancia.

EL PROYECTO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Introducción

El proyecto no pretende convertirse en un estudio sobre los factores con potencial para incidir sobre el crecimiento económico. Pero incluso si lo pretendiera, luce una limitación significativa: el período analizado resulta demasiado breve comparado con la “perspectiva de muy largo plazo” que Keifman (2012, p. 23), y otros investigadores dedicados al tópico del crecimiento, recomiendan para examinar los hechos estilizados de la población, la producción y demás variables supuestamente propulsoras del PBI a lo largo del tiempo.

No obstante, existe un puente que lo comunica con el crecimiento económico:

La vinculación entre contabilidad y desarrollo económico está más que aceptada, en la medida en que la información financiera constituye una infraestructura inmaterial que contribuye a este último, facilitando la acumulación de capitales, contribuyendo de este modo a la inversión y a la producción y, con todo ello, a la generación de renta y riqueza y a su adecuada redistribución. (Tua Pereda, 2006, p. 147)

Dicha relación no siempre fue sopesada por los autores que indagaron acerca de los factores que determinan el ritmo de crecimiento, tal el caso de Lucas, Romero, Stern o Barro, tal vez porque suponen que la información contable “viene dada o bien porque no se considera relevante o ambas” (Méndez Picazo, 2005, p. 419). No es el caso de Riahi-Belkaoui, también mencionado por Méndez-Picazo (2005), quien incorporó la “suficiencia de la información contable” a un estudio sobre 32 países, referidos a los años comprendidos entre 1980 y 1988. De acuerdo con esta investigación “la contabilidad empresarial contribuye a la utilización eficiente de los recursos económicos” (Méndez-Picazo, 2005, p. 417), porque de “los países con un alto nivel de información contable puede esperarse que experimenten un mayor crecimiento” (Méndez-Picazo, 2005, p. 421).

A pesar de lo anterior, la relación causa-efecto entre contabilidad y crecimiento no emerge con claridad de los estudios empíricos. ¿La aplicación de normas contables de mayor calidad contribuye a aumentar la tasa de crecimiento o es el ritmo de crecimiento el promotor de regulaciones mejor calificadas? Por ejemplo, si suponemos –como suele suponerse– que las NIIF representan un estadio superior en la evolución de la normativa contable: ¿Fomentan el crecimiento o constituyen una consecuencia de su aumento? Zehr y Chouaibi (2013) concluyen que

los resultados del análisis empírico han demostrado que los países en desarrollo más favorables a la adopción de las NIIF son aquellos que tienen una alta tasa de crecimiento económico, un alto nivel de educación y un sistema jurídico basado en el derecho consuetudinario. (p. 56)

Similares conclusiones obtienen tanto Larson y Kenny (1995) como Macías y Quintero (2015).

¿Debemos suponer entonces que las regulaciones contables refuerzan las variables que impulsan la tasa de aumento del PBI cuando una economía alcanza, digamos, cierto umbral de crecimiento? No es objetivo del proyecto responder a esta pregunta, aunque la confirmación de la Hipótesis N° 1 podría justificar la incorporación de variables contables al estudio del crecimiento.

Inflación y crecimiento

El proyecto que proponemos comprende el problema de la inflación, cuyos efectos sobre el crecimiento económico también han sido examinados por un sinnúmero de investigaciones.

Sobre esta cuestión se plantean distintas hipótesis, según apuntan Moreno-Brid et al. (2014). En un extremo, las formuladas por quienes sostienen que una inflación moderada podría impulsar “una recomposición de cartera hacia la compra de activos físicos, maquinaria y equipo para actividades productivas. Dicha mayor acumulación de capital repercute en un aumento de la tasa de crecimiento económico en el corto plazo” (Moreno-Brid et al., 2014, p. 4).

En el polo opuesto encontramos la línea de pensamiento que sostiene la nocividad del fenómeno inflacionario. Sin embargo, observan Moreno-Brid et al. (2014):

En versiones menos estrictas de esta última postura se afirma que solamente cuando rebasa cierto umbral es que la inflación afecta significativa y adversamente la asignación eficiente de recursos, al punto de frenar la inversión y el ritmo de expansión económica. (p. 5)

Estos investigadores “no encuentran evidencia de un trade-off significativo entre inflación y crecimiento” para una muestra de 70 países, correspondientes al período 1950-2010, “salvo si se incluyen experiencias nacionales con inflaciones anuales promedio por encima de 65% anual” (Moreno-Brid et al., 2014, p. 3). Nivel muy superior a dos umbrales revelados por una investigación enfocada en la Argentina de 1910-2015: aquí, mientras “la inflación contribuye positivamente al crecimiento económico para niveles inferiores al 7,5% anual”, repercute de manera negativa cuando su nivel supera el 12,9% anual (Maia et al., 2019, p. 435).

Este último límite resultó pulverizado por la inflación promedio anual de los dos períodos contemplados en nuestro estudio, hecho que abona la pertinencia de preguntas marginadas del proyecto pero sugeridas en este escrito: ¿Cuánto más resulta afectado el crecimiento si se combinan inflación elevada y estados financieros expresados en términos nominales?

El proyecto y el modelo de crecimiento neoclásico

Si la contabilidad tiene relación con el crecimiento económico, también la tendrá nuestro proyecto, ubicado dentro de las fronteras del paradigma de la utilidad, en virtud del cual las normas que regulan la preparación de estados contables justifican su aplicación siempre que sean relevantes para los hacedores de decisiones, que requieren elementos de juicio para seleccionar alternativas de inversión y financiamiento. Mientras las normas sean relevantes, los excedentes de los decisores se destinarán a financiar empresas capaces de promover el crecimiento y, por ende, el bienestar económico. Especie de círculo virtuoso que demanda, además de otras condiciones, unos mercados eficientes y agentes económicos que forjan sus decisiones en escenarios como los descriptos por el modelo neoclásico.

Paradójicamente, el modelo de crecimiento neoclásico introducido por Solow y Swan no contempla variables referidas a la información. Su versión más usual, de acuerdo con la descripción de Keifman (2012), hace depender el PBI (Y) del stock de capital físico (K), de la cantidad de horas trabajadas (L) y de la eficiencia del trabajo derivada del progreso tecnológico (A):

$$Y = F(K, AL).$$

Este enfoque, conocido como Contabilidad del Crecimiento, “descompone el crecimiento del producto (\hat{Y}) entre el crecimiento de los insumos (F) y el de la productividad total de los insumos (\hat{A})” (Eliás, 2012, p. 65). La tasa de crecimiento es, por lo tanto, igual a:

$$\hat{Y} = \hat{A} + F$$

Según Elías (2012), en los primeros estudios que pusieron a prueba los componentes de la ecuación anterior “se estimó el residual \hat{A} como elemento clave del crecimiento económico” (p. 66). El desafío, aún vigente, consiste en identificar el componente A y sus determinantes. Entre estos emergen, de acuerdo con Elías (2012) y Keifman (2012), intangibles tales como los gastos de investigación, la organización de las empresas, la creación de marcas y, en términos más generales, la infraestructura social; “esto es, las instituciones y políticas que alientan en mayor o menor medida la acumulación de habilidades, capital, la inventiva y la transferencia de tecnología, en contraposición con la búsqueda de rentas, la corrupción o el robo” (Keifman, 2012, p. 59).

El proyecto, a pesar de sus fundamentos neoclásicos, tiene por objetivo indagar acerca del impacto de dos modalidades alternativas para revelar la *performance* de empresas que actúan en un escenario inflacionario. Dichas modalidades no deberían resultar equivalentes ni, *a priori*, sus consecuencias sobre la cotización de las acciones y sobre la asignación de recursos tendrían que ser idénticas; por lo tanto, su introducción como problema implica abandonar el supuesto neoclásico sobre información perfecta. ¿Tiene mayor relevancia la información ajustada por inflación que los balances históricos?

La comprobación de nuestras hipótesis podría justificar la inclusión de la variable información contable entre los componentes del residual A de Solow y, a la vez, desmentir la hipótesis de información perfecta sostenida por la corriente neoclásica. Corriente que, manifiestan Holthausen y Watts (2001), no reserva para la contabilidad una función relevante debido a sus hipótesis acerca de la inexistencia de información asimétrica y costos de información. No obstante estos supuestos, parece más probable que la falta de presentación de ECMH, en contextos caracterizados por la inestabilidad del nivel general de precios, contribuya a la asignación ineficiente de los recursos o al aumento (tal vez en proporción desmedida) de los costos de procurarse información más relevante. ¿Acaso podemos tomar decisiones “acertadas” sin basarnos en estados financieros expresados en términos reales? ¿Cómo se adaptarán los participantes del mercado libres de ilusión monetaria? ¿Cuántos costos asumirán para resolver las limitaciones de la información histórica?

Diversas corrientes del pensamiento económico, en general, y del crecimiento, en particular, nos aportan explicaciones alternativas para los problemas planteados. Sobre tales explicaciones discurren las secciones siguientes, que enfocan el vínculo entre información, estados contables y crecimiento. Descartamos aquí otras críticas al modelo de Solow, porque su tratamiento excede los objetivos de este trabajo, provenientes tanto de vertientes ortodoxas como de raíz heterodoxa (por ejemplo, las de Villar Otálora, 2021).

El proyecto y los modelos de crecimiento que incorporan problemas de información

Como dijimos, nuestra propuesta implica desechar la hipótesis neoclásica de información perfecta. Incluso si imaginamos que los participantes del mercado tienen chances de descontar “perfectamente” las consecuencias de la inflación, resulta difícil negar que la tarea de estimar la *performance* económico-financiera en términos reales genera costos significativos. Costos que seguramente inciden en el desempeño económico y, por lo tanto, en el crecimiento.

Los acólitos de la economía de la información lo expresan con claridad, Stiglitz (2002) entre ellos:

Contra lo que señala la hipótesis de mercados eficientes ..., según la cual los precios de las acciones transmiten toda la información relevante desde el agente informado al no informado, Sanford Grossman y yo ... mostramos que, cuando hay elevados costos a la hora de recabar la información, los precios de las acciones agregan, inevitablemente, la información de manera imperfecta. (p. 109)

Más todavía, “los mercados están plagados de problemas de asimetrías de información, y existen incentivos para que los participantes exploten y aumenten esas asimetrías” (Stiglitz, 2010, p. 14). Es decir, las personas informadas tienen ventaja, asumen costos derivados de la búsqueda de información adicional y esperan un retorno por los esfuerzos encaminados a obtenerla (Grossman y Stiglitz, 1980).

Así el fenómeno de la información asimétrica también se presenta en el universo contable, como subraya Guao Samper (2019), y los problemas de agencia irrumpen en el escenario. Esta asimetría se manifiesta “cuando los gerentes o responsables de la organización tienen algún incentivo para no revelar toda la información financiera que resulte relevante en los estados contables” (Guao Samper, 2019, p. 159). Y la emisión de estados financieros en una moneda incapaz de satisfacer los requisitos mínimos de una genuina unidad de medida seguramente amplía el margen para experimentar comportamientos teñidos de opacidad. Los directivos suelen contar con herramientas más sofisticadas (y datos más precisos) para estimar el derrotero económico-financiero mediante alguna modalidad de ajuste por inflación o conversión a una moneda no afectada por la dilución inflacionaria. ¿Tendrán estímulos para comunicarla? ¿Con cuánta precisión estimarán los destinatarios de los estados contables la medida en que la inflación afecta o beneficia a una entidad determinada, cuando tales incentivos son débiles o inexistentes?

Con mucha precisión responderían los defensores de la eficiencia de mercado, cuya teoría

sostiene que los precios de los títulos reflejan toda la información de carácter público, incluida la proporcionada por los estados financieros. Por ello, aquellos cambios en los procedimientos contables que no hacen que las empresas proporcionen información adicional, es decir, las referidas a aspectos de valoración y/o medición, no deben alterar el precio de los títulos suponiendo que los flujos de caja estimados no varíen. (Giner Inchausti, 1990, p. 31)

Para quienes así piensan parece indistinto que las entidades publiquen estados financieros históricos o ajustados por inflación.

Empero, la reacción de emisores y usuarios de los estados contables frente a proyectos destinados a reformular ciertas regulaciones sugiere, atendiendo a las palabras de Giner Inchausti (1990), que “el mundo de los negocios es escéptico frente a lo que significa la eficiencia del mercado y, por lo tanto, no es indiferente a las normas contables que impone la autoridad competente” (p. 34).

Stiglitz (2002) concluye:

Al final, queda clara una lección muy sencilla: algunos individuos quieren transmitir información; otros no quieren que se transmita (bien sea porque tal información puede hacer que empeore su imagen ante los demás o bien porque la transmisión de información podría influir negativamente en su capacidad para apropiarse de rentas). (p. 116)

Sementante cuestión tiene implicancias sobre el comportamiento del PBI en el largo plazo: los mercados de capitales son importantes para el crecimiento (Stiglitz, 2002) y el hecho de disponer de información inadecuada, con limitaciones para ayudar en la elección de cursos de acción, “puede producir importantes consecuencias en el orden económico” (Giner Inchausti, 1990, p. 28).

En este contexto, los emisores de estados financieros pueden mitigar los efectos de la información asimétrica; por ejemplo, dando señales que permitan seleccionar alternativas de inversión y financiamiento con menores dosis de incertidumbre. Podemos aventurar que las entidades que cotizan en bolsa y esperan permanecer en dicho mercado tendrán, si nos basamos en los argumentos de Spence (1973)⁵, fuertes incentivos para arrojar luz sobre su situación económico-financiera, en ambientes inflacionarios.

No obstante, las regulaciones contables restringen las posibilidades de invertir en tales señales. Supongamos una entidad cualquiera que se desenvuelve en un medio con alta inflación, aunque no la suficiente para alcanzar el límite del 100% acumulativo en tres años; umbral que desata la obligatoriedad de presentar ECMH (tanto dentro de las fronteras de las NIIF como de las NCPA). E imaginemos que dicha entidad desea emitir señales para revelar de un modo más adecuado su situación financiera y su rendimiento; por ejemplo, mudando la moneda funcional⁶ afectada por inflación –el peso argentino– por una unidad de medida más estable –digamos el dólar o el euro–. Podría hacerlo... si no fuera porque el párrafo 14 de la NIC 21 (IASB, 2001b) prohíbe a una entidad cambiar la unidad de medida con el fin de evitar la “reexpresión” de sus estados contables. Esta disposición implica que, en un escenario donde no se cumplen los requisitos para ajustar por inflación, tampoco podrá utilizar una moneda funcional diferente. Y todavía más restrictivas devienen las NCPA, cuyo tenor no contempla el empleo de una moneda distinta del peso. De ese modo, las entidades dispuestas a invertir en señalización solo tienen la posibilidad de ofrecer información en moneda constante por la vía de memorias, prospectos u otros reportes extracontables.

Además, existen otras limitaciones y paradojas relacionadas con los costos y beneficios de una estrategia de señalización. Excepto en el caso de las empresas altamente endeudadas, con menor capacidad para obtener superávits operativos pero mayores posibilidades de ganar mediante la licuación de pasivos, con ECMH lucen una mayor solvencia (medida como relación entre el pasivo y el patrimonio neto) y un rendimiento más pobre del capital invertido (Zgaib et al., 2014). Pero es probable que muchas empeoren su imagen ante proveedores, bancos y otros usuarios. Tópico, el de la “imagen”, que nuevamente nos remite a Stiglitz (2002).

Volvamos a nuestro proyecto. Si se confirma la Hipótesis N° 1, o incluso la N° 2, podemos especular que tales resultados avalan a quienes levantan las banderas de la economía de la información y enfatizan las fallas del mercado.

⁵ Spence (1973) enfoca su trabajo en el mercado laboral, aunque estima que una amplia variedad de fenómenos de mercado y cuasi-mercado, como los préstamos, el crédito al consumo y otros, pueden enfocarse con el mismo lente conceptual.

⁶ La moneda funcional está definida como la “del entorno económico principal en el que opera la entidad”; es decir, la que deviene más relevante para los destinatarios de los estados financieros.

Relación entre el proyecto y la teoría de las expectativas racionales

Los teóricos de las expectativas racionales admiten, siguiendo a Lucas (1975), que “la información es imperfecta, no solo en el sentido de que el futuro es desconocido, sino también en el sentido de que ningún agente está perfectamente informado sobre el estado actual de la economía” (p. 1113). Como contrapartida, arguyen que “las expectativas de los agentes son racionales, dada la información de la que disponen” y que estos agentes “son muy conscientes de que la economía pasa por “ciclos” recurrentes que distorsionan las tasas percibidas de retorno” (Lucas, 1975, p. 1113). En definitiva, la información resulta escasa pero el sistema generalmente no la desperdicia (Muth, 1961), los “individuos aprenden de sus propios errores” y, por lo tanto, sus yerros “no son sistemáticos sino aleatorios” (Roa García, 2010, p. 7).

Como bajo este esquema el público no puede ser engañado de manera persistente, tanto sus conclusiones como recomendaciones de política económica lo alejan de lo sostenido por los partidarios de la economía de la información y las fallas de mercado. Robert Lucas, referido por Sargent (1996),

mostró que si las expectativas son racionales, simplemente no es posible que el gobierno manipule estos errores de previsión de una forma predecible y fiable por la razón misma de que los errores hechos por un predictor racional son inherentemente impredecibles. (p. 146)

Esta “inefectividad política” limita el potencial de medidas expansivas para conseguir que los agentes económicos actúen en contra de sus propios intereses. Por ejemplo, “la política óptima no es tan expansionista cuando las expectativas se ajustan rápidamente, y la mayor parte del efecto de una política inflacionista queda disipado en una costosa inflación anticipada” (Sargent, 1996, p. 146-147).

Si los participantes del mercado actuaran del modo descrito por Lucas y Muth, siendo capaces de desentrañar las estrategias de las autoridades y ajustar sus expectativas inflacionarias, también podrán descubrir el impacto de las acciones de la gerencia, la repercusión de normas contables imperfectas y las consecuencias de la inflación sobre el desempeño de las firmas. En una economía en la que los participantes de mercado cuentan con información distinta, pero lucen expectativas racionales, las asignaciones de recursos serán equivalentes a las que tendrían lugar si “cada agente tuviera toda la información de la economía” (Grossman, 1987, p. 198). No olvidemos, además, que la ilusión monetaria se desvanece cuando la población aprende a convivir en contextos signados por la inestabilidad del nivel general de precios.

En fin, adaptando ideas de Hicks (rescatadas por Grossman, 1987), podemos afirmar que las “expectativas racionales” reemplazan la fe de los neoclásicos en la “información perfecta” por la creencia en las “previsiones perfectas”. Nos dirigen, por esa vía, a la hipótesis de mercados eficientes: los precios de los activos se ajustan a las rentabilidades esperadas, según el riesgo, porque los inversores puján por colocaciones cuyos rendimientos suponen superiores a la media y venden papeles que imaginan menos promisorios.

¿Qué rol juega la contabilidad en un escenario de estas características? ¿Cuánta capacidad tienen los participantes del mercado para despejar la maleza que enturbia la utilidad de los balances no ajustados? ¿Se transmite la información desde los agentes informados a los no informados o los resultados son más parecidos a los esperados por la economía de la información?

Si nos aferramos a las expectativas racionales no podemos esperar sino el derrumbe de la Hipótesis N° 1. O, en todo caso, podemos intuir su validez durante un período relativamente breve, cuyo transcurso aprovechan los agentes económicos para corregir previsiones erróneas.

Relación entre el proyecto y la nueva economía institucional

Los defensores de la nueva economía institucional “relajan las hipótesis neoclásicas de información completa e intercambio sin costes, otorgando a los costes de transacción un papel fundamental”. Ellos intentan “modelizar de forma explícita las restricciones definidas por las reglas que rigen el intercambio y la estructura idealizada de los derechos de propiedad” (Urbano Pulido et al., 2007, p. 9).

Para Scully (1988), “se ha demostrado el efecto del marco institucional en el crecimiento económico y la eficiencia económica” (p. 659). Este autor nos ilustra con datos elocuentes: “Las tasas de crecimiento en sociedades que circunscriben o proscriben la libertad política, civil y económica son sólo del 40-56 por ciento (dependiendo del atributo) de las sociedades en las que se protegen los derechos individuales” (Scully, 1988, p. 658). Las instituciones importan, alega North (1994, porque “los costos de transacción son más altos cuando la ley es incierta” (Scully, 1988, p. 653).

En este sentido, nuestro proyecto se desenvuelve en un escenario donde la norma contable referida al ajuste por inflación deviene imperfecta. Como revela un test de Zgaib et al. (2014), enfocado en seis empresas seleccionadas al azar entre las que cotizan en el mercado de valores de Buenos Aires, no se requieren niveles de inflación tan elevados como el umbral del 100% en tres años para que la información provista por estados financieros sin ajustar difiera significativamente de la resultante de ECMH.

Estas normas contables pertenecen, obviamente, al campo de las reglas de juego aludidas por los sostenedores de la nueva economía institucional, reglas que, en Argentina, han resultado más inciertas y arbitrarias como consecuencia de que distintos gobiernos prohibieron a los organismos reguladores recibir estados ajustados por inflación. Sus motivos parecen diversos, de acuerdo con especulaciones de Fowler Newton (1996), Zgaib et al. (2014) y Casinelli et al. (2016): la necesidad del ministro Cavallo de maquillar los balances del Banco Hipotecario (materializada a través del decreto 316/95) para favorecer su privatización, la intención del gobierno del presidente Kirchner (revelada mediante el decreto 664/03) de quitar argumentos a quienes litigaban contra la pretensión oficial de que el impuesto a las ganancias se liquide en función de beneficios nominales y la ilusión de la administración del presidente Macri de seducir inversores, reuents a ingresar en países cuyas economías califican como “hiperinflacionarias”⁷ (que dilató la derogación del decreto 664/03 hasta 2018).

Aunque resulta improbable que dichas políticas hayan conseguido engañar a los agentes económicos durante mucho tiempo (si tal engaño fuera posible), es casi seguro que afectan derechos de propiedad. Ganancias inexistentes, calculadas sin contemplar las consecuencias de la inflación sobre el patrimonio, habilitan la distribución de dividendos calculados sobre bases espurias. E impuestos determinados en función de utilidades puramente nominales provocan transferencias desde los accionistas hacia el estado (debido a la prohibición total o parcial para practicar el ajuste por inflación impositivo), al punto que no pocos balances de empresas localizadas en Argentina lucen un gasto por impuesto a las ganancias más elevado que los beneficios determinados sobre bases reales. Para Scully (1988,) no se trata de una cuestión trivial porque

en promedio, las sociedades que adhieren a los derechos de propiedad privada y a la asignación de recursos basada en el mercado crecieron a una tasa del 2,76 por ciento en comparación con una tasa del 1,10 por ciento de las naciones que circunscriben los derechos de propiedad privada y el estado interviene en la asignación de recursos. (p. 658)

La confirmación de al menos una de nuestras hipótesis puede servir para sostener tanto los fundamentos de la economía de la información como los de la nueva economía institucional. Esta confirmación no debe entenderse como una equiparación de dos modelos que desembocan en recomendaciones de política económica muy diferentes: mientras el primero aboga por mayor intervención estatal, el segundo se inclina por reducir la presencia del estado. Discusión fuera del alcance de este escrito.

CONCLUSIONES

La medida en que los estados financieros no ajustados por inflación, en contextos caracterizados por aumentos del nivel general de precios, limita la capacidad para que dicha información incida sobre el precio de las acciones ha sido poco explorada. Este vacío nos impulsó a pergeñar un proyecto de investigación que propone, justamente, comparar la repercusión de las cifras de balances expresados en términos nominales y reales sobre la cotización de tales instrumentos de patrimonio. En este escrito contrastamos un bosquejo de este proyecto, y sus hipótesis principales, con cuatro teorías acerca del crecimiento económico: las reflejadas por los modelos neoclásicos, de la economía de la información, de las expectativas racionales y de la nueva economía institucional.

El escenario elegido para llevar a cabo el proyecto es el mercado bursátil de Argentina, país que posibilita dicha comparación pues en él concurren condiciones inexistentes en el resto del mundo. En primer lugar, la persistencia de períodos con inflación elevada en un contexto global predominantemente estable (o levemente inflacionario luego de las políticas expansivas instrumentadas para mitigar las consecuencias del COVID). En segundo término, la vigencia de normas contables que exigen la emisión de ECMH solo cuando la tasa de inflación supera el 100% acumulado en tres años. Dicha regulación dio lugar a la presentación de balances tanto históricos como ajustados, en períodos distintos pero igualmente caracterizados por elevada inflación.

Si la ejecución de nuestra propuesta confirma la pertinencia de la hipótesis según la cual la información contable ajustada refleja mejor el precio de las acciones que los estados financieros históricos, podemos aventurar que los modelos propuestos por la economía de la información y por la nueva economía institucional explican mejor el comportamiento económico, como mínimo, en este entorno inflacionario. Por el contrario, si dicha hipótesis fuera refutada o, al menos, contradicha luego de que los participantes de mercado ajustan sus previsiones, la balanza se inclina a favor del modelo neoclásico o la teoría de las expectativas racionales. Pero incluso en un mundo con información o previsiones casi perfectas, intuimos que los resultados en términos de eficiencia y crecimiento económico no pueden ser equivalentes; excepto si además suponemos que los costos de procurarse información en moneda constante por parte de los agentes son equiparables a los costos incrementales que asumen las firmas al emitir ECMH.

En síntesis, esperamos que el “proyecto” nos aporte, además de elementos de juicio para cumplir sus objetivos específicos y responder las preguntas de investigación formuladas al comienzo, indicios acerca de ciertos interrogantes relacionados con el tópico del crecimiento económico.

¿Los estados financieros deben ser considerados entre los factores que inciden en el crecimiento? Y, paralelamente, ¿La confirmación o refutación de nuestras hipótesis sirve para respaldar los argumentos contemplados por algunas de las teorías sobre el crecimiento del PBI en el largo plazo?

⁷ Según los términos de la NIC 29.

REFERENCIAS

- Casinelli, H., Calvo de Ramírez, A., Kerner, M., Marchese, D., Petti, A. M., Verón, C. y Zgaib, A. O. (2016). Trabajo base área Contabilidad. ¿Quo vadis, ajuste por inflación? En *Publicación del 21º Congreso Nacional de Profesionales en Ciencias Económicas* (pp. 13-64). FACPCE.
- Elías, V. (2012). Fuentes del crecimiento económico: progresos y desafíos. En S. Keifman (Ed.), *Progresos en crecimiento económico* (1ª ed., pp. 65-115). Asociación Argentina de Economía Política, Consejo de Profesionales en Ciencias Económicas de Ciudad de Buenos Aires.
- Federación Argentina de Consejos de Profesionales en Ciencias Económicas (FACPCE). (2014). *Interpretación 8 – Expresión en moneda homogénea. Aplicación del párrafo 3.1 de la resolución técnicas (FACPCE) 17/2000 y 2.6 de la resolución técnica (FACPCE) 41/2005*.
- FMI. (2021). *Informe de perspectivas de la economía mundial. La recuperación en tiempos de pandemia. Octubre de 2021*. <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>
- Fowler Newton, E. (1996). El ajuste por inflación y los resultados del BHN. *Alzas y Bajas*, 4(28), 8-12.
- García-Ayuso Covarsí, M. y Monterrey Mayoral, J. (1998). El modelo de valoración de Edwards-Bell-Ohlson (EBO): Aspectos teóricos y evidencia empírica. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXVII(96), 751-785.
- Giner Inchausti, B. (1990). Información contable y toma de decisiones. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XX(62), 27-43.
- Gregory, A., Saleh, W. y Tucker, J. (2005). *A UK test of an inflation-Adjusted Ohlson Model*. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3-4), 487-534.
- Grossman, S. (1987). Una introducción a la teoría de expectativas racionales bajo información asimétrica. *Cuadernos Económicos de ICE*, (36), 179-202.
- Grossman, S. y Stiglitz, J. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408.
- Guao Samper, R. (2019). Economía de la información y mercados financieros. Interpretación del pensamiento de Stigler. *Economía*, XLIV(47), 149-173.
- Holthausen, R. y Watts, R. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, (31), 3-75.
- International Accounting Standards Board (IASB). (2001a). *Norma Internacional de Contabilidad (NIC 29) – Información financiera en economías hiperinflacionarias*.
- International Accounting Standards Board (IASB). (2001b). *Norma Internacional de Contabilidad (NIC 21) – Efectos de las variaciones en las tasas de cambio de la moneda extranjera*.
- Keifman, S. (2012). Crecimiento económico: principales hechos estilizados y modelos fundamentales. En S. Keifman (Ed.), *Progresos en crecimiento económico* (1ª ed., pp. 23-64). Asociación Argentina de Economía Política, Consejo de Profesionales en Ciencias Económicas de Ciudad de Buenos Aires.
- Larson, R. y Kenny, S. (1995). An empirical analysis of international accounting standards, equity markets, and economic growth in developing countries. *Journal of International Financial/ Management and Accounting*, 6(2), 130-156.
- Lucas, R. Jr. (1975). An equilibrium model of the business cycle. *Journal of Political Economy*, 83(6), 1113-1144.
- Macías, H. y Quintero, D. (2015). Efectos de la aplicación de IFRS en países menos desarrollados: revisión de estudios empíricos. *Lúmina*, (16), 86-110.
- Maia, J., Pierri, D. y Trajtenberg, L. (2019). La relación entre inflación y crecimiento. Estimación del umbral de inflación para la Argentina. *Desarrollo Económico*, 58(226), 433-457.
- Méndez Picazo, M. (2005). Los sistemas contables y su relación con la economía. *Anuario Jurídico y Económico Escoliarensis*, (XXXVIII), 409-424.
- Moreno-Brid, J., Rivas, J. y Villareal, F. (2014). Inflación y crecimiento económico. *Investigación Económica*, LXXIII(290), 3-23.
- Muth, J. (1961). Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, 29(3), 315-335.
- North, D. (1994). Institutions Matter. *Economic History 9411004*, University Library of Munich, Germany.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), ABI/INFORM Global, 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>

Roa García, M. (2010). Racionalidad, uso de información y decisiones financieras. *Documentos de trabajo del CIDE (Centro de Investigación y Docencia Económicas)*, (478), 1-40.

Ryan, B., Scapens, R. y Theobald, M. (2002). *Metodología de la investigación en finanzas y contabilidad* (1ª ed., Vol. 52). Ed. Deusto.

Sargent, T. (1996). *Expectativas Racionales* (Fortune-Biblioteca de Economía). Ed. Folio.

Scully, G. (1988). The institutional framework and economic development. *Journal of Political Economy*, 96(3), 652-662.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.

Stiglitz, J. (2002). La información y el cambio en el paradigma de la ciencia económica. *Revista Asturiana de Economía – RAE*, (25), 95-164.

Stiglitz, J. (2010). Regulación y fallas. *Revista de Economía Institucional*, 12(23), 13-28.

Tascón Fernández, M., Amor Tapia, B. y Fanjul Suárez, J. (2005). Los modelos de valoración de Feltham-Ohlson: Diez años de interpretación y contraste empírico. *Contaduría Universidad de Antioquia*, (47), 125-160.

Tua Pereda, J. (2006). Ante la reforma de nuestro ordenamiento: Nuevas normas, nuevos conceptos. Un ensayo. *Revista de Contabilidad, Asociación Española de Profesores de Contabilidad*, 9(18), 145-175.

Urbano Pulido, D., Díaz Casero, J. y Hernández Mogollón, R. (2007). La teoría económica-institucional: el enfoque de North en el ámbito de la creación de empresas. En *Decisiones basadas en el conocimiento y en el papel social de la empresa. XX Congreso anual de AEDEM* (Vol. 2). Asociación Española de Dirección y Economía de la Empresa (AEDEM).

Villar Otálora, J. (2021). Una revisión sobre los métodos convencionales de la contabilidad del crecimiento: la tiranía de la identidad. *MPRA (Munich Personal RePEc Archive)*, (106683), 1-27.

Zehri, F. y Chouaibi, J. (2013). Adoption determinants of the International Accounting Standards IAS/IFRS by the developing countries. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 18(35), 56-62.

Zgaib, A., Manzano, O., Martín, J., Sánchez, M., Altamore, S., Huth, C. y Cardelli, L. (2014). Relevancia, imagen fiel y umbral cuantitativo de la NIC 29 y la RT 39. El caso de los balances no ajustados por inflación de entidades que cotizan en la bolsa de Buenos Aires. En *Publicación del 20º Congreso Nacional de Profesionales en Ciencias Económicas* (pp. 307-351). FACPCE.