

ADOPCIÓN DE IFRS Y ASIMETRÍA DE INFORMACIÓN: EL CASO CHILENO

ADOPTION OF IFRS AND INFORMATION ASYMMETRY: THE CHILEAN CASE

David Cademartori Rosso¹, Ricardo Campos Espinoza²,

Hanns de la Fuente Mella³ y Berta Silva Palavecinos⁴

RESUMEN

El objeto de este trabajo es medir los efectos de la adopción de IFRS en la transparencia de los mercados y la disminución de asimetrías de información. Como proxy de la asimetría de información trabajará con el spread (bid-ask) con datos intra-diarios de la Bolsa de Comercio de Santiago por el período que va del 2007 al 2012. El trabajo analiza la relación entre el spread y dos factores: la calidad de los gobiernos corporativos, medida a través de dos índices de revelación de información, y, la adopción de la normas internacionales de información financiera (IFRS). El estudio demuestra que la calidad de los gobiernos corporativos y la adopción de IFRS muestran una relación negativa respecto del spread. El aporte de este trabajo es analizar este fenómeno en un mercado con la características del chileno y usar datos intra-diarios para capturar el comportamiento del spread.

Palabras Clave: Asimetría de información, Modelamiento Econométrico, Valor Razonable, Spread bid-ask.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to measure the effects on transparency of the markets and decreasing information asymmetries, because the adoption of IFRS. As a proxy of information asymmetry will work with the spread (bid-ask) with intra-day data of the Santiago Stock Exchange from 2007 to 2012. The paper analyzes the relationship between the spread and two factors: the quality of corporate governance, as measured by two disclosure indices, and, adoption of international financial reporting standards (IFRS). The study shows that the quality of corporate governance and the adoption of IFRS show a negative relationship with respect to the spread. The contribution of this paper is to analyze this phenomenon in a market with the characteristics of the Chilean and use intra-day data to capture the behavior of the spread.

Keywords: Asymmetry of information, Econometric Modeling, Fair Value, Spread bid-ask.

Recepción: 10/08/2014. Aprobación: 21/9/2014.

1 Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Escuela de Comercio, Valparaíso, Chile. E-mail: dcademar@ucv.cl

2 Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Escuela de Comercio, Valparaíso, Chile. E-mail: ricardo.campos.e@ucv.cl

3 Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Escuela de Comercio, Valparaíso, Chile. E-mail: hanns.delafuente@ucv.cl

4 Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Escuela de Comercio, Valparaíso, Chile. E-mail: bsilva@ucv.cl

INTRODUCCIÓN

El propósito de este trabajo es identificar los efectos de la adopción de IFRS (por sus siglas en inglés de International Financial Reporting Standard) en la transparencia de los mercados y en la disminución de asimetrías de información. Como proxy de la asimetría de información se utiliza el spread (bid-ask) calculado con datos intradiarios de la Bolsa de Comercio de Santiago por el período 2007-2012. Se analiza la relación entre el spread y dos factores: la calidad de los gobiernos corporativos, medida a través de dos índices de revelación de información, y la adopción de las normas internacionales de información financiera (IFRS). En el estudio se concluye que la calidad de los gobiernos corporativos y la adopción de IFRS muestran una relación negativa respecto del spread.

El aporte de este trabajo es que se analiza el fenómeno de la asimetría de información en un mercado como el mercado accionario chileno; un mercado pequeño y que tiene compañías que presentan altos niveles de concentración de la propiedad. El promedio de la propiedad del primer accionista de las 40 acciones del Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) es un 41%; en cambio, en una muestra aleatoria de 100 empresas del índice S&P 500 este porcentaje es sólo el 9% (Rubin, 2007; Coloma, 2010; Rapaport y Sheng, 2010). Adicionalmente, en este trabajo se analizan los efectos que ha tenido la adopción de IFRS en el mercado chileno.

La eficiencia de los mercados es un elemento central de la Teoría Económica y su importancia se debe a que mientras más eficientes sean, mejor es la asignación de recursos. Diversos autores concluyen que en la medida que existe menor asimetría de información menor es el costo de los fondos propios, lo que a su vez incide en el crecimiento y rentabilidad de las empresas (Gompers, Ishi y Metrick, 2003; Khurana, Pereira y Martin, 2006; Fu, Kraft y Zhang, 2012; Ghoul, Guedhami, Ni, Pittman y Saadi, 2013).

En la literatura también hay evidencias entre los gobiernos corporativos y la asimetría de información. Cormier, Ledoux, Magnan y Aerts (2010), por ejemplo, relacionan la calidad de los gobiernos corporativos, entre otras variables, con el número de directores independientes y el leverage (endeudamiento relativo). Healy y Palepu (2001) desarrollan una importante revisión bibliográfica respecto de la relación entre las de-

cisiones de revelación tomadas por la administración y los efectos en el mercado de capitales; concluyen que la demanda por mayor revelación de información proviene como respuesta a los conflictos de agencia entre los administradores y los inversionistas externos. Kanagaretnam, Lobo y Whalen (2007) demuestran que mientras mejor es la calidad de los gobiernos corporativos menor es la asimetría de información. En su modelo relacionan el spread con variables como los directores independientes y otras características del directorio, usando como variable de control entre otras, el tamaño de la empresa.

Por otra parte, la calidad de los gobiernos corporativos ha sido medida por diferentes índices, sin que exista un único de consenso general. Verrecchia (2001) construye una taxonomía de los índices distinguiendo tres tipos: aquellos basados en la asociatividad, en la discrecionalidad y en la eficiencia. Para el cálculo de los índices hay diferentes alternativas, donde por citar un ejemplo, la medición podría ser realizada a requerimiento de la misma compañía que será evaluada (Standard & Poor's realiza la medición a requerimiento de un cliente suyo). Otra manera de calcular el índice de calidad de gobierno corporativo es calcular el indicador en base a la información pública disponible. Ambas maneras de cálculo reciben impugnaciones. En el primer caso se critica el sólo hecho de que el índice surja de un requerimiento éste ya tiene un sesgo; mientras que en el segundo, los problemas emergen desde el hecho que hay oportunidades que no se dispone de información relevante, ya que no se accede directamente a la empresa.

En este estudio, los autores han optado por la segunda de las alternativas descritas anteriormente, es decir, se ha optado por medir la calidad de los gobiernos corporativos en base a la información que revelan las empresas en forma pública. Con el propósito de robustecer el análisis se utiliza a) un índice propuesto por Haat, Mahenthiran, Rahman y Hamid (2006) y que está compuesto por 17 ítems que recogen aspectos de la calidad de la información revelada, y b) también se utiliza otro índice propuesto por Botosan (1997), construido sobre 138 ítems agrupados en 18 grupos, que abarca un espectro más amplio de características de la información que las empresas divulgan, como por ejemplo: información estratégica de la empresa, proyección de flujos de caja, información de segmentos y otras.

Otra medida de asimetría de información

es medirla en función del spread (bid-ask) (Copeland y Galai, 1983) bajo el razonamiento que en la medida que los participantes del mercado manejen similar información, el spread debería ser menor. Los *traders* amplían el bid-ask para cubrirse de pérdidas por posibles asimetrías de información (Glosten y Harris, 1998).

El spread bid-ask también es considerado como un costo de transacción para quien quiere lograr un rápido intercambio de acciones por dinero. Esta diferencia constituye la compensación a los *traders* por operar sin demora significativa (Chany Chung, 2012). Se puede aumentar la rapidez del intercambio con movimientos de precios más estrechos, ofreciendo un bid-ask más pequeño. En condiciones competitivas, el bid-ask medirá el costo de realizar operaciones sin demora (Demsetz, 1968). Así, los *dealers* ofrecen el intercambio inmediato, haciendo que coincidan órdenes de compra con órdenes de venta, manteniendo inventario que se utiliza para satisfacer las órdenes que no se equiparan (Benston y Hagerman, 1974). En diversos estudios se ha usado el spread del *dealer* para evaluar el aumento de la asimetría de la información antes de la revelación anticipada de un evento, como es el caso de la entrega de resultados o de dividendos por parte de la compañía (Venkatesh y Chiang, 1986). La forma de calcular el spread y su modelamiento (Bollen, Smith y Whaley, 2004; Amihud y Mendelson, 1989) no es trivial, en la literatura financiera se han utilizado diversas medidas del spread, así, el spread se puede calcular en forma absoluta o en forma relativa, en su escala original versus una escala modificada, con o sin efecto de precios pasados de la misma acción, basadas en sólo órdenes o solicitudes de compra o venta de acciones versus aquellas donde se incluye el precio de transferencia. Además, el spread puede ser medido sobre distintos períodos de tiempo (intradiario, diario, mensual, trimestral, etc.). Por citar algunos ejemplos respecto al orden temporal de medición, Kanagaretnam et al. (2007), estudian si las buenas prácticas de gobierno corporativo reducen la asimetría de información alrededor de los anuncios de resultados trimestrales, describiendo la variable spread como la diferencia entre el margen porcentual promedio para cada uno de los cuatro días en el periodo de anuncio y el promedio del período no-evento. Chen, Chung, Lee y Liao (2007), calculan el spread bid-ask usando la fórmula de McNish y Wood (1992), en la cual se considera la duración de la cotización de una acción en segundos y el número de segundos de negociación diaria.

Florou y Pope (2012) analizan los efectos de la adopción de las IFRS y concluyen que la mejor calidad de los estados financieros ha afectado la conducta de los inversionistas institucionales. Hassaan (2013) investiga las consecuencias de la adopción, en 2005, de IFRS en Egipto y concluye que los efectos en la adopción de IFRS dependen de la calidad de los gobiernos corporativos, lo que no ocurre en Egipto fundamentalmente por razones culturales. Soderstrom y Sun (2007) muestran que el impacto de la adopción de los IFRS depende del entorno económico y jurídico, no ocurre lo mismo en países con un sistema jurídico basado en el código francés que en aquellos que lo fundan en la ley común. Greenstein y Sami (1994) analizan los efectos de la norma de la Security Exchange Commission (SEC) que obliga a informar por segmentos sobre el spread, demostrando que esta norma afectó al spread disminuyéndolo.

Bakhshi, Bazrafshan, Rezaei y Fereidouni (2011) analizan los efectos de los gobiernos corporativos en el spread, en particular en referencia a la propiedad que tienen los administradores de la empresa y los directores independientes, concluyendo que el spread aumenta mientras mayor es la propiedad que tienen los administradores y menor cuando la propiedad es de otros inversionistas, especialmente los institucionales y los directores independientes.

El objetivo general del proyecto es identificar los efectos de la adopción de IFRS en la transparencia de información del mercado de capitales chileno, bajo el supuesto que producirá una disminución de la asimetría de información. Mientras que los objetivos específicos se definen como:

1. Elaborar indicadores para medir la calidad de los gobiernos corporativos, principalmente en términos de revelación de información.
2. Validar la relación que existe entre la calidad de los gobiernos corporativos medidas a través de los índices de revelación de información, y la asimetría de información medida por el spread (bid-ask).
3. Establecer los modelos que interpretan la relación que se produce entre la calidad de los gobiernos corporativos (índice de revelación) y la asimetría de información medida por el spread.

4. Establecer los modelos que interpretan la relación que se produce entre la adopción de las IFRS en Chile y la asimetría de información medida por el spread.

Por su parte, las hipótesis que se plantean en la investigación son:

Hipótesis 1a. Existe una relación entre la calidad de los gobiernos corporativos, medida por índices de revelación de información, y la asimetría de información medida por el spread (bid-ask).

Hipótesis 1b. La calidad de los gobiernos corporativos, medida por índices de revelación, afecta a la asimetría de información, medida por el spread (bid-ask), de tal manera que a mejor calidad de los gobiernos corporativos disminuye la asimetría de información.

Hipótesis 2. La aplicación de las IFRS mejora la calidad de los gobiernos corporativos medidas por índices de revelación, es decir ante la aplicación de las IFRS disminuye la asimetría de información medida por el spread (bid-ask).

METODOLOGÍA, MATERIAL Y MÉTODOS

El análisis empírico exploratorio se realiza sólo para una muestra de 6 empresas (ANDINAB, ANTARCHILE, COLBUN, CONCHATORO, COPEC, ENDESA), las que han tenido presencia continua en el IPSA durante el período 2007-2012. Este análisis, posterior a este estudio, se extenderá a todas las empresas que han tenido presencia en el IPSA durante el período de estudio. Una vez definido los factores determinantes de la asimetría de información para las empresas de la muestra, se utilizan los resultados experienciales de esta investigación para generalizar el modelo.

La variable endógena del modelo es la asimetría de información de las empresas de la muestra, medida a través del spread (bid-ask) correspondiente a la serie de precio de compra y venta de las acciones de las empresas de la muestra, que para este caso particular se mide

como el promedio anual de sus diferencias en logaritmo natural (Spread_Promedio). Por otro lado, las variables exógenas del modelo son las siguientes: la cantidad ofertada de venta de cada uno de los títulos ofrecidos (Cantidad_Ven); una variable cualitativa dicotómica (IFRS), que toma el valor 1 cuando las empresas de la muestra adoptan las IFRS y 0 en caso contrario; el índice de calidad de los gobiernos corporativos de cada una de las empresas de la muestra, medido a través de dos indicadores, Botosan y DIS. Para DIS se utiliza su valor medio (Media_DIS) y la Curtosis del DIS (CurtosisDIS); y tres variables de control: el apalancamiento de la deuda de las empresas de la muestra (Leverage), el logaritmo natural de los activos de las empresas de la muestra (LN_Activos), y, la participación de los inversionistas institucionales en la propiedad de las empresas de la muestra que les da derecho a tener un director independiente⁵ (Prop_Inv_Inst_AFP). Sobre la importancia de utilizar esta última variable, se puede destacar que la OCDE (2011, pág. 3) señala que el rol de los inversionistas institucionales es más crítico en América Latina que en otras partes del mundo, para “apoyar el desarrollo de mercados que funcionen bien y que sean sustentados por prácticas competentes de gobierno corporativo”. Esta importancia deriva de la característica de alta concentración de la propiedad que prevalece en los mercados latinoamericanos y la existencia del riesgo de perjuicio para los accionistas minoritarios.

Para esta aplicación empírica se trabaja con un modelo de corte transversal, donde la combinación de empresas/periodos es para cada una de las secciones transversales del modelo. Los datos para los análisis desarrollados se obtienen de la Bolsa de Comercio de Santiago y de la Superintendencia de Valores y Seguros, y se encuentran disponibles para el período enero 2007 / diciembre 2012.

En la Tabla I, es posible apreciar un análisis exploratorio de las variables presentadas en el análisis empírico. De la Tabla I se puede apreciar las magnitudes de las variables es bastante heterogénea. La mayoría de las variables no presentan valores extremos. La excepción está en la variable Cantidad_Ven donde se observa una gran distancia entre los estadísticos de tendencia central (media y mediana).

⁵ Donde se hace evidente la importancia que tienen los directores independientes es el “Caso Enersis”, donde el director independiente, y representante de las AFP, solicitó el pronunciamiento de la Superintendencia de Valores relativo al aumento de capital que proponían los accionistas mayoritarios de Enersis S.A. y, además, obligó a la compañía a revelar la información del plan de inversiones que ella tenía (Economía y Negocios, 2012).

Tabla I. Análisis descriptivo variables modelo.

	Spread_Promedio	Cantidad_Ven	Media_DIS	Curtosis_DIS	Leverage	Botosan	LN_Activo	Prop_Inv_Inst_AFP
Media	0.008366	23494.85	0.614052	-0.972936	0.803476	39.12500	21.49791	6.344028
Mediana	0.007256	7430.329	0.600000	-1.012465	0.764571	41.00000	21.27541	5.890000
Máximo	0.022040	150401.2	0.741176	-0.104082	1.259730	49.00000	23.10814	18.12000
Mínimo	0.001525	1142.669	0.494118	-1.833589	0.509735	25.50000	19.79162	0.000000
Desv. Std.	0.005876	38398.23	0.076957	0.364774	0.209236	7.025845	1.120324	4.724105
Simetría	0.957520	2.025717	0.126414	0.335409	0.488676	-0.372499	0.140418	0.843781
Curtosis	2.830368	5.974151	2.072334	3.162178	2.276603	1.813683	1.550758	3.305457

Fuente: Elaboración propia.

El modelo general en su forma funcional queda especificado por la siguiente ecuación:

$$\text{Spread_Promedio}_i = \beta_0 + \beta_1 * \text{Cantidad_Ven}_i + \beta_2 * \text{IFRS}_i + \beta_3 * \text{Media_Dis}_i + \beta_4 * \text{Curtosis_DIS}_i + \beta_5 * \text{Leverage}_i + \beta_6 * \text{Ln_Activos}_i + \beta_7 * \text{Prop_Inv_Inst_AFP}_i + \beta_8 * \text{Botosan}_i + \mu_i$$

(ecuación 1)

Donde,

Spread_Promedio_i = Diferencia del logaritmo de la serie de precio de compra y venta de las acciones de las empresas de la muestra.

Cantidad_Ven_i = Cantidad ofertada de venta de las acciones de las empresas de la muestra.

IFRS_i = Variable dicotómica (1: empresas de la muestra adoptan IFRS; 0: en otro caso).

Botosan_i = Índice de revelación de información de las empresas de la muestra.

Media_DIS_i = Índice de revelación de información de las empresas de la muestra (calculado a través de su valor medio).

CurtosisDIS_i = Índice de revelación de información de las empresas de la muestra (calculado a través de la curtosis).

Leverage_i = Apalancamiento de la deuda de las empresas de la muestra.

LN_Activos_i = Logaritmo natural de los activos de las empresas de la muestra.

$\text{Prop_Inv_Inst_AFP}_i$ = Participación de los inversionistas institucionales en la propiedad de las empresas de la muestra, particularmente de las Administradoras de fondos de pensiones (AFP).

μ_i = error aleatorio.

RESULTADOS

Los resultados presentados en la Tabla II nos permiten apreciar los niveles de significatividad individual como conjunta para las variables del modelo del 99%, con excepción de las variables, Media_DIS y Curtosis_DIS , las que son significativas al 90% y 80%, respectivamente. La variabilidad de la variable endógena es explicada en un 73% por la variabilidad de las variables exógenas, además, el modelo presenta adecuados criterios de información (Akaike, Schwarz, Hannan-Quinn). En cuanto a las hipótesis asociadas a los residuos del modelo, éstas no presentan problemas de autocorrelación de los residuos⁶, tampoco presentan problemas de normalidad de los residuos⁷, como tampoco de heteroscedasticidad⁸ de los mismos.

6 Test de Autocorrelación: Durbin-Watson Test = 2.071, dl = 1.175, du = 1.799, $\alpha = 0.05$

7 Test de Normalidad: Jarque-Bera Test = 0.7609, p-value = 0.6836

8 Test de Heteroscedasticidad: White Test = F-statistic: 0.3457; Pvalue = 0.9019

Tabla II. Resultados estimación modelo variable endógena Spread_Promedio.

Variable	Coefficiente	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Cantidad_Ven	-9.62E-08	2.84E-08	-3.388475	0.0021
IFRS	-0.003591	0.001548	-2.319533	0.0279
Media_DIS	-0.027128	0.016299	-1.664367	0.1072
Curtosis_DIS	-0.003476	0.002755	-1.261388	0.2176
Leverage	-0.007880	0.003246	-2.427808	0.0219
LN_Activos	-0.003874	0.000835	-4.639713	0.0001
Prop_Inv_Inst_AFP	-0.000866	0.000198	-4.375340	0.0002
C	0.121197	0.023621	5.130814	0.0000

Fuente: Elaboración propia.

Al observar los resultados de la Tabla II, es posible apreciar que, el signo de la cantidad ofertada de venta de las acciones de las empresas de la muestra es coherente con lo señalado por la teoría económica (Demsetz, 1968), así podemos señalar que por cada unidad en la que se incrementa la cantidad ofrecida de venta, el valor del spread (bid-ask) de las empresas de la muestra disminuye en 9.62E-06 %.

En relación a la medición de la calidad de los gobiernos corporativos de cada una de las empresas de la muestra, medida a través de los indicadores, Media del DIS (Media_DIS) y la Curtosis del DIS (Curtosis_DIS), y su efecto sobre la asimetría de información, los signos son los esperados, es decir, a mayor medida de calidad de los gobiernos corporativos de las empresas de la muestra, menor es la asimetría de información de las mismas.

Respecto a la variable cualitativa que mide la adopción de IFRS por parte de cada una de las empresas de la muestra, cuando las empresas han adoptado la regulación presentan menor asimetrías de información que cuando no lo han hecho, lo anterior debido a que a mayor revelación de información (expresando así los activos, pasivos, y el patrimonio sobre la base de valores económicos y no históricos), generará menor asimetría de información para los inversionistas o sea el spread (bid-ask) es menor.

Ahora bien, y en cuanto a las variables de control, para la variable logaritmo natural del activo como medida del tamaño de la empresa, las empresas de mayor tamaño disponen de mayores recursos para desarrollar estructuras más fuertes de gobierno corporativo, y por lo tanto revelan mayor información, lo que disminuiría la asimetría de información y por lo tanto el

spread (bid-ask) sería menor.

Por su parte, el efecto negativo de la variable de control, propiedad del inversionista institucional AFP sobre el spread, se explica dado que la mayor participación de los inversionistas institucionales, en la propiedad de las empresas, quienes juegan un rol fiduciario cautelando la calidad del gobierno corporativo y el buen uso de los recursos aportados, generará mayor confianza a los inversionistas, por lo tanto, se producirá una menor distancia entre el precio de compra y precio de venta del valor accionario (spread bid-ask).

La última variable de control analizada en la investigación, leverage, presenta un efecto negativo sobre el spread (bid-ask). Este efecto se justifica debido a que en las empresas con mayor apalancamiento existe mayor presión a que se alcance mayor rendimiento (Lama, 2012). Por ello es que existen mayores requerimientos para que la entidad revele la gestión al público; disminuyendo así la asimetría de información, y por lo tanto, se espera disminuya el spread (bid-ask).

Cabe resaltar que para que el modelo final tuviese el mayor nivel de ajuste, se ha omitido la inclusión de la variable Botosan, ya que ésta no es estadísticamente significativa. Parte de este indicador incluye datos cuyo valor han resultado ser nulos, debido a que las empresas chilenas tienden a revelar lo mínimo posible y sólo lo exigido por la regulación. Los siguientes son algunos ejemplos de los aspectos que presentaron estos valores iguales a cero:

- aspectos cuantitativos y cualitativos de la competencia: barreras de entrada y relación de la competencia con el resultado del negocio),
- datos del resumen anual; referidos a rendi-

- miento sobre los activos, a retorno del patrimonio por períodos de más de cinco años,
- c. estadísticas corporativas: número de órdenes satisfechas con retardo, porcentaje de ventas de productos diseñados en los últimos cinco años, monto de nuevas órdenes de pedido, tasa de productos defectuosos, tiempo de espera de la producción, edad promedio de los principales empleados, precio de los materiales consumidos,
 - d. información proyectada y comparada: resultado y ventas,
 - e. proyecciones de las cuotas de mercado,
 - f. proyección de flujos de caja,
 - g. proyección de inversiones en activo fijo, en investigación y desarrollo,
 - h. proyección del resultado y de las ventas,
 - i. información referida a múltiples segmentos.

CONCLUSIONES

En la presente investigación se ha establecido la relación que existe entre la calidad de la información revelada y la adopción de IFRS en la transparencia de información del mercado de capitales chileno, mostrando una disminución de la asimetría de información.

Respecto a las hipótesis planteadas, los resultados muestran que existe una relación entre la calidad de los gobiernos corporativos medida por índices de revelación de información, y las asimetrías de información medida por el spread (bid-ask), validando así la hipótesis 1a planteada. Por otra parte, la calidad de los gobiernos corporativos medida por índices de revelación disminuye las asimetrías de información medida por el spread (bid-ask), validando la hipótesis 1b planteada. Finalmente, la aplicación de las IFRS mejora la calidad de los gobiernos corporativos medida por índices de revelación, es decir, ante la aplicación de las IFRS disminuyen las asimetrías de información medidas por el spread (bid-ask), validando la hipótesis 2 de la investigación.

Respecto a la medición de la calidad de los gobiernos corporativos, a través de la variable Botosan, el estudio exploratorio muestra que esta variable no es estadísticamente significativa, lo que puede deberse a que las empresas chilenas tienden a revelar sólo lo exigido por la normativa, con lo cual muchos ítems capturados por este índice asumen valor cero (sin respuesta). Sin embargo, cuando se extiende la muestra a todas las empresas del IPSA durante el perio-

do en estudio, la variable seguirá siendo incorporada, además, podrá ser más relevante en la medida que se sigan fortaleciendo las normas de revelación de información y otras materias de gobiernos corporativos.

Finalmente, se espera en futuros trabajos ampliar la muestra para permitir una generalización más robusta de los resultados. También se pretende profundizar en el análisis de la explicación de las variables del modelo propuesto en este trabajo.

BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS

Amihud, Y. & Mendelson, H. (1989). The Effects of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk, and Size on Stock Returns. *The Journal of Finance*, 44(2), 479-486.

Copeland, T. E. & Galai, D. (1983). Information Effects on the Bid-Ask Spread. *The Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469.

Bakhshi, M.; Bazrafshan, E.; Rezaei, M. & Fereidouni, H. G. (2011). The Impact of Corporate Governance on the Bid-Ask Spread: Evidence from an Emerging Market. *International Conference on Sociality and Economics Development, Singapore, IACS*.

Benston, G. & Hagerman, R. (1974). Determinants of Bid-Ask spreads in the over-the-counter market. *Journal of Financial Economics*, 1, 353-364.

Bollen, N. P. B., Smith T, & Whaley, R. (2004). Modeling the Bid-Ask Spread: measuring the inventory-holding premium. *Journal of Financial Economics*, 72(1), 97-141.

Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and The Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.

Chan, K. & Chung, P. (2012). Asymmetric Price Distribution and Bid-Ask Quotes in the Stock Options Market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41, 87-102.

Chen, W. P., Chung, H., Lee, C. & Liao, W. L. (2007). Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings. *Corporate Governance: An International Review*, Blackwell Synergy.

- Coloma, F. (2010). Desafíos de la Regulación de Gobiernos Corporativos en Chile. Superintendente de Valores y Seguros. Presentación Jornada de Gobierno Corporativo.
- Cormier, D., Ledoux, M. J., Magnan, M. & Aerts, W. (2010). Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. *Corporate Governance*, 10(5), 574-589.
- Demsetz, H. (1968). The Cost of Transacting. *The Quarterly Journal of Economics*, 82(1), 33-53.
- Economía y Negocios (2012). Director independiente de Enersis solicita a la SVS que precise tiempos para pronunciarse (octubre 24), disponible en <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=101888>
- Florou, A. & Pope, P. (2012). Mandatory IFRS Adoption and Institutional Investment Decisions. *The Accounting Review*, 87(6), 1993-2025.
- Fu, R., Kraft, A. & Zhang, H. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2), 132-149.
- Ghoul, S. E., Guedhami, O., Ni, Y., Pittman, J. & Saadi, S. (2013). Does Information Asymmetry Matter to Equity Pricing? Evidence from Firms' Geographic Location. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 140-181.
- Glosten, L. R. & Harris, L. E. (1988). Estimating the Components of the Bid / Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 123-142.
- Gompers, P., Ishi, J. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Greenstein, M.M. & Sami, H. (1994). The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads. *The Accounting Review*, 69(1), 179-199.
- Haat, H. M., Mahenthiran S., Rahman A. R. & Hamid A. N. (2006). Agency Costs as a Factor in the Suspension of Companies from the Kuala Lumpur Stock Exchange. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 2(1), 99-121.
- Hassan, M. (2013). The introduction of corporate governance codes in a transitional economy and its impact on compliance with mandatory disclosures: The case of Egypt. *International Journal of Research in Business and Social Science*, 2(1), 2147-4478.
- Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. & Whalen, D. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497-522.
- Khurana, I. K., Pereira, R. & Martin, X. (2006). Firms Growth and Disclosure: An Empirical Analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2), 357-380.
- Lama, Tek B. (2012). Empirical Evidence on the Link Between Compliance with Governance of Best Practice and Firms' Operating Results. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 6(5), 63-80.
- McNish, T. & Wood, R. (1992). An Analysis of Intraday Patterns in Bid / Ask Spreads for NYSE Stocks. *The Journal of Finance*, 47(2), 753-764.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). (2011). Fortaleciendo el Gobierno Corporativo Latinoamericano. El papel de los inversionistas institucionales. 1-80.
- Rapaport, M. & Sheng, H. H. (2010). Ownership structure and firm value in Brazil. *Revista Latinoamericana de Administración*, 45, 76-95.
- Rubin, A. (2007). Ownership Level, Ownership Concentration and Liquidity. *Journal of Financial Markets*, 10(3), 219-248.
- Soderstrom, N.S. & Sun, K. J. (2007). IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review. *European Accounting Review*, 16(4), 675-702.
- Venkatesh, P. C. & Chiang, R. (1986). Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements. *The Journal of Finance*, 41(5), 1089-1102.
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.