



VNIVERSITAT ID VALÈNCIA

 **Facultat d' Economia**

DEPARTAMENT DE COMPTABILITAT

DOCTORADO EN CONTABILIDAD Y FINANZAS CORPORATIVAS

(R.D. 99/2011)

TESIS DOCTORAL

**CALIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE EN LATINOAMÉRICA:
EFECTO EN EL MERCADO DE CAPITALES Y EN LA FINANCIACIÓN
BANCARIA**

DOCTORANDO:

JUAN DAVID GUTIERREZ RUIZ

DIRECTORA:

Dra. BEGOÑA GINER INCHAUSTI

DEDICATORIA

Al eterno Dios, dueño de toda inteligencia y sabiduría.

A mis padres y esposa por su incondicional apoyo.

AGRADECIMIENTOS

Quiero expresar mi agradecimiento a todas aquellas personas que han hecho parte desde los inicios de mi formación doctoral hasta su final. En primer lugar, a la Dra. Begoña Giner Inchausti, directora de tesis y tutora quien fue una guía y referente en todo este proceso. Ha sido todo un placer trabajar a su lado.

A mi familia, especialmente a mis padres, Rafael y Carmen Patricia, por su apoyo incondicional y sabios consejos en todo momento. A mis hermanas Karol y Ester por estar animándome a lo largo de estos años a avanzar en mis estudios. A mi esposa, Ela Margarita, muchas gracias por tu perseverancia y por animarme a trabajar en la tesis aun cuando mis fuerzas flaqueaban.

A los que están y a los que nos dejaron huellas. A mis abuelos Numa y Ramona, mis tíos Javier y Angélica quienes me recibieron muchas veces en su casa cuando iba de visita a Torrevieja y me ayudaron a ubicar en mis primeros días en Valencia. A mi tío Jaime, quien nos dejó por culpa de esta inoportuna pandemia.

A mis compañeros de doctorado Javier, Diego, Fayber, César, Agustín, Robinson y demás personas con las que compartí experiencias durante estos años.

Agradecer a los profesores del Departament de Comptabilitat de la Universidad de Valencia por los comentarios y la formación recibida en las diferentes líneas de investigación en contabilidad. En especial, agradezco a Cristina de Fuentes, Vicente Ripoll, Miguel Arce, Ana Zorio, Maria Garcia, Jose Lopez, Vicente Montesinos y Juan Luis Gandía.

Agradezco también a los organizadores y participantes de XX Encuentro de ASEPUC y del Doctoral Colloquium in Accounting (junio, 2022), y de la XXII International Finance Conference (octubre, 2022).

Finalmente, agradezco a la Gobernación de Bolívar y a la fundación CEIBA por el apoyo económico recibido que permitió financiar el desarrollo de mis estudios doctorales.

ÍNDICE

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO II. REVISIÓN DE LITERATURA.....	8
2.1 Investigación Contable Basada en el Mercado	8
2.1.1 El Contenido Informativo / Utilidad de los Datos Contables	12
2.1.2 La Oportunidad de los Datos Contables	17
2.1.3 La Eficiencia del Mercado con Respecto a los Datos Contables	20
2.1.4 Los Datos Contables y el Entorno de la Información	22
2.1.5 Las Propiedades de las Cifras de Resultados Anuales y Trimestrales, y las Previsiones de Resultados	23
2.2 Información Contable y Riesgo Financiero	27
2.3 Investigación Contable Basada en el Mercado: Caso Latinoamérica	31
CAPÍTULO III. CALIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE.....	54
3.1 Distintas Interpretaciones de Calidad de la Información Contable	54
3.2 Motivaciones para la Manipulación de la Información Contable.....	61
3.2.1 Motivaciones del Mercado de Capitales	64
3.2.2 Motivaciones Contractuales	66
3.2.3 Motivaciones Regulatorias	70
3.3 Medidas de Calidad de la Información Contable	72
3.3.1 Persistencia del Resultado	73
3.3.2 Alisamiento del Resultado	76
3.3.3 Magnitud de los Devengos y Modelos de Devengos Anormales	80
CAPÍTULO IV. RIESGO FINANCIERO.....	86
4.1 Distintas Interpretaciones del Concepto de Riesgo	86

4.2 Riesgo Idiosincrático.....	93
4.2.1 Medidas de Riesgo Idiosincrático	97
4.3 Riesgo de Pérdidas.....	97
4.3.1 Medidas de Riesgo de Pérdidas	99
CAPÍTULO V. ANÁLISIS EMPÍRICOS	102
5.1 Desarrollo de las hipótesis, modelos y variables de control.....	102
5.1.1 Desarrollo de las hipótesis y modelos.	103
5.1.2 Variables de Control.....	104
5.2 Muestra.....	107
5.3 Análisis empírico 1: Calidad de la información contable y riesgo idiosincrático.	108
5.3.1 Estadísticos descriptivos y correlaciones	108
5.3.2 Resultados del análisis multivariante.....	111
5.3.2.1. Calidad de la información contable, riesgo idiosincrático y NIIF	116
5.3.3 Conclusiones	121
5.4 Análisis empírico 2: Calidad de la información contable y riesgo de pérdidas....	122
5.4.1 Estadísticos descriptivos y correlaciones	122
5.4.2 Resultados del análisis multivariante.....	124
5.4.2.1 Calidad de la información contable, medidas de riesgo de pérdidas y NIIF	128
5.4.3 Conclusiones	131
CAPÍTULO VI. LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE Y LA FINANCIACIÓN BANCARIA.....	133
6.1 Revisión de la Literatura.....	134
6.2 Desarrollo de las hipótesis.....	138
6.3 Datos y Metodología.....	138

6.3 Resultados	145
6.4 Conclusiones	149
CAPÍTULO VII. CONCLUSIONES DE LA TESIS	151
REFERENCIAS	155

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Investigación contable basada en el mercado y sus líneas de investigación a partir de Ball y Brown (1968).....	25
Tabla 2. Investigación contable basada en el mercado en Latinoamérica.....	48
Tabla 3. Motivaciones para la manipulación de la información contable.....	71
Tabla 4. Medidas de calidad de la información contable.	84
Tabla 5. Distintas interpretaciones del concepto de riesgo	92
Tabla 6. Resumen de las medidas de riesgo idiosincrático y de pérdidas usadas en la tesis	100
Tabla 7. Resumen de las variables de control.....	106
Tabla 8. Muestra de análisis.....	108
Tabla 9. Estadísticos descriptivos de las variables	110
Tabla 10. Correlaciones.....	111
Tabla 11. Relación entre la persistencia del resultado y las medidas de riesgo idiosincrático.....	112
Tabla 12. Relación entre el alisamiento del resultado y las medidas de riesgo idiosincrático.....	114
Tabla 13. Relación entre los ajustes por devengos anormales al cuadrado y las medidas de riesgo idiosincrático	115
Tabla 14. Relación entre los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002) y las medidas de riesgo idiosincrático	116

Tabla 15. Relación entre la persistencia del resultado, las medidas de riesgo idiosincrático y las NIIF	118
Tabla 16. Relación entre los ajustes por devengos anormales al cuadrado, las medidas de riesgo idiosincrático y las NIIF	119
Tabla 17. Relación entre los residuos del modelo Dechow y Dichev (2002), las medidas de riesgo idiosincrático y las NIIF	120
Tabla 18. Estadísticos descriptivos de las variables	123
Tabla 19. Correlaciones.....	124
Tabla 20. Relación entre la persistencia del resultado y las medidas de riesgo de pérdidas	126
Tabla 21. Relación entre los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002) y las medidas de riesgo de pérdidas	127
Tabla 22. Relación entre la persistencia del resultado, las medidas de riesgo de pérdidas y las NIIF	129
Tabla 23. Relación entre los residuos del modelo Dechow y Dichev (2002), las medidas de riesgo de pérdidas y las NIIF	131
Tabla 24. Estimación del modelo de devengos discrecionales	140
Tabla 25. Estadísticos descriptivos de la muestra.....	143
Tabla 26. Matriz de correlaciones.....	144
Tabla 27. Endeudamiento por sectores (2006-2014)	144
Tabla 28. Calidad de la información contable por sectores.....	145
Tabla 29. Estimación por efectos aleatorios de la calidad de la información contable y su efecto en el endeudamiento.....	147
Tabla 30. Estimación por efectos aleatorios de la relación entre las tasas de interés y la calidad de la información contable.....	148
Tabla 31. Estimación por efectos aleatorios de la relación entre las tasas de interés y la calidad de la información contable para firmas auditadas.....	149

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

Los efectos de la información contable en el mercado de capitales han sido objeto de gran atención desde el estudio seminal de Ball y Brown (1968). En dicho trabajo se evidencia la asociación entre las cifras contables y los cambios en los precios de las acciones, dando lugar a un nuevo paradigma en la investigación contable (Nichols & Wahlen, 2004). Este nuevo paradigma, conocido en la literatura como investigación contable basada en el mercado o Market Based Accounting Research –MBAR, por sus siglas en inglés– destaca el papel de la información contable para la toma de decisiones. En efecto, entendiendo la información como un mecanismo para reducir el problema de selección adversa (Barry & Brown, 1984), que deriva de la existencia de asimetrías informativas (Diamond & Verrechia, 1991), la provisión de información financiera debe mejorar la toma de decisiones de inversión y de financiación. La investigación empírica ha evidenciado que, entre otros aspectos, este tipo de información está relacionado no solo con la obtención de rentabilidad bursátil (Ball & Brown, 1968), sino con el coste de la financiación tanto ajena (Sengupta, 1998) como propia (Lambert et al., 2007).

Esta literatura ha puesto también de manifiesto cómo a través de la información contable se reducen los costes de agencia (Jensen & Meckling, 1976), pero el uso de la información como mecanismo de incentivación conlleva también usos oportunistas. En efecto, la evidencia empírica ha mostrado que no toda la información contable es de calidad, y en último extremo, la historia reciente está plagada de casos de fraudes de grandes consecuencias económicas como son Enron, Tyco, Xerox y Worldcom en Estados Unidos, o Parmalat en Italia. En cada uno de los casos mencionados, la información contable falla en proporcionar una visión adecuada de la realidad económica y financiera de las empresas. A raíz de ello, se han dado pasos para evitar abusos y proteger a los inversores, como por ejemplo la Ley Sarbanes-Oxley, introducida en 2002 en Estados Unidos. Por otra parte, también los reguladores del mercado han introducido normas contables para fomentar la calidad y la comparabilidad de la información: en particular,

nos referimos a las Normas Internacionales de Información Financiera –NIIF–, elaboradas por el *International Accounting Standards Board* –IASB–, que desde 2005 han ido adoptándose de forma gradual en distintos países. Como consecuencia de la adopción de las NIIF, ha habido una corriente de investigación muy potente que ha analizado la calidad de la información pre y post NIIF.

La presente tesis doctoral examina principalmente tres objetivos. El primer objetivo es revisar el estado de la investigación contable basada en el mercado –MBAR– en Latinoamérica. Tradicionalmente, la investigación contable en América Latina ha sido débil, lo cual se debe al poco tiempo que los académicos le dedican, a la escasez de grupos en la materia, lo que conlleva un reducido número de artículos publicados (Casal, 2006). Así, es de interés evaluar el desarrollo del MBAR en Latinoamérica en los últimos años y revisar las líneas de investigación con mayor número de trabajos publicados en revistas latinoamericanas, la cual es una región donde los mercados de capitales se encuentran en desarrollo. En este sentido, se encuentra que, si bien la investigación contable continúa siendo poca en los países latinoamericanos, comparada con los países desarrollados, en los últimos años se han hecho algunos avances, aumentando el número de publicaciones, destacándose la línea de calidad, transparencia y utilidad de la información contable. Sin embargo, se encuentra que se escribe poco sobre la eficiencia del mercado ante los resultados contables.

El segundo objetivo de la tesis es analizar el rol de la calidad de la información contable en el riesgo financiero. En particular, se estudia el efecto de la calidad de la información contable en el riesgo idiosincrático y el riesgo financiero asociado a pérdidas (*down-side risk*). Algunos trabajos han evidenciado que las empresas que cotizan en bolsa tienen incentivos para manipular la información contable al objeto de cumplir o superar las previsiones de los analistas, y de esta forma obtener mejores resultados en el corto plazo (Burgstahler & Dichev, 1997; Graham et al., 2005; Keung et al., 2010). Por tanto, la calidad de la información contable es una fuente de riesgo inherente a la empresa. En efecto, si se manipulan las cifras contables y se muestra información sesgada, este

comportamiento puede ser intrínseco de la empresa y no necesariamente reflejar el comportamiento del resto de empresas del sector o de la economía. Por ello, entendemos que se debe tener en cuenta para propósitos de valoración y de fijación de tasas de rentabilidad mínimas. Es de nuestro interés, por tanto, evaluar si el uso de dichas prácticas contables se ven reflejadas en las mediciones de riesgo de las acciones de las empresas.

El tercer objetivo es indagar acerca de la relación entre la calidad de la información contable y la financiación bancaria de empresas no cotizadas en una economía abierta y pequeña. El rol de la información contable y la contratación de deuda es una de las preguntas de investigación fundamentales en contabilidad (Watts & Zimmerman, 1986). Mejorar la utilidad de la información proporcionada por los estados financieros es fundamental para aumentar la eficiencia en el proceso de contratación de deuda, en particular, el del estudio de la capacidad de pago del prestamista (Holthausen & Watts, 2001; Kothari et al., 2010). Diversos autores han mostrado la utilidad de la información contable para el mercado de créditos en la relación entre prestamista y los prestatarios. Por ejemplo, Callahan et al. (2014) encuentran que, a menor calidad contable, mayor costo de la deuda, pero que la inclusión de cláusulas contractuales (*debt covenants*) reduce el efecto adverso que tiene la baja calidad contable en el costo de la deuda.

Varios aspectos motivaron la realización de esta tesis doctoral. En primer lugar, la importancia de la calidad de la información contable para la eficiencia de los mercados en un contexto de economías emergentes y de mercados en desarrollo. Por ello, la presente tesis doctoral se ha realizado con datos de países latinoamericanos. En general, y en especial para los inversores, la adecuada toma de decisiones depende del grado con que los estados financieros reflejan la situación económica subyacente de la firma, y mayor calidad y transparencia de la información contable puede contribuir al desarrollo de los mercados al aumentar la confianza de los inversores. Ciertamente, la calidad no es un fin en sí mismo, sino un mecanismo para mejorar la toma de decisiones, y algunos estudios referidos al mercado estadounidense han evidenciado que la calidad de la

información contable afecta al riesgo intrínseco de las empresas, también conocido como riesgo no sistemático (Rajgopal & Venkatachalam, 2011; Gill-de-Albornoz & Markarian, 2014). Dado que este tipo de investigación se ha limitado al mercado estadounidense, en este trabajo se plantea analizar si la calidad de la información contable influye en el riesgo financiero en un entorno geográfico y económico distinto.

En segundo lugar, el cambio normativo contable de las normas locales hacia las NIIF. Diversos trabajos han estudiado si las NIIF mejoran la calidad contable y la relevancia valorativa. Poco se ha estudiado de su efecto en otras variables de mercado. Es de nuestro interés contribuir al desarrollo de esta literatura.

En tercer lugar, muchos estudios se han realizado usando muestras de economías desarrolladas. Resulta interesante estudiar economías pequeñas y abiertas para evaluar el rol de la calidad contable en el riesgo financiero y la financiación bancaria.

Los objetivos planteados en la presente tesis se estructuran en tres estudios empíricos. Para los dos primeros estudios empíricos, referidos al riesgo financiero, se utilizan las cuentas anuales y la cotización semanal de las acciones de una muestra de empresas pertenecientes al mercado integrado latinoamericano –MILA– conformado por México, Perú, Colombia y Chile. Adicionalmente, se incluyen las empresas pertenecientes a los índices bursátiles más representativos de Brasil y Argentina por su importancia económica en la región. Los datos han sido recogidos a partir de la base de datos Thomson Reuters Eikon desde 2003 a 2017.

Para el tercer estudio referido al papel de la información contable en la financiación bancaria, se utilizan las cuentas anuales de empresas no cotizadas registradas en el departamento de Bolívar, Colombia, durante el período 2003-2015. Los datos han sido recogidos de la Superintendencia de Sociedades, institución que ejerce la inspección, vigilancia y control de las sociedades mercantiles en Colombia.

La calidad de la información contable y su medición ha sido objeto de interés en la investigación contable. La calidad contable se asocia al grado de consistencia que los

estados financieros presentan sobre la situación económica propia de una empresa (Chen et al., 2010). El marco conceptual del IASB (2008) enumera una serie de características cualitativas que debe tener la información de alta calidad, que incluye la relevancia, la representación fiel, la comparabilidad, la verificabilidad, la oportunidad y la comprensibilidad. Para medir la calidad de la información contable, se usan diversos subrogados tales como la persistencia del resultado, el alisamiento del resultado, la magnitud de los devengos y los modelos de devengos anormales (Dechow et al., 2010).

Así, en el primer estudio, se analiza el rol de la calidad de la información contable en el riesgo idiosincrático. La relación entre el riesgo de mercado y la rentabilidad de una acción es bien conocida y está documentada en la literatura financiera. El modelo CAPM (Sharpe, 1964) relaciona estas dos medidas suponiendo que los inversores solo están preocupados por los dos primeros momentos de una distribución: la media (rentabilidad) y la varianza (medida del riesgo), y que el mercado solo recompensa el riesgo sistemático o no diversificable. Sin embargo, la evidencia empírica ha cuestionado la validez del modelo. Algunos autores evidencian que el riesgo idiosincrático ha aumentado a lo largo de los años (Campbell et al., 2001; Xu & Malkiel, 2003; Bennett & Sias, 2004), y que este tiene importancia para los inversores (Rajgopal & Venkatachalam, 2011; Gill-de-Albornoz & Markarian, 2014). Si bien existen diversos métodos para la medición del riesgo idiosincrático, entre los más utilizados se encuentran la desviación estándar y la desviación estándar ajustada de los retornos.

En el segundo estudio, se analiza el rol de la calidad de la información contable en el riesgo de pérdidas. El riesgo de pérdidas, entendido desde un enfoque de decisiones de inversión, hace referencia al uso de medidas enfocadas en la medición de la dispersión de los retornos efectivos por debajo de un objetivo de inversión o punto de referencia. En la literatura se ha establecido una característica común a los inversores derivada de la teoría de la utilidad esperada: la aversión al riesgo. Una persona aversa al riesgo es aquella que no está dispuesta a correr riesgos o que quiere evitarlos tanto como sea posible. Si bien todos los tipos de inversiones conllevan riesgos inherentes, uno de los

riesgos que más preocupa a los inversores es el riesgo permanente de pérdidas (Olsen, 1997). Konchitchki et al. (2015) asocian el riesgo de pérdidas con un conjunto de medidas. En primer lugar, se encuentra la volatilidad hacia arriba o hacia abajo –DUVOL–, la cual es considerada como un subrogado de los retornos con riesgo de pérdida extrema. La segunda medida es el coeficiente negativo de la asimetría (*Negative Conditional Skewness*, o *NCSKEW* por sus siglas en inglés), el cual también es un subrogado de los retornos con riesgo de pérdida extrema.

Los resultados encontrados indican que la calidad de la información contable, el riesgo idiosincrático y el riesgo de pérdida tienen una relación negativa y estadísticamente significativa. Los resultados son consistentes a través de diversas medidas de calidad contable y de riesgo usadas. Los resultados obtenidos son consistentes con la evidencia empírica internacional que, en su mayoría, usando datos de empresas americanas, encuentra relaciones negativas entre la calidad de la información contable, el riesgo idiosincrático (Rajgopal & Venkatachalam, 2011; Gill-de-Albornoz & Markarian, 2014) y el riesgo de pérdidas (Konchitchki et al., 2015).

En el tercer estudio se indaga acerca de la relación entre la calidad de la información contable y la financiación bancaria de empresas no cotizadas en una economía abierta y pequeña. Mejorar la utilidad de la información proporcionada por los estados financieros es fundamental para aumentar la eficiencia en el proceso de contratación de deuda, en particular, el del estudio de la capacidad de pago del prestamista (Holthausen & Watts, 2001; Kothari et al., 2010). Diversos autores han mostrado la utilidad de la información contable para el mercado de créditos en la relación entre prestamista y los prestatarios. Francis et al. (2005) encuentran una relación inversa entre la calidad contable y el coste de la deuda. Los autores encuentran que empresas con mayor calidad contable tienen en promedio un coste de la deuda inferior en 126 puntos básicos que las de menor calidad.

En nuestro estudio se encuentra que la calidad de la información contable está relacionada positivamente con el nivel de endeudamiento. Sin embargo, al analizar la

calidad de la información contable y el costo de la deuda, no se encontró evidencia estadísticamente significativa de una relación negativa entre estas variables que es el signo esperado de acuerdo a lo encontrado en estudios internacionales.

La tesis doctoral se organiza de la siguiente forma. En el segundo capítulo se revisa la literatura sobre MBAR en Latinoamérica. En el tercer capítulo se realiza una revisión detallada de la literatura previa sobre la calidad de la información contable y su medición. En el cuarto capítulo se expone el riesgo financiero y su medición. En el quinto capítulo se exponen los dos primeros análisis empíricos que relacionan la calidad de la información contable con el riesgo idiosincrático y el riesgo de pérdidas. En el sexto capítulo se expone el estudio empírico sobre la calidad de la información contable y la financiación bancaria. Por último, en el séptimo capítulo se presentan las conclusiones de la tesis.

CAPÍTULO II. REVISIÓN DE LITERATURA

Dado el objetivo general de la presente tesis, investigar la relación entre la calidad de la información contable y las medidas de riesgo financiero y de endeudamiento, en este capítulo revisaremos la literatura pertinente para este propósito y distinguimos tres secciones. En la primera, se aborda la investigación contable basada en el mercado, sus inicios, principales líneas de investigación y trabajos más importantes. En la segunda sección, se desarrollan los trabajos que relacionan la investigación contable y el riesgo financiero, donde, dada la amplitud de la literatura existente, nos limitamos a indicar algunos trabajos que son representativos de las diversas líneas que se exponen. Por último, la tercera sección, se dedica a sintetizar trabajos de investigación contable basada en el mercado en Latinoamérica, dado que es en ese entorno en donde se aborda la investigación empírica.

2.1 Investigación Contable Basada en el Mercado

La investigación contable basada en el mercado es una línea de investigación dentro de la contabilidad cuyo principal objetivo es estudiar la relación entre los datos contables y los precios de las acciones en el mercado. Su desarrollo ha beneficiado a otras disciplinas, dada su contribución al estudio de la eficiencia del mercado de capitales, el modelo de precios de activos de capital, la economía de la información y la regulación.

Esta rama de investigación surge a finales de los años sesenta, utilizando como base desarrollos en la teoría financiera tales como la teoría de selección de carteras, el modelo de precios de activos de capital, y el concepto de mercados de capitales con información eficiente (Lev & Ohlson, 1982). Dentro de los trabajos seminales en este campo se destaca principalmente el de Ball y Brown (1968). Estos autores estudian cómo los beneficios obtenidos por los inversores añaden información útil para la formación de los precios de las acciones y su rendimiento a futuro.

El trabajo de Ball y Brown (1968) es disruptivo debido a que en la época dominaba la visión de que los datos contables no tenían sentido y utilidad para las decisiones de inversión, tal y como los propios autores han puesto de manifiesto en trabajos de revisión posteriores (Ball & Brown, 2014, 2019). Este trabajo se destaca como uno de los más citados y con mayor impacto en el desarrollo posterior de la investigación contable. A raíz de dicho trabajo, se han desarrollado aplicaciones empíricas enfocadas en estudiar la relación entre los datos contables y los precios de las acciones, principalmente con el objetivo de comprobar la utilidad de aquellos. Casi simultáneamente, Beaver (1970) se plantea la predicción de los rendimientos esperados de las acciones, estudiando los componentes de los estados financieros que están relacionados con el riesgo. Sus principales resultados confirman que los estados financieros son un buen predictor de los rendimientos futuros de las acciones.

Un trabajo muy relevante en las primeras décadas de desarrollo de esta línea de investigación es el de Beaver et al. (1980), quienes desarrollan un modelo econométrico llamado BLM (por las iniciales de los tres autores, Beaver, Lambert y Morse), basado en la relación tradicional precio-ganancias. Este modelo se enfoca en relacionar el contenido de información de los precios con las ganancias futuras, su análisis sugiere que los precios contienen períodos futuros con una función de resultados pasados y precios pasados; a su vez, las regresiones se hacen asumiendo que los precios son variables independientes, lo cual hace el diseño del modelo más complejo que un simple modelo de recorrido aleatorio.

A raíz de esto, es habitual clasificar los estudios empíricos en dos ramas principales y complementarias: los modelos de precios y los modelos de retornos (Lev & Ohlson, 1982).

Según Lev y Ohlson (1982), la utilización de los precios como variable dependiente trae consigo un problema de sobreestimación, ya que el incremento de precios a través del tiempo genera distorsiones en la medición de los valores futuros. Para resolver este

problema, se debe emplear un deflactor que permita convertir los valores nominales a valores reales a través de las variables independientes.

Christie (1987) afirma que, si bien ambos modelos son económicamente equivalentes, en la práctica, los modelos de retorno son estadísticamente menos problemáticos, principalmente porque resuelven el problema del deflactor correcto, lo cual implica el uso del valor de mercado de las acciones al comienzo del período, eliminando los problemas de interpretación asociados a diferentes resultados por diferentes deflatores. A pesar de esto, Landsman y Magliolo (1988) afirman que los modelos de precios son superiores a los de retorno para aplicaciones específicas, principalmente cuando las especificaciones econométricas son capaces de mantener los supuestos referidos a la relación entre los precios y los datos utilizados. Por ejemplo, Holthausen y Verrecchia (1990) analizan qué pasa con los precios cuando las empresas anuncian su información. A su vez, Cornell y Landsman (1989) afirman que los precios de las acciones sí responden a los anuncios de ganancias.

Por su parte, Lipe (1990) estudia la relación retorno-ganancias, y encuentra que el mercado considera información del período actual distinta a las ganancias, como las ganancias esperadas del período subsiguiente, la previsibilidad y persistencia de las ganancias, la varianza de los cambios de precio, las decisiones de producción e inversión, los pronósticos de los analistas, entre otros. Esta información alternativa influye en la relación entre el retorno de las acciones y las ganancias contables para predecir los ingresos futuros, así como la persistencia de los ingresos en series de tiempo. De la misma forma, Strong y Walker (1993) analizan empíricamente la asociación entre retornos de precios de acciones y ganancias reportadas de las empresas industriales del Reino Unido, concluyendo que existe una relación significativa y robusta.

Es importante resaltar el trabajo de Dechow (1994), quien propone medir el desempeño de la empresa mediante las ganancias –flujos de efectivo esperados–, teniendo en cuenta que los flujos de efectivo realizados pueden tener problemas de sincronización y desajuste. Su hallazgo principal es que estos problemas pueden ser

resueltos por los devengos. La autora plantea la hipótesis de que una de las funciones de la contabilidad de devengo es proporcionar una medida del desempeño a corto plazo, que refleje más fielmente los flujos de efectivo esperados que los flujos de efectivo realizados, encontrando resultados consistentes con esta predicción. Primero, en intervalos de medición cortos, encuentra que las ganancias están más fuertemente asociadas con los rendimientos de las acciones que con los flujos de efectivo realizados. En segundo lugar, las ganancias tienen una mayor asociación con los rendimientos de las acciones que los flujos de efectivo realizados en las empresas que experimentan grandes cambios en sus requerimientos de capital de trabajo y sus actividades de inversión y financiación. Bajo estas condiciones, los flujos de efectivo realizados tienen problemas más severos de sincronización y concordancia, y son menos capaces de reflejar el desempeño de la empresa.

El impacto del trabajo de Ball y Brown (1968) ha sido tan importante, que revistas especializadas como *The accounting review* y *Journal of accounting research* han realizado revisiones literarias del impacto que este trabajo ha causado en el desarrollo de la investigación contable (Ball & Brown, 2014, 2019; Kothari & Wasley, 2019).

En Kothari y Wasley (2019) se identifican cinco líneas de investigación que surgieron a partir del trabajo de Ball y Brown (1968). Estas líneas de investigación son: el contenido de información / utilidad de los datos contables; la oportunidad de los datos contables; la eficiencia del mercado con respecto a estos números; los datos contables y el entorno de la información; y, por último, las propiedades de las ganancias anuales, trimestrales y de las ganancias previstas (Kothari & Wasley, 2019, p. 1137).

A continuación, se hace una revisión de estas líneas de investigación, utilizando como base el trabajo realizado por estos autores, aunque sin pretender descender al exhaustivo detalle que ellos realizan¹.

¹ Otra revisión reciente del tema la hace Dichev (2020), quien revisa la literatura sobre la investigación contable basada en el mercado en los últimos 50 años.

2.1.1 El Contenido Informativo/Utilidad de los Datos Contables

Como su título indica, esta línea de investigación estudia la utilidad de los datos contables y ha sido desarrollada desde diversas perspectivas. Concretamente, Kothari y Wasley (2019) destacan cinco. Su principal objetivo es responder a cuestionamientos como la relevancia de los datos contables, su contenido informativo, qué tipos de datos contables son más útiles e informativos que otros, la relación entre los datos contables y los precios en el mercado en contextos internacionales, entre otros. La primera sublínea de investigación que compone este grupo estudia la relación ganancia-retorno. Los primeros trabajos se desarrollaron en los años setenta donde, entre otros aspectos, un grupo de autores evaluaron la utilidad de diversas partidas contables de carácter extraordinario sobre los mercados de capitales, encontrando principalmente que aquellos presentan un contenido informativo marginal, si bien relevante para los precios de las acciones (Eskew & Wright, 1976; Gonedes, 1974, 1975, 1978).

Dentro de esta sublínea de investigación se encuentra la literatura de relevancia de valor, que se enfoca en analizar si los datos contables son relevantes y tienen valor para reflejar información que es utilizada por los inversores al determinar el valor de mercado de las empresas (Barth et al., 2001). En un mercado eficiente, el valor de una empresa es igual al valor presente de los flujos de caja futuros esperados, descontados a una tasa de retorno. En la determinación de los flujos de caja futuros, toman relevancia los datos contables y estados financieros de las empresas. De lo anterior, se desarrolla la investigación enfocada en evidenciar la asociación entre el rendimiento actual de la empresa, las cifras contables y los flujos de caja futuros (Kothari, 2001).

El objetivo principal de esta sublínea es determinar el valor intrínseco de una empresa, y desde la perspectiva de las que cotizan en la bolsa, se enfoca en identificar aquellas cuyo precio de mercado difiere de dicho valor intrínseco. Para ello, se emplea información actual y pasada de los estados financieros, información industrial y macroeconómica. Si el valor intrínseco difiere del valor de cotización en el mercado, los inversores más informados pueden aprovechar la falla de mercado para obtener

ganancias, desafiando la hipótesis de mercados eficientes en su versión fuerte. Debido a esto, la información contable se ha utilizado para valorar empresas (Fama & Miller, 1972; Beaver et al., 1980), y en alguna medida tratar de probar la eficiencia de los mercados de valores (Stober, 1992; Piotroski, 2000).

Esta sublínea frecuentemente se ha apoyado en el modelo empírico de Ohlson (1995). Barth et al. (2001) realizan una exhaustiva revisión de la literatura sobre esta línea de investigación. Entre los trabajos más importantes están el de Beaver (1970), que busca predecir los rendimientos esperados de las acciones en el mercado a través de los componentes de los estados financieros relacionados con el riesgo, y Beaver et al. (1980) que desarrollan el modelo BLM, enfocado en comprobar el contenido de información de los precios con respecto a las ganancias futuras.

La segunda sublínea de investigación analiza la relevancia de los anuncios de ganancias anuales y trimestrales (May, 1971; Bamber, 1987; Landsman & Maydew, 2002), principalmente enfocándose en si estos anuncios tienen un efecto significativo en las decisiones de los inversores, de forma que la divulgación de esta información se refleja en los cambios de los precios de mercado en el tiempo. La conclusión es que la relevancia informativa de los anuncios de ganancias ha aumentado a lo largo del tiempo, en particular la de los anuncios trimestrales (Landsman & Maydew, 2002).

El momento en que se divulga la información de ganancias también ha sido un tema de interés. Por ejemplo, la publicación de buenas y malas noticias durante el día y su impacto en los precios de las acciones (Patell & Wolfson, 1982; Chambers & Penman, 1984; Berkman & Truong, 2009; Michaely et al., 2016). Berkman y Truong (2009) demuestran la importancia de tener en cuenta los anuncios fuera de horario en estudios de eventos relacionados con los anuncios de ganancias. A su vez, Michaely et al. (2016) encuentran que las peores noticias de ganancias son anunciadas los viernes en la tarde, y encuentran pruebas sólidas de que esta forma de actuar representa el comportamiento oportunista racional de los gerentes, ya que intentan reducir la interacción con los

inversores. Así, las empresas tienen una menor propensión a organizar reuniones para modificar sus decisiones empresariales con base en la información anunciada.

La tercera sublínea de investigación se centra en los cambios en los métodos contables, bajo la suposición de que estos cambios no tienen impacto en los flujos de caja. Se enfoca en analizar si el hecho de emplear un método contable u otro tiene algún efecto en los precios de las acciones, para lo que se consideran los cambios en las cifras contables (Ball, 1972). Diversos estudios usan los precios de las acciones para evaluar los cambios en contabilidad, y luego determinan cómo estos cambios afectan los resultados contables (Sunder, 1973; Harrison, 1977). Los estudios analizan la adopción del método de valoración de inventarios –último en entrar, primero en salir (LIFO por sus siglas en inglés), su efecto directo sobre los flujos de caja e influencia en los precios de las acciones (Sunder, 1973; Ricks, 1982). Por ejemplo, Ricks (1982) encuentra que las empresas que adoptaron LIFO sufren un retorno negativo anormal durante el período que rodea al anuncio de ganancias anuales, consistente con el efecto de emplear el método LIFO que reduce el resultado contable. Estos estudios no permiten afirmar nada sobre la eficiencia del mercado –aunque algunos lo plantean–, ya que ignoran los costes de transacciones.

En esta sublínea de investigación también se analiza el rol de los datos contables en los contratos. Desde la perspectiva de la teoría contable positiva, Watts y Zimmerman (1986) afirman que el uso de datos contables en los contratos de compensación y deuda de las empresas afecta las elecciones contables y financieras. Esta literatura evalúa las predicciones de la teoría contable positiva utilizando datos del mercado de capitales. Por ejemplo, los estudios sobre las consecuencias económicas de la contabilidad examinan las reacciones de los precios de las acciones ante la implementación de nuevas normas contables.

La cuarta sublínea de investigación se enfoca en estudiar la magnitud del impacto de los cambios no esperados en la cifra de resultados y su efecto sobre los precios de las acciones (Beaver et al., 1979, 1997; Hagerman et al., 1984). Al incorporar la magnitud, se extiende el trabajo desarrollado por Ball y Brown (1968), que solo se enfoca en estudiar el

signo de los cambios no esperados de las ganancias y no su magnitud. Tanto Beaver et al. (1979, 1997) como Hagerman et al. (1984) concluyen que existe una relación muy fuerte entre la magnitud de los cambios no esperados en los resultados sobre el ajuste en los precios de mercado de las acciones.

En esta área de investigación se han dado importantes desarrollos metodológicos. Se incluye la literatura del análisis del coeficiente de respuesta de ganancias (Kormendi & Lipe, 1987; Collins & Kothari, 1989; Hasanzade et al., 2014), el análisis de las propiedades de series de tiempo y proyección de ganancias (Ball & Watts, 1972; Patell, 1976; Lobo, 1992; Bradshaw et al., 2012), los problemas sobre la inferencia estadística en los modelos contables (Bernard, 1987; Gow et al., 2010; Gassen, 2014) y las nuevas metodologías enfocadas en buscar inferencias causales creíbles (Atanasov & Black, 2016). De acuerdo con Kothari (2001), uno de los mayores retos de los investigadores que trabajan esta línea de investigación ha sido el desarrollar metodologías robustas para los problemas de sesgo, por ejemplo, el problema de variables omitidas. Los desarrollos metodológicos anteriores tratan este tema, pero aún queda trabajo por realizar.

La quinta sublínea de investigación se refiere al contenido informativo de los flujos de efectivo y los devengos como componentes de las ganancias, donde diversos autores concluyen que tanto los devengos como los flujos de efectivo tienen contenido incremental (Wilson, 1986, 1987; Dechow, 1994) sobre las ganancias. En el capítulo tres de esta tesis se profundiza en los trabajos relacionados con esta literatura, dada su conexión con el objetivo de la investigación que se propone.

En esta línea también podemos incluir los trabajos que se relacionan con la regulación de la información contable o financiera que debe ser proporcionada al exterior. En los países existen normas que regulan la forma en que las empresas preparan y divulgan su información financiera, y resulta relevante la investigación contable basada en el mercado, con el fin de evaluar si se alcanzan los objetivos de dichas normas, y si la información es más o menos relevante con un sistema contable que con otro (Barth et al., 2001; Barth et al., 2008).

La información contable y financiera revelada por las empresas está influenciada tanto por las características de la firma como por la regulación contable en los países. Así, Giner (1997) realiza un análisis empírico previo a la introducción de las NIIF para empresas españolas, encontrando que el tiempo como sustituto de la regulación explica el nivel de divulgación de información, aunque no tiene una influencia en la cantidad de información voluntaria divulgada. Rahman et al. (2002) estudian la relevancia de la armonización de las normas de contabilidad a nivel internacional, donde encuentra una asociación significativa entre los niveles de armonización en la regulación y armonización en la práctica contable. Finalmente, Krishnan (2005) plantea que la regulación y los tipos de estructura de mercado pueden afectar la demanda de información contable por parte de las firmas. Según lo desarrolla el autor, la teoría económica predice que la regulación influye en el tipo de competencia que prevalece en un mercado, y que la regulación por costos (*cost plus*) lleva a la competencia por calidad, mientras que la regulación por precios fijos conduce a la competencia de precios². En este sentido, la competencia por calidad reduce los incentivos de las empresas para controlar los costos, independientemente de la intensidad de la competencia y, por tanto, se evidencia una menor demanda de información contable para el control de costos. Por otra parte, cuando las empresas compiten por precio fijos, una mayor intensidad de la competencia aumenta los incentivos por control de costos, aumentando la demanda de información contable. Esta línea de investigación ha tenido un gran desarrollo con motivo de la introducción de las NIIF en muchos países, tanto antes de que fueran obligatorias estas normas como una vez aplicadas. Asimismo, se ha empleado para analizar las diferencias entre dichas normas y las *Generally Accepted Accounting Principles* de Estados Unidos (US-GAAP) (Leuz, 2003; Tarca, 2004).

² La regulación por costos se refiere a la regulación gubernamental que establece el precio que una empresa puede cobrar durante un período de tiempo al observar los costos contables de la empresa y luego agregar una tasa normal de ganancia. Por su parte, un contrato de precio fijo es un contrato en el que el pago no depende de la cantidad de recursos o del tiempo invertido por el contratista, a diferencia de los contratos por costos. Los contratos de precio fijo ponen el riesgo del lado del proveedor, incentivando el control de los costos.

2.1.2 La Oportunidad de los Datos Contables

Esta segunda línea de investigación se enfoca principalmente a responder la pregunta: ¿qué tan buenos son los resultados contables anuales como una fuente de información oportuna? Como expresan (Kothari & Wasley, 2019, p. 1135), “Ball y Brown (1968) concluyen que las ganancias anuales no son una fuente de información oportuna para los inversores, dado que aproximadamente un 80% de la información ya se encuentra en los precios de las acciones en el momento del anuncio de las ganancias”.

A partir de esta línea de investigación, se pueden distinguir tres sublíneas. Estas se enfocan en responder preguntas como: ¿cuáles son los factores que determinan la oportunidad de las cifras contables?, ¿cómo afecta la oportunidad en la divulgación de las ganancias a la relación ganancias-retornos en el corto y largo plazo?, ¿se evidencia esta oportunidad de los datos contables en entornos internacionales?, entre otras.

A la primera sublínea de investigación, Kothari y Wasley (2019) la denominan publicación de otra información y la oportunidad de las ganancias. Está enfocada en estudiar principalmente por qué los anuncios anuales de ganancias u otras cifras contables por parte de las empresas no son oportunos, tomando como hipótesis que hay otros tipos de información que se adelantan al anuncio de la información contable anual o trimestral. Un tipo específico de publicación que ha sido ampliamente estudiado son las previsiones de beneficio por parte de la dirección (*management forecast*). Los primeros estudios sobre el tema surgieron en los años setenta y siguieron desarrollándose en los años ochenta, concluyendo principalmente que las previsiones de beneficio son más oportunas que los anuncios anuales y trimestrales de ganancias dado que anticipan la información, y provocan un efecto en los precios de las acciones a través de los cambios en las expectativas (Gonedes et al., 1976; Patell, 1976; Waymire, 1984; Pownall & Waymire, 1989).

Skinner (1994) realiza un trabajo que significó un gran avance en esta área de investigación, donde se pregunta el por qué las empresas anuncian voluntariamente las malas noticias y no retrasan dicho anuncio. El autor encuentra que el riesgo de litigio

puede inducir a los gerentes a revelar voluntariamente las malas noticias más temprano. A partir de esto, en la década siguiente, se produjo un amplio desarrollo en esta literatura. Kothari et al. (2009) tienen objetivos similares al trabajo de Skinner (1994), sin embargo, encuentran resultados diferentes. Estos autores encuentran que en promedio los gerentes retrasan los anuncios de malas noticias y aceleran los de buenas noticias, lo que lleva a que la magnitud de la reacción negativa del precio de las acciones a los anuncios de malas noticias sea mayor que la magnitud de la reacción positiva del precio de las acciones a los anuncios de buenas noticias. Una posible razón que puede explicar la diferencia de comportamiento del precio de las acciones frente a las buenas o malas noticias es la expectativa que tienen los inversores; así, la publicación de una buena noticia con respecto a los beneficios puede ser esperada por el mercado, por lo que no habría sorpresa de su ocurrencia; mientras que las malas noticias podrían suponer la llegada de nueva información que no era esperada, lo cual podría reducir las expectativas de rentabilidad de los inversores, produciéndose un ajuste negativo en el precio de las acciones.

Por su parte, Anilowski et al. (2007) analizan si las previsiones de beneficios divulgados por las empresas afectan a los rendimientos del mercado a nivel agregado. Los autores encuentran que dicha orientación sobre las ganancias afecta a los niveles de incertidumbre. Mayores niveles de incertidumbre aumentan la volatilidad de los rendimientos de mercado, lo cual puede impactar los rendimientos esperados y los precios de las acciones. Las buenas noticias, en principio, aumentan los precios de las acciones, pero también aumentan la incertidumbre, la volatilidad de los retornos y el rendimiento esperado, lo cual crea un efecto compensatorio, por lo que el efecto general sobre los precios se cancela. Por otro lado, frente a las malas noticias, los precios de las acciones bajan, acentuándose este efecto con el incremento de la incertidumbre, la volatilidad y los rendimientos esperados. A su vez, Rogers et al. (2009) analizan la relación entre las previsiones de ganancias divulgados por las empresas y la incertidumbre en el mercado. Específicamente, examinan cómo la volatilidad de las opciones sobre acciones es afectada por la divulgación de las previsiones de las ganancias. Los autores concluyen que las previsiones de ganancias incrementan la volatilidad en el

corto plazo. Este efecto es atribuible a las previsiones que transmiten malas noticias, especialmente cuando las empresas las publican esporádicamente en lugar de en forma rutinaria. Sin embargo, a largo plazo, la incertidumbre del mercado disminuye después que se anuncian las ganancias, independientemente de si existe una previsión de ganancias anterior.

La segunda sublínea de investigación se denomina el contenido informativo de los precios de las acciones. Como afirman Kothari y Wasley (2019), la motivación se fundamenta en la explicación que se le dio en la literatura a la falta de oportunidad de las ganancias, ya que se afirmaba que se debía a que los precios tienen una gran parte de la información contenida en las ganancias antes del lanzamiento de la información anual o trimestral de las mismas. Basado en esto, surge el trabajo de Beaver et al. (1980), donde utilizan los precios de las acciones para medir la información disponible que tienen los inversores antes de la divulgación de las ganancias. Los autores encuentran que la información disponible en los precios puede ser utilizada para producir estimaciones más acertadas de las ganancias anuales, comparadas con otro tipo de modelos de series temporales. Collins et al. (1987) extienden el trabajo de Beaver et al. (1980) y encuentran que el contenido de información en los precios aumenta con el tamaño de la empresa. Algunos otros trabajos relevantes en el área se enfocan en objetivos similares a los anteriores utilizando metodologías diferentes (Beaver et al., 1987; Beaver et al., 1997). Por ejemplo, Beaver et al. (1997) analizan la relación precio-ganancia utilizando como base un sistema de ecuaciones simultáneas. Los autores encuentran que ambas variables son endógenas porque son conjuntamente afectadas por variables de información que son difíciles de especificar explícitamente –variables omitidas–, además, los cambios de precios afectan a los cambios de ganancias y viceversa –simultaneidad–. Por lo tanto, las estimaciones por ecuaciones simultáneas son más eficientes que con los métodos de mínimos cuadrados ordinarios o mínimos cuadrados en dos etapas.

Por último, la tercera sublínea de investigación es la oportunidad asimétrica de las ganancias, hoy conocida como conservadurismo. Es un tema que surgió principalmente

con el trabajo de Basu (1997), quien se enfoca en los efectos asimétricos que tienen sobre los resultados la existencia de buenas o malas noticias sobre las empresas. Al igual que Beaver et al. (1980), Basu (1997) confirma la hipótesis de que las ganancias suelen reflejar las malas noticias más rápido que las buenas noticias. Por ejemplo, según el autor, las pérdidas no realizadas se reconocen antes que las ganancias no realizadas, ya que las últimas suelen requerir de mayor verificación. Esta asimetría en el reconocimiento de las pérdidas y ganancias no realizadas produce diferencias sistemáticas entre períodos de buenas y malas noticias en lo relacionado a la oportunidad y la persistencia del resultado. Por tanto, el resultado contable responde de forma más completa o rápida a malas noticias que a buenas noticias (Basu, 1997). Este trabajo fue seguido muy de cerca por el documento de Ball et al. (2000), quienes estudian el efecto de los factores institucionales internacionales sobre la oportunidad de las ganancias contables. Tomando como punto de partida estos dos trabajos, surgieron otros que se enfocan en estudiar la oportunidad de los datos contables a nivel internacional, concretamente en cuatro países del este asiático (Ball et al., 2003), y el papel de los devengos en el reconocimiento asimétrico oportuno de ganancias y pérdidas (Ball & Shivakumar, 2006). Este último concluye que los devengos tienen un rol importante en el reconocimiento asimétrico oportuno de las ganancias y pérdidas; a su vez, para modelar esta relación, se hace necesaria la utilización de modelos de devengos no lineales que incorporen la asimetría en el reconocimiento de pérdidas y ganancias, para así lograr una especificación eficaz.

2.1.3 La Eficiencia del Mercado con Respecto a los Datos Contables

La tercera línea de investigación, planteada por Kothari y Wasley (2019), se refiere a la eficiencia del mercado, es decir, a la velocidad de reacción y al comportamiento de los precios de los títulos ante el anuncio de información de ingresos, ganancias y demás cifras contables (Fama, 1991). Ball y Brown (1968) notaron un desvío anormal en los retornos varias semanas después de la divulgación de los reportes contables, lo que sería contrario a un mercado eficiente. A este fenómeno se le conoce como el desvío posterior

al anuncio de ganancias (*Post Earnings Accounting Drift* o *PEAD*, por sus siglas en inglés) y se ha convertido en una importante línea de investigación.

Las investigaciones en esta área se han enfocado principalmente a examinar la desviación que se genera en los retornos y precios de las acciones después del anuncio de los datos contables y las propiedades de dicho desvío. Muchos estudios han reportado evidencia de que el signo y la magnitud de los retornos en el período posterior al anuncio de las ganancias se correlacionan positivamente con el signo y la magnitud del componente inesperado de la publicación de ganancias (Joy et al., 1977; Foster et al., 1984). Por ejemplo, Foster et al. (1984) examinan algunas explicaciones que se dan en la literatura a la desviación sistemática en los retornos y precios después del anuncio de datos contables, concluyendo que las variaciones sistemáticas en los retornos se dan solo para el subconjunto de modelos de expectativas basados en series de tiempo de ganancias trimestrales y no se dan en los modelos de expectativas de ganancias basados en los retornos.

Otros estudios se han enfocado en buscar explicaciones para dicha ineficiencia en el mercado. Por ejemplo, la exclusión de factores de riesgos adicionales al riesgo sistemático (Bernard & Thomas, 1989), la magnitud de las ganancias no esperadas y las propiedades de los modelos de estimación (Bartov, 1992), y cómo los componentes del riesgo de liquidez afectan a las anomalías que se dan en los precios y retornos en el mercado (Sadka, 2006).

Otra forma de ineficiencia en el mercado se da cuando este no es capaz de reflejar de forma completa el efecto de los ajustes por devengo en los precios de las acciones. Uno de los trabajos más relevantes y citados en este campo es Sloan (1996), donde se analiza si los precios de las acciones reflejan en su totalidad la información que los devengos y flujos de caja contienen sobre las ganancias futuras de las empresas. Según este autor, los precios se comportan como si los inversores se “fijaran” exclusivamente en la cifra de resultados netos, fallando en reflejar sus componentes. A partir de este trabajo, han surgido otros enfocados en cómo se reflejan en los precios de mercado los componentes

de los devengos (Xie, 2001; Battalio et al., 2012). Los resultados indican que la mayoría de los inversores minoristas pareciera ignorar la información relevante en la cifra de devengos cuando los resultados se publican, pero los inversores institucionales que hacen operaciones de gran tamaño tienden a tener en cuenta dicha información y realizan transacciones en la dirección adecuada, mientras que aquellos que hacen transacciones muy pequeñas parecen reaccionar en la dirección equivocada (Battalio et al., 2012).

Por su parte Garrod et al. (2003) estudian la relevancia valorativa de las ganancias, los flujos de caja y los devengos para las empresas del Reino Unido. Usando datos de empresas no financieras listadas en la bolsa de Londres en el periodo 1992-1996, los autores encuentran que tanto el flujo de caja operativo como los devengos brindan información relevante para los precios de mercado de las acciones y que estos son complementarios. Los autores encuentran resultados consistentes con la interpretación de que ambos conjuntos de datos están condicionados al otro conjunto. Por lo tanto, si bien los datos de ingresos o de flujos de caja pueden utilizarse para fines de valoración, la mejora en la relevancia valorativa surge de la divulgación conjunta.

La literatura de investigación contable evalúa la eficiencia del mercado a través de dos tipos de pruebas: (1) Estudios de eventos de horizonte corto y largo (Kothari & Warner, 2007), los cuales incluyen el PEAD (Ball & Brown, 1968; Foster et al., 1984; Bernard & Thomas, 1989; Simões et al., 2012), donde los estudios observan el PEAD y luego utilizándolo como base cuestionan la eficiencia del mercado; y (2) Pruebas de corte transversal de predicción del retorno o literatura de anomalías, la cual se enfoca en analizar si los retornos de las carteras que se forman periódicamente utilizando un criterio específico es consistente con los modelos de retornos esperados como el CAPM (Kothari, 2001).

2.1.4 Los Datos Contables y el Entorno de la Información

La cuarta línea de investigación se enfoca en analizar el entorno previo a la divulgación de la información contable y cómo las características de dicho entorno

influyen en el impacto de los datos contables sobre los precios de las acciones (Kothari & Wasley, 2019).

Un trabajo importante en esta línea es el de Grant (1980), a partir de un conjunto de empresas cotizadas en el mercado de valores en Estados Unidos y en el mercado extrabursátil (*over the counter u OTC*, por sus siglas en inglés), como subrogado del entorno de información de las empresas previo a la divulgación de sus datos contables, y quien estudia las diferencias en la reacción de los precios ante el anuncio de ganancias. El autor encuentra que la reacción de los precios ante la divulgación de ganancias es mayor para las transacciones OTC que para las realizadas en bolsa, lo cual explica por qué los precios en la bolsa captan más información por la divulgación de las ganancias más oportuna y frecuente proveniente de numerosas fuentes provisionales de información tales como informes financieros intermedios, revistas comerciales, pronósticos de analistas de valores, pronósticos de la industria, etc. Posteriormente, Atiase (1985) realiza un estudio similar, pero analizando empresas de diferentes tamaños, llegando a la conclusión de que la reacción de los precios al anuncio de ganancias es mayor en las empresas de menor valor de capitalización bursátil que en las de mayor tamaño. Finalmente, Atiase (1987) combina los objetivos de los dos trabajos anteriores y diferencia la reacción de los precios de las acciones en el mercado dependiendo tanto del tamaño de la empresa como del hecho de cotizar en el mercado de valores o en el mercado extrabursátil, encontrando una relación significativa entre estas variables. Es decir, después de controlar por el tamaño de la empresa, existe menos información previa a la divulgación sobre las empresas del mercado extrabursátil que sobre las empresas de la bolsa de valores; por ello, se evidencia que los anuncios de ganancias de las primeras se asocian con revalorizaciones de precios mayores que las segundas.

2.1.5 Las Propiedades de las Cifras de Resultados Anuales y Trimestrales, y las Previsiones de Resultados

La última línea de investigación identificada por Kothari y Wasley (2019) que destacamos en la tesis se enfoca en modelos y metodologías de previsiones de ganancias

que se puedan utilizar para construir medidas acertadas de ganancias no esperadas. Esta línea de investigación se divide en dos partes: la primera, enfocada en modelos de series temporales de ganancias anuales y trimestrales; y la segunda, referida a las propiedades de los pronósticos de los analistas.

La primera sublínea de investigación empezó con trabajos que aplicaban modelos de series temporales para realizar pronósticos de ganancias anuales, y posteriormente se investigó acerca de las propiedades de estos modelos, por ejemplo, su grado de sesgo y su precisión (Ball & Watts, 1972; Watts & Leftwich, 1977). Cuando los datos de ganancias trimestrales empezaron a estar disponibles, la atención pasó a estos (Griffin, 1977; Brown & Rozeff, 1979). Estos trabajos se han enfocado principalmente en presentar evidencia del comportamiento temporal de los datos contables y ganancias trimestrales utilizando como base el modelo de Box y Jenkins (BJ) para la identificación de patrones temporales autoregresivos.

La segunda sublínea de investigación se centra en analizar las propiedades de las previsiones de los analistas y ver si son más precisos y mejores que los modelos de series temporales (Fried & Givoly, 1982; O'Brien, 1988). Todos estos estudios han llegado a la conclusión de que los pronósticos de analistas son un mejor subrogado para las expectativas del mercado (Bradshaw et al., 2012).

A continuación, se presenta una tabla resumen de las líneas de investigación desarrolladas a partir del trabajo de Ball y Brown (1968), y posteriormente en la siguiente sección se revisa la literatura que relaciona la información contable con el riesgo financiero.

Tabla 1. Investigación contable basada en el mercado y sus líneas de investigación a partir de Ball y Brown (1968)

Línea de Investigación	Objetivo	Sublínea	Áreas de Investigación	Autores
El Contenido Informativo / Utilidad de los Datos Contables	Estudiar como la relevancia de los datos contables, su contenido informativo, qué tipos de datos contables son más útiles e informativos que otros, la relación entre los datos contables y los precios en el mercado en contextos internacionales, entre otros.	Relación ganancia-retorno	*Relevancia del valor. *Valor intrínseco de una empresa	Eskew & Wright, 1976; Fama & Miller, 1972; Gonedes, 1974, 1975, 1978; Beaver et al., 1980; Stober, 1992; Ohlson, 1995; Piotroski, 2000; Barth et al., 2001; Kothari, 2001;
		Relevancia de los anuncios de ganancias anuales y trimestrales	*Efecto de los anuncios de ganancias en las decisiones de los inversores. *Estudios de eventos.	May, 1971; Patell & Wolfson, 1982; Chambers & Penman, 1984; Bamber, 1987; Landsman & Maydew, 2002; Berkman & Truong, 2009; Michaely et al., 2016
		Cambios en los métodos contables	*Impacto de los cambios en los métodos contables en el precio de las acciones. *Rol de los datos contables en los contratos	Ball, 1972; Sunder, 1973; Harrison, 1977; Ricks, 1982; Watts & Zimmerman, 1986;
		La magnitud del impacto de los cambios no esperados en la cifra de resultados	*Análisis del coeficiente de respuesta de ganancias. *Análisis de las propiedades de series de tiempo y proyección de ganancias. *Problemas sobre la inferencia estadística en los modelos contables.	Ball & Watts, 1972; Beaver et al., 1979, 1980, 1997; Patell, 1976; Lev & Ohlson, 1982; Hagerman et al., 1984; Bernard, 1987; Christie, 1987; Kormendi & Lipe, 1987; Landsman & Magliolo, 1988; Collins & Kothari, 1989; Cornell & Landsman, 1989; Holthausen & Verrecchia, 1990; Lipe, 1990; Lobo, 1992; Strong & Walker, 1993; Dechow, 1994; Gow et al., 2010; Bradshaw et al., 2012; Gassen, 2014; Hasanzade et al., 2014; Atanasov & Black, 2016
		Contenido informativo/utilidad de los componentes de las ganancias	*Regulación contable y contenido informativo. *Calidad de la información contable.	Wilson, 1986, 1987; Dechow, 1994; Giner, 1997; Barth et al., 2001; Rahman et al., 2002; Krishnan, 2005; Barth et al., 2008

Tabla 1. (Cont.)

Línea de Investigación	Objetivo	Sublínea	Áreas de Investigación	Autores
La Oportunidad de los Datos Contables	Estudiar la oportunidad en la divulgación de las ganancias a la relación ganancias-retornos en el corto y largo plazo.	Publicación de otra información y la oportunidad de las ganancias	*Factores que determinan la oportunidad de las cifras contables. *La oportunidad en la divulgación de las ganancias y la relación ganancias-retornos en el corto y largo plazo *Oportunidad de los datos contables en entornos internacionales	Gonedes et al., 1976; Patell, 1976; Waymire, 1984; Pownall & Waymire, 1989; Skinner, 1994; Anilowski et al., 2007; Kothari et al., 2009; Rogers et al., 2009
		Contenido informativo de los precios de las acciones	*Medición de la información disponible antes de la divulgación de las ganancias	Beaver et al. (1980); Collins et al. (1987); Beaver et al., 1987; Beaver et al., 1997
		Oportunidad asimétrica de las ganancias-conservadurismo	*Efectos asimétricos en resultados de la existencia de buenas o malas noticias	Basu, 1997; Ball et al., 2000; Ball et al., 2003; Ball & Shivakumar, 2006
La Eficiencia del Mercado con Respecto a los Datos Contables	Estudiar la eficiencia del mercado, es decir, a la velocidad de reacción y al comportamiento de los precios de los títulos ante el anuncio de información de ingresos, ganancias y demás datos contables	Desvío posterior al anuncio de ganancias (Post Earnings Accounting Drift o PEAD)	*Desviación de los retornos y precios de las acciones después del anuncio de los datos contables y sus propiedades. *Magnitud de las ganancias no esperadas y las propiedades de los modelos de estimación. *Estudios de eventos de horizonte corto y largo y estudio de anomalías.	Joy et al., 1977; Foster et al., 1984; Bernard & Thomas, 1989; Fama, 1991; Bartov, 1992; Sadka, 2006; Simões et al., 2012
		El efecto de los ajustes por devengo y otros datos contables en los precios de las acciones	* Impacto en los precios de mercado de los componentes de los devengos	Sloan, 1996; Xie, 2001; Garrod et al., 2003; Battalio et al., 2012

Tabla 1. (Cont.)

Línea de Investigación	Objetivo	Sublínea	Áreas de Investigación	Autores
Los Datos Contables y el Entorno de la Información	Analizar el entorno previo a la divulgación de la información contable y cómo las características de dicho entorno influyen en el impacto de los datos contables sobre los precios de las acciones		*Características del entorno de información y su impacto de los datos contables y el precio de las acciones. *Reacción de los precios ante el anuncio de ganancias en diferentes entornos de información.	Grant 1980; Atiase, 1985; Atiase, 1987
Las Propiedades de las Cifras de Resultados Anuales y Trimestrales, y las Previsiones de Resultados	Estudiar modelos y metodologías de provisiones de ganancias para construir medidas acertadas de ganancias no esperadas	Modelos de series de tiempos de las ganancias anuales y trimestrales	*Pronósticos de ganancias anuales y propiedades de los modelos de pronóstico.	Ball & Watts, 1972; Watts & Leftwich, 1977; Griffin, 1977; Brown & Rozeff, 1979
		Propiedades de las provisiones de los analistas	*Previsiones de los analistas y las expectativas del mercado	Fried & Givoly, 1982; O'Brien, 1988; Bradshaw et al., 2012

Nota: Elaborado a partir de Kothari y Wasley (2019).

2.2 Información Contable y Riesgo Financiero

Para el desarrollo de esta tesis resulta conveniente revisar la literatura que vincula la información contable con el riesgo financiero. La información contable es fundamental en la toma de decisiones por parte de muchos agentes económicos, entre ellos, los accionistas de las empresas. También, en los años setenta, se iniciaron este tipo de trabajos.

Beaver et al. (1980), autores a los que ya hemos hecho referencia en el apartado anterior, indican que un modelo que usa datos contables parece ser capaz de predecir los niveles futuros del riesgo de mercado, la llamada beta, mejor que un modelo que usa solamente información pasada sobre el riesgo de mercado. En esta misma línea, Ismail y Kim (1989) estudian si los flujos de efectivo poseen información adicional a la de las ganancias para explicar el riesgo del mercado, después de controlar por el efecto de los devengos. Los autores concluyen que las medidas de riesgo derivadas de los flujos de

efectivo (betas) tienen un poder explicativo significativo e incremental para explicar la variabilidad del riesgo de mercado con respecto a las medidas de riesgo basadas exclusivamente en las ganancias. De igual forma, Eskew (1979) examina las previsiones de riesgo de mercado producidos por modelos basados en datos contables, y encuentra que estos modelos pueden tener previsiones en niveles futuros de riesgo de mercado marginalmente mejor que los modelos basados solo en información pasada sobre el riesgo de mercado.

Autores como Farrelly et al. (1985) han analizado otros determinantes del riesgo de mercado, específicamente, estudiaron si los informes financieros transmiten o no, al menos de forma implícita, información sobre el riesgo de las empresas. Sus principales resultados indican que las medidas contables de riesgo utilizadas en el estudio (pago de dividendos, crecimiento de activos, apalancamiento, liquidez, tamaño de los activos, variabilidad de las ganancias y co-variabilidad de las ganancias) explican aproximadamente un 79% de la variación en las percepciones de riesgo promedio de los analistas financieros.

Si bien la relación entre el riesgo financiero y la información contable ha sido objeto de estudio durante muchos años, desde la crisis de 2008 ha tomado, si cabe, mayor relevancia. En efecto, los reguladores han identificado vacíos de información que podrían ser reforzados a través de la divulgación de la información contable, para de esta forma aumentar la protección de los inversores y la sostenibilidad del sistema financiero. Así, en los últimos años, y como un efecto ex post de la crisis, hay un mayor nivel de divulgación de riesgos por parte de las empresas, es decir, un incremento de la transparencia de la información, tanto en América como en Europa, esto debido principalmente a los cambios normativos orientados a aumentar la confianza de los inversores, así como por el interés de las empresas por mejorar su reputación. Zeghal y Meriem (2016) encuentran que la crisis tuvo un efecto significativo en el volumen y la calidad de la divulgación de riesgo de los bancos más grandes de Estados Unidos. A su vez, Gulko et al. (2017), usando una muestra de empresas de Gran Bretaña, encuentran

un aumento en la calidad y cantidad de divulgación de información referida al riesgo con posterioridad a la crisis.

Si bien no hay una única interpretación de calidad contable, un concepto amplio que se utiliza en la literatura es el de Chen et al. (2010), quienes asocian la calidad contable con el hecho de que la información de los estados financieros refleje la situación económica subyacente de las empresas.

Diversos estudios han analizado la calidad de la información contable –calidad de los informes financieros– a través de la relación entre los devengos y los flujos de efectivo (Francis et al., 2005) y su relación con el riesgo financiero. Por ejemplo, Cohen (2008) analiza los determinantes a nivel de empresa que influyen en la calidad de los reportes financieros y encuentra una asociación negativa entre el riesgo total de la empresa y la calidad de la información financiera, es decir, que las empresas que brindan información financiera de mayor calidad tienen menor riesgo. También, el autor evalúa si hay alguna evidencia que indique que el riesgo de información de baja calidad afecta el costo de capital, una vez que se controla por las características específicas de la empresa. A su vez, el riesgo de información de baja calidad se considera un factor de riesgo no diversificable que tiene un precio en el mercado de capitales. Autores como Francis et al. (2005) y Gray et al. (2009) dan soporte empírico a esta afirmación teórica utilizando empresas de Estados Unidos y Australia, respectivamente.

Asimismo, Easley y O'Hara (2004), en un artículo teórico, afirman que la asimetría de información entre los inversores lleva a un riesgo de información, que tiene efecto en la determinación del costo de capital de las empresas. A su vez, Lambert et al. (2012) afirman que, en modelos de competencia perfecta, el determinante principal del riesgo de información es la precisión de la información contable que afecta el costo de capital. Una conclusión a la que llegan ambos trabajos es que la precisión y calidad de la información contable es de vital importancia en reducir el costo de capital de las empresas, debido a que mitiga el riesgo que se genera derivado de la asimetría de información entre inversores.

Otro punto importante en esta discusión es que la información financiera divulgada por las empresas tiene influencia en el riesgo de liquidez, uno de los componentes del riesgo de mercado. El riesgo de liquidez en este contexto se refiere a la ausencia de compradores y vendedores en un mercado para realizar una transacción en un momento específico. Por lo general, la iliquidez se refleja en márgenes de precios de compra y venta inusualmente amplios.

La literatura sobre iliquidez y riesgo financiero está muy relacionada con la literatura contable, debido a que la información contable es parte de la información disponible en el mercado y, por tanto, afecta su entorno (Sadka, 2011). Por ejemplo, Admati y Pfleiderer (1988) encuentran que el riesgo de iliquidez de las acciones es, en parte, una función de la información que tengan los compradores y vendedores. Por lo tanto, la investigación empírica ubica la información contable (no solo la precisión y calidad de la información, sino la cantidad de inversores informados, en definitiva, la asimetría en la distribución de esa información) como un elemento fundamental en la determinación del precio de las acciones en el mercado. De acuerdo con Diamond y Verrecchia (1991), la divulgación de información financiera puede reducir la asimetría de información en el mercado, lo que lleva a una mayor liquidez de las acciones.

Por otro lado, la entrada en vigencia de algunas medidas como el reglamento sobre la infraestructura de los mercados europeos (*European market infrastructure regulation*, EMIR por sus siglas en inglés) y la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (*Markets in Financial Instruments Directive*, MIFID por sus siglas en inglés) en Europa, y de las NIIF 9 y NIIF 13, así como las estadounidenses, los USGAAP, y en concreto el FASB tópico 326 y FASB ASC 820, sobre los instrumentos financieros y el valor razonable, así como sus jerarquías, han contribuido en la mejora de la divulgación de información de riesgo para los inversores³. Riedl y Serafim (2011), utilizando una muestra de

³ El reglamento sobre la infraestructura de los Mercados Europeos entró en vigor el 12 de febrero de 2014. Por su parte, las Normas Internacionales de Información Financiera son publicadas por la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board IASB*). En Estados Unidos, es el *Financial Accounting Standards Board (FASB)* el organismo que emite en la actualidad los USGAAP.

instituciones financieras de Estados Unidos, estudian las revelaciones obligatorias sobre instrumentos financieros designados como niveles de valor razonable 1, 2 y 3⁴, para probar si un mayor riesgo de información en los valores razonables de los instrumentos financieros conduce a un mayor costo de capital. Los autores derivan un modelo empírico que permite estimaciones de betas implícitas, y encuentran evidencia de que las empresas con mayor exposición a los activos financieros de nivel 3 exhiben mayor riesgo en relación con las designadas como nivel 1 o nivel 2. Además, encuentran que las diferencias en las betas implícitas son más pronunciadas para las empresas con entornos de información ex ante de menor calidad, por ejemplo, empresas con un menor seguimiento de los analistas, menor capitalización de mercado, mayores errores de previsiones de analistas o una mayor dispersión de previsiones de analistas. En general, los resultados son consistentes con un mayor coste de capital para activos financieros más opacos, debido a que las revelaciones actuales sobre estos instrumentos financieros son insuficientes para mitigar la percepción de los inversores de un mayor riesgo de información para activos financieros altamente opacos.

2.3 Investigación Contable Basada en el Mercado: Caso Latinoamérica

Una de las regiones con mayores deficiencias en el ámbito de investigación financiera es América Latina. Casal (2006) afirma que la investigación contable en América Latina ha sido débil debido al poco tiempo que los académicos le dedican y a la escasez de grupos de investigación en la materia, lo que conduce a un reducido número de artículos publicados. Por otra parte, la mayoría de los trabajos publicados se orientan a reflexionar sobre la naturaleza de la disciplina contable. Saavedra y Saavedra (2015) realizan una clasificación de las principales líneas de investigación contable en América

⁴ Los niveles de medición del valor razonable se establecen en la IFRS 13 según la disponibilidad de acceso a los precios de mercado de cada instrumento financiero. En el nivel 1, se encuentran los instrumentos con precios cotizados en mercados líquidos para activos o pasivos idénticos. Los activos de nivel 2 son activos y pasivos financieros que son difíciles de valorar. Aunque un valor razonable se puede determinar en base a otros valores de datos o precios de mercado, estos activos no tienen precios de mercado regulares. Los activos de nivel 3 son activos y pasivos financieros considerados los más ilíquidos y los más difíciles de valorar. No se comercializan con frecuencia, por lo que es difícil darles un precio de mercado fiable y preciso. Por tanto, para el nivel 3, se suelen utilizar estimaciones de valoración interna.

Latina, y destacan que en Colombia se ha investigado principalmente sobre contabilidad gubernamental, socioeconómica, de gestión, social, empresarial (contabilidad clásica), así como sobre la relación entre contabilidad y medio ambiente. La investigación contable en Perú se ha enfocado a temas similares, incluyendo la contabilidad sectorial e internacional. Por su parte, en Argentina se ha investigado sobre modelos contables, además de contabilidad patrimonial y ambiental, al igual que en el caso colombiano enfocándose en la relación contabilidad y medio ambiente.

Según Macías-Moncada (2011), la carencia de autores, publicaciones, citas y visibilidad de la investigación contable en la comunidad científica latinoamericana en los índices ISI (*Institute for Scientific Information*) ha llevado a que la contabilidad sea denominada “la ciencia perdida”. En términos generales, la evolución de las revistas científicas ha sido lenta, y en el ámbito contable mucho más tardía. Al realizar un análisis de las revistas especializadas únicamente en tópicos contables en Latinoamérica, encontramos 29, en las que se ha publicado algún trabajo relacionado con la investigación contable basada en el mercado, siendo Brasil quien lidera el primer lugar con once revistas, seguido por Colombia con siete, Argentina con cuatro, Chile con tres, Perú con dos, y por último Venezuela y México con una revista.

Teniendo en cuenta lo anterior, en esta sección se describe la evolución de la investigación contable principalmente referida al mercado de capitales publicada en Latinoamérica y en parte realizada por académicos españoles. Para ello, se realizó una revisión de las principales revistas académicas publicadas en los países de Latinoamérica desde su creación hasta la última publicación en 2019⁵. Se encontraron publicaciones en Colombia, México, Argentina, Perú, Venezuela, Brasil y Chile. Para determinar las revistas, se tomaron como fuente las bases de datos Scopus, Scimago, Latindex, Conacyt, Dialnet, entre otras, y se utilizaron como criterio de búsqueda las palabras clave: contabilidad, calidad de la información contable, costo de capital, datos contables, y se

⁵ Basado en la lista de revistas encontradas en nc y Saavedra (2015) se revisan los trabajos relacionados con MBAR publicados en revistas de Latinoamérica. Las investigaciones revisadas no solo se refieren a Latinoamérica, sino que también se revisan trabajos sobre otras zonas. Adicionalmente se incluyeron otras revistas importantes en la Región.

hizo una búsqueda manual de artículos que tuvieran algún tipo de relación con las líneas de investigación desarrolladas en la sección uno de este capítulo. En la Tabla 2, que se incluye al final de este capítulo, se presenta por país y para cada revista identificada, el tema de investigación más relevante, autor, año y tipo de investigación (teórica o empírica).

Como expone Zeff (1985), antes de la década de los sesenta, la mayoría de las investigaciones contables estaban enfocadas en la producción de literatura teórica, con un carácter normativo proveniente del derecho y la economía; posterior a esa fecha y gracias a la evolución de la estadística y de los sistemas de almacenamiento y procesamiento de información, la investigación contable tomó un matiz más empírico, utilizando la disciplina económica, la investigación operativa, la estadística y la ciencia política para generar literatura práctica y experimental; esta tendencia también se observa en las investigaciones latinoamericanas. Algunos estudios también han adaptado una perspectiva histórica, como lo hizo Sierra (2001), quien estudia los antecedentes, la situación presente y las perspectivas de la normalización contable en Colombia en sus etapas históricas de regulación y planificación. Este autor parte del supuesto de que existe una relación entre el desarrollo de la economía nacional y la evolución de la normativa contable, y concluye que la evolución de la contabilidad colombiana obedece a causas de tipo social, económico, político y cultural.

Con respecto a las investigaciones contables teóricas, en una publicación realizada en Colombia, Cea (2013) destaca el estudio sobre la calidad de la información contable y la necesidad de hacerla comparable a nivel internacional, con el fin de que sea adecuada y suficiente para tomar decisiones de inversión financiera.

Tanto la calidad de la información como los procesos e instrumentos informativos se han vuelto temas atractivos en el área contable. Por ello, Gómez (2006), en su investigación, articula las críticas de la teoría de los grupos de interés con las debilidades de los procesos de información que han surgido a raíz de los modelos de responsabilidad social empresarial. Su conclusión es que esta teoría aún se tiene en cuenta para hacer

prevalecer los procesos informativos que sirven a los grupos de interés para mantenerse informados y tomar decisiones.

Según la Norma Internacional de Contabilidad 1 (NIC 1), los estados financieros deben reflejar de forma razonable el desempeño financiero y los flujos de efectivo de la entidad. A esto se le llama criterio de razonabilidad. Al respecto, Hincapié (2017) ha investigado la influencia que tiene el criterio de razonabilidad sobre los estados financieros y su impacto en el proceso de toma de decisiones de los usuarios de la información contable. Otros autores (Cardona, 1987; Gutiérrez & Barrera, 2018) relacionan este criterio con la relevancia de la información contable para los precios de las acciones en el mercado. Un tema ampliamente investigado relacionado con los datos contables y su influencia en el mercado, es su importancia en la rendición de cuentas y valoración (Giner, 2017), sus cualidades (Ospina & Gil, 1990), y su utilidad en el proceso de cambio organizacional (Ospina & Villaquirán, 2010).

Otras revistas se han enfocado al estudio de y la eficiencia del mercado para el caso colombiano (Álvarez y Yepes, 2010). Álvarez y Yepes (2010) realizan un análisis del concepto de eficiencia del mercado, las técnicas utilizadas en su medición y su relación con el criterio del valor justo de mercado.

En cuanto a la investigación empírica publicadas en las revistas de contabilidad en Colombia, Cardona (1987) examina la calidad de la información contable que se entrega a los accionistas por parte de las sociedades, para lo cual analiza y compara los informes presentados por 50 entidades inscritas en la bolsa de valores de Medellín en el año 1984 y 42 informes del año 1985. Encontró un avance importante respecto a la calidad de los informes elaborados tanto para los accionistas como para las entidades de control en términos de mayor claridad y presentación de la información. Siguiendo la línea anterior, Callao et al. (2008) comparan si la evolución de los precios de las acciones en el mercado se ve afectada por las deficiencias en la calidad de la información financiera. Su investigación encuentra que la existencia de deficiencias en la información contable es un factor estadísticamente significativo en la evolución de los precios de las acciones, cuando

se compara la trayectoria que siguen los precios de las acciones de las empresas con mayores deficiencias en la calidad de la información financiera y los de las empresas con menores deficiencias en un horizonte temporal de dos años. A su vez, encontraron diferencias significativas cuando hay determinadas variables que inciden de alguna forma en esta evolución, como la existencia de una historia de deficiencias en la información, lo cual contribuye a una evolución a largo plazo de los precios más suavizada que cuando no existe dicho antecedente.

Jara-Bertín y Moya (2013) analizan si la adopción de las normas internacionales de información financiera (NIIF) en el mercado de capitales chileno afecta el conservadurismo de las empresas que las adoptan. Utilizando un modelo de conservadurismo condicional de los resultados, los autores comparan el conservadurismo pre y post NIIF para una muestra de 95 empresas que cotizan en el mercado de capitales chileno en el periodo 1999-2010. Los autores encuentran evidencia que el conservadurismo condicional de los resultados es más pronunciado una vez las empresas han implementado las NIIF y sugieren que el uso de NIIF mejora la relevancia y confiabilidad de la información contable reportada.

Espinosa et al. (2015) analizan el impacto de la adopción de las NIIF usando una muestra de 43 empresas chilenas en ciertos indicadores financieros, y a su vez analiza la reacción del mercado ante el anuncio de la adopción de las NIIF mediante un estudio de eventos. Los autores encuentran que la adopción de las NIIF produjo un cambio estadísticamente significativo en los principales indicadores financieros, a excepción de los indicadores de apalancamiento y de relación precio-beneficio. A su vez, encuentran diferencias significativas en las cuentas de los estados financieros, con la excepción de inventarios y activos corrientes. Mientras que no encuentran una reacción anormal en el mercado ante el anuncio de las NIIF.

Por su parte, Jara-Bertín y Sepulveda (2016) estudian si las diferencias en desempeño entre empresas familiares y no familiares puede ser explicada por la existencia de manipulación contable. Los autores usan el Modelo de Jones (1991) para

obtener una medida de desempeño no manipulado (sin ajustes por devengo discrecionales) para una muestra de empresas chilenas, y luego estiman una regresión de tipo panel donde la medida de desempeño sin manipulación es la variable dependiente, la naturaleza familiar o no de la empresa es la variable independiente y una serie de variables de control. Los autores encuentran que las empresas familiares muestran un mejor desempeño que aquellas no familiares, incluso cuando consideran la medida de desempeño libre de manipulación. Además, los autores encuentran que la presencia de inversores institucionales en la estructura de control de la firma, tiene un efecto positivo sobre el desempeño de las empresas familiares.

Otro tema estudiado son los modelos contables y su relación con la revelación y divulgación de información financiera (Gómez & Católico, 2009; Maldonado et al., 2012). Por un lado, Gómez y Católico (2009) analizan el grado de revelación y divulgación de información tanto financiera como no financiera en internet de 500 empresas de Colombia en 2008. Los autores concluyen que en Colombia un alto porcentaje de las empresas analizadas publican su información de forma online, sin embargo, la información divulgada por estas empresas resulta heterogénea debido a la falta de disposiciones específicas que regulen la divulgación. Por su parte, Maldonado et al. (2012) exploran el grado de divulgación de información financiera de empresas que pertenecen a la canasta bursátil del IPC de México y del IPSA de Chile en sus sitios web corporativos. Primero, crean un índice basado en variables relacionadas con la divulgación, entre ellas: la forma como estas hacen pública la información contable, qué tipo de información divulgan, la rapidez con que lo hacen, la accesibilidad al sitio web, entre otras. Este índice de divulgación es utilizado como variable dependiente en una regresión lineal múltiple para determinar los factores que influyen en la divulgación de la información contable. Encuentran que las empresas seleccionadas –en promedio– se comportan de forma homogénea con relación a la divulgación web de la información contable. Además, encuentran que los buenos resultados financieros están relacionados positivamente con mayores índices de divulgación y que las empresas con más volumen de activo presentan índices de divulgación más altos.

En la revista *Contaduría y Administración de México* se encontraron cuatro trabajos empíricos. En el primero, Boz et al. (2015) estudian la relación entre algunas variables de información contable y macroeconómica con el riesgo de las acciones, y analizan si la implementación de las NIIF en España en el año 2005 tuvo algún efecto en dicha relación. Dada la proximidad con el planteamiento de la tesis, exponemos el trabajo con cierto detalle. Los autores, mediante el modelo CAPM, calcularon la beta de mercado de cada una de las 98 empresas que configuraron la muestra. Posteriormente, estimaron la relación entre la beta de cada empresa y una serie de 20 variables independientes (información contable obtenida de las empresas y variables del entorno macroeconómico). Se creó un panel de datos estático con un período de 2001 a 2011 para medir el efecto de las variables sobre el riesgo de las acciones y luego se incluyó la variable dicotómica de las NIIF y se separó la muestra en dos períodos, antes de la implementación (2001-2004) y después (2006-2011), para ver el impacto de las NIIF sobre la relación antes estudiada. Los resultados arrojaron que existe una relación positiva entre el riesgo y el tamaño de la empresa, y que a medida que aumenta el Euríbor, el PIB y la tasa de desempleo, el riesgo de las acciones disminuye. Con respecto a las NIIF, se encontró que su inclusión en la estimación generó la significatividad de la variable IPC para las empresas financieras, y redujo el riesgo de las acciones en el período 2006-2011.

En el segundo trabajo, Cabedo y Tirado (2014) realizan un estudio empírico de la relación entre el costo de capital de los recursos propios de las empresas y la divulgación de riesgos. Para medir el grado de divulgación de riesgos financieros, crearon un índice basado en la información publicada por la empresa; además, agregaron variables de control como el tamaño, el grado de apalancamiento y el potencial de crecimiento (medido como la relación valor en libros sobre valor de mercado). Los resultados muestran que contrario a la hipótesis planteada, existe una relación positiva entre el costo de capital y el índice de divulgación de riesgos, el tamaño no es significativo, y que un mayor nivel de apalancamiento es percibido por los inversores como un mayor nivel de riesgo; también, se encontró que en las empresas financieras que divulgan incrementos

en el potencial de crecimiento, los inversores demandan altos costos de capital para invertir.

El tercer trabajo está relacionado con la relevancia valorativa. Los autores Duran et al. (2007) tienen como objetivo proporcionar evidencia de la capacidad de los datos contables para resumir la información subyacente a los precios de las acciones de las empresas que cotizan en la bolsa de valores mexicana de 1991 a 2003. Se basan en el modelo de Ohlson (1995) para operacionalizar la relevancia valorativa. Los resultados de su estudio muestran que el neto y el resultado son relevantes para las empresas mexicanas, si bien que la inclusión de los flujos de caja operativos y los dividendos por acción mejoran la capacidad explicativa del modelo.

Por último, Garza et al. (2017) analizan si los cambios en las normativas contables afectan la relevancia valorativa de la información contable en las empresas mexicanas en el período de 2000 a 2013. A través de una estimación de panel, consideran variables de control como el tamaño de la empresa, el índice de endeudamiento, la tasa de variación de las ventas y una variable dicotómica sobre las NIIF. Los resultados muestran que los cambios en los principios contables y en las NIIF aumentan la confianza de los inversores, lo cual aumenta la relevancia valorativa.

En Argentina se encontraron cuatro revistas con publicaciones teóricas sobre el tema. Biondi (1995) y Barbei (2008) hacen revisiones de las investigaciones que estudian la calidad de la información que brindan los estados contables. Con base en ello, proponen medidas para mejorar la información y facilitar su interpretación para la toma de decisiones. Estas medidas constan de uniformar la terminología contable básica, definir los estados contables que deberían siempre publicarse, incluir índices económicos y unificar los lineamientos generales para la elección del modelo contable que utilizan las empresas (Biondi, 1995). Además, explorar los modelos para la emisión de la información contenida, desarrollar conjuntos de indicadores para realizar descripciones cuantitativas de algunas variables que hasta ahora se miden de forma cualitativa y elaborar teorías contables generalizables (Barbei, 2008). También, se hace hincapié en la importancia que

tiene el seguimiento de las normas para la exposición de los resultados contables generados a lo largo de un período bajo un enfoque de resultado global (Barbei, 2008; Casal & Maestromey, 2011). Casal y Maestromey (2011) sugieren que no se deberían diferir pérdidas y ganancias mediante cuentas especiales de patrimonio neto, porque esto representa una desviación del concepto de ganancia en el mantenimiento del capital financiero, y afecta a la comparabilidad, la claridad e integridad de la información financiera.

Wirth (1999) y Terreno (2010) han destacado la relevancia de la teoría e información contable en la determinación del valor de las empresas. Wirth (1999) parte de la hipótesis de que los métodos de valuación de las empresas se basan –total o parcialmente– en la teoría contable. Su aporte se basa en aclarar que el valor de la empresa no se puede determinar de forma exacta, porque no existe un consenso en la definición de valor, y porque existen múltiples factores cuya medición es incierta, como los flujos futuros de fondos que la empresa pueda generar, los estados de la naturaleza que puedan presentarse, el valor del dinero en el tiempo y la estimación del riesgo de la actividad.

Finalmente, un tema ampliamente estudiado en su aspecto teórico es la información contable y financiera prospectiva (Viegas et al., 2000; Biondi, 2001, 2007; Biondi & Viegas, 2004; Viegas, 2009; Alvarez, 2011). La información prospectiva utiliza los estados contables históricos y presentes para generar proyecciones de la situación futura de la empresa, la cual sirva de instrumento para tomar decisiones y reaccionar frente a contingencias. Los autores expresan la necesidad de definir bases teóricas para la emisión de información contable proyectada, que garantice los principios generales de consistencia, oportunidad, viabilidad, empresa en marcha, totalidad, uniformidad, exposición, confidencialidad, prudencia y comparabilidad.

Viegas et al. (2000) hace notar que no existe un modelo internacional que permita recoger las proyecciones y presentarlas con cierto grado de homogeneidad, sin embargo, presenta dos modelos de información contable prospectiva: el cuantitativo (numérico) y

el cualitativo (narrativo). En el primero, se consideran los flujos de fondos, presupuestos, declaraciones de ingresos y previsiones de ganancias; en el segundo, se incluye información sobre el desempeño pasado y futuro de la empresa, como los objetivos comerciales, métodos para conducir el negocio, relaciones con los grupos de interés, factores de estrategia corporativa, matriz de debilidades, oportunidades, fortalezas y amenazas (DOFA), entre otros. Viegas (2009) desarrolla una investigación de campo donde analiza los estados financieros emitidos en Argentina durante el año 1999, encuentra que dicha información contable está relacionada con expectativas de crecimiento del PIB del país (incluyendo cifras históricas), propuestas de distribución de resultados y enumeración de objetivos vinculados al futuro de la empresa.

Alvarez (2011) hace una revisión de las características y estructura de la información financiera prospectiva teniendo en cuenta la reglamentación y su evolución histórica, y genera una guía de análisis para los estados financieros prospectivos, afirmando que estos abarcan previsiones, proyecciones, estudios de viabilidad, análisis del punto de equilibrio y presupuestos.

Para el caso de Perú, se encontraron dos trabajos teóricos importantes. Lam (2007) se enfoca en la convergencia y armonización de la normativa contable en el país, con el fin de llevarla hacia una contabilidad internacional. Y Vílchez (2008), describe los diferentes contextos de la armonización contable en Latinoamérica.

En cuanto a los estudios empíricos, si bien los artículos encontrados en las revistas peruanas fueron realizados usando datos de empresas de otros países, se destaca el estudio sobre la calidad de la información contable, la estructura de propiedad y la implementación de las NIIF.

Cornejo-Saavedra (2018) examina si las firmas no financieras registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS) manipularon la cifra de beneficios para evitar reportar pérdidas o disminuciones en las ganancias durante el período 2010-2014. El autor encuentra evidencia de frecuencias inusualmente bajas de pequeñas pérdidas y de pequeñas disminuciones en los beneficios, y frecuencias inusualmente altas

de pequeñas utilidades y de pequeños incrementos en las ganancias. Ambos resultados fueron estadísticamente significativos. El estudio presenta evidencia de posibles prácticas de manipulación contable para evitar reportar pérdidas o disminuciones en el beneficio neto.

San Martin (2018) examina la relación entre la manipulación contable y la estructura de propiedad de las acciones, de acuerdo con diferentes tipos de accionistas: empresa familiar, inversores institucionales y accionistas externos, para lo cual usan la información de 67 empresas listadas en la bolsa de valores de México en el periodo 2005-2015. El autor encuentra que la propiedad familiar e institucional reduce la manipulación contable, pero el impacto es diferente según el tamaño de la empresa.

Fuad et al. (2019) examinan si el proceso de convergencia de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) agrega valor a diversas medidas calidad de la información contable, incluida la calidad de los devengos, el conservadurismo y la persistencia de las ganancias. Los autores se basan en datos de empresas industriales desde 2008 hasta 2014 en Indonesia. Los resultados encontrados concluyen que no hay evidencia de que todas las dimensiones de la calidad contable, incluida la calidad de los devengos, el alisamiento del resultado, el conservadurismo y la persistencia de ganancias aumentaron en la convergencia posterior a las NIIF.

Otros países con pocas investigaciones sobre contabilidad basada en el mercado son Venezuela y Chile, como se puede observar en la Tabla 2. Para el caso de Venezuela, se encontró un trabajo que analiza el concepto de utilidad de la información financiera y los elementos claves para definir el concepto (Rodríguez, 2018). Rodríguez (2018) se centra en determinar los elementos que deben estar presentes en dicho concepto de utilidad, analizando algunas definiciones ya existentes del concepto y su uso en la contabilidad. En Chile se encontraron tres revistas con trabajos enfocados en los temas de eficiencia del mercado de capitales, utilidad y calidad de la información contable, conservadurismo contable y relevancia de la información financiera y contable. En la Revista de Contabilidad y Sistemas se encontró un trabajo enfocado en la eficiencia del

mercado de capitales, a través de un análisis de la presencia de PEAD en el mercado bursátil chileno (Contreras, 2017). Entre los estudios empíricos encontramos a De la Fuente et al. (2015). Los autores buscan medir los efectos de la adopción anticipada del uso del valor razonable⁶ en la transparencia del mercado de capitales chileno y en la disminución de asimetría de información. Para medir la asimetría de información, utilizaron el spread –entendido como una aproximación al margen de liquidez, es decir, la diferencia entre el precio de compra y el de venta de un activo financiero– con datos de acciones intradiarios de la Bolsa de Comercio de Santiago para el período 2007-2012, y encontraron que la aplicación anticipada de las NIIF 13 no produjo un efecto significativo en la asimetría de información, y que la aplicación de la norma produce un efecto inesperado: a menor jerarquía del valor razonable⁷, menor es la asimetría de información. Entre tanto, Ficco y Sader (2019), usando una muestra de empresas argentinas durante el período 2009-2015, analizan el efecto de la adopción de las NIIF en la relevancia que el mercado de capitales asigna a la información financiera sobre activos intangibles, y a la información no financiera referida al capital intelectual de las empresas que cotizan en el mismo. Para ello, estiman de modelos de precios basados en Ohlson (1995) y encuentran que la adopción de las NIIF produjo cambios en la relevancia valorativa de los activos intangibles, pero no impactó la relevancia valorativa del capital intelectual.

Al igual que en Colombia, en Brasil hay un elevado número de investigaciones relacionadas con la investigación contable basada en el mercado, comparado con el resto de los países de América Latina. Los dos principales temas de investigación, que se distribuyen a través de todas las revistas científicas encontradas para el país, son el contenido informativo de los datos contables y su impacto en el mercado (Ribeiro, 2002;

⁶ La NIIF 13 define el valor razonable como el precio que sería recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de medición –es decir, el precio de salida– (NIIF Informe Técnico, 2012).

⁷ La jerarquía del valor razonable concede la prioridad más alta a los precios cotizados –sin ajustar– en mercados activos para activos y pasivos idénticos, y la prioridad más baja a los datos de entrada no observables (NIIF Informe Técnico, 2012).

Sarlo et al., 2005), y la utilidad y calidad de la información contable (Ferreira & Silva, 2004; Coelho & Siqueira, 2007; Potin et al., 2016). Respecto al primer tema, Ribeiro (2002) analizó la relación entre el contenido informativo de los datos contables y el costo de financiamiento de empresas del sector de Celulosa y Papel que obtuvieron fondos en el mercado de bonos estadounidense e internacional durante el período 1991-1998, y encontró que las empresas brasileñas no mostraron un alto desempeño si bien captaron fondos a bajo costo. Por su parte, Sarlo et al. (2010) analizaron la influencia de la estructura de propiedad de las empresas sobre el nivel de contenido informativo de los datos contables. Para ello, utilizaron como muestra empresas no financieras que cotizaban en la Bolsa de Valores de Sao Paulo desde 2000 hasta 2006, además de tres enfoques para modelos de regresión con datos de panel: 1) Efectos combinados; 2) Efectos fijos; y 3) Efectos aleatorios. Sus resultados indican que la concentración de votos influye negativamente en el contenido informativo de los resultados contables. De acuerdo a los autores, la concentración de votos en manos de pocos accionistas conduce a una reducción de la credibilidad de la información divulgada, provocando una reducción del contenido informativo de los resultados contables, en la medida en que los accionistas mayoritarios puedan ejercer control sobre la producción de la información contable. Así, teniendo control de la contabilidad, el accionista controlante puede modificar la información contable para no revelar datos que puedan favorecer sus intereses frente a los de los accionistas minoritarios.

Varios trabajos analizan la relación entre los datos contables y los precios o rentabilidad del mercado. Por ejemplo, el impacto de la calidad y divulgación de los datos contables sobre los precios de las acciones (Pompa & Soares, 2008; Silva et al., 2012; Macedo et al., 2013), el impacto que tienen los estados financieros sobre los precios de las empresas que cotizan en bolsa (Sarlo et al., 2005), el efecto que tienen los anuncios de problemas por parte de las empresas sobre los retornos de sus acciones (Ribeiro & Shiguero, 2006), la relación que existe entre el precio de las acciones y las ganancias de las empresas (Costa et al., 2013), y la relación entre la información contable y el riesgo sistemático en el mercado (Cavallari et al., 2012; Cavalcante & Coelho, 2018).

Específicamente, Silva et al. (2012) estudian la relevancia de la información contable, en concreto las ganancias netas, el EBITDA y el flujo de caja operativo de las empresas del sector eléctrico brasileño en el período de 2005 a 2009. Sus resultados revelan que la información sobre las ganancias netas y el flujo de caja operativo individualmente no son relevantes, mientras que el EBITDA es individualmente significativo. En el caso de Cavallari et al. (2012), estudian la relación entre información contable y riesgo sistemático en el mercado brasileño (relación entre betas contables y betas de mercado de empresas en Brasil), usando datos de 97 empresas en el período 1995-2009, mediante un modelo de regresión con datos de panel. Sus resultados muestran que algunas betas contables pueden explicar la beta del mercado. Por su parte, Potin et al. (2016) analizan el efecto que tiene la contabilidad de coberturas sobre la calidad de la información contable, sobre la divulgación de instrumentos financieros derivados y sobre la asimetría de información, utilizando como insumo las 150 empresas brasileñas no financieras con mayor valor de mercado listadas en la Bolsa de Valores. Para la estimación econométrica, aplican el método de emparejamiento por puntaje de propensión con el objetivo de comparar los resultados que fueron influenciados por la contabilidad de cobertura versus los que no fueron afectados. Encuentran que la contabilidad de coberturas se relaciona positivamente con la revelación de derivados y negativamente con el contenido informativo de los resultados contables.

El segundo tema de investigación ampliamente estudiado en Brasil se enfoca principalmente en examinar para qué sirve la información contable de las empresas, es decir, su utilidad (Cardoso et al., 2010; Da Costa et al., 2012; Alves, 2013; Moura et al., 2017). También, se ha examinado la calidad de dicha información (Coelho & Siqueira, 2007; da Silva et al., 2015; Mazzioni et al., 2016), la influencia de la información contable en las decisiones financieras de las empresas (Ferreira & Silva, 2004), y la influencia del tamaño de las empresas sobre la información contable, específicamente su grado de información y relevancia (Yokoyama et al., 2015). Cardoso et al. (2010) analizaron cómo las micro y pequeñas empresas utilizan la información contable. Para ello, realizaron entrevistas con gerentes de 55 empresas ubicadas en la Región Metropolitana de Recife

(PE). Los autores revelan que la mayoría de los informes que se ponen a disposición son tradicionales y poco sofisticados, y que la mayoría de los gerentes no utilizan la contabilidad para monitorear objetivos, medir el desempeño o evaluar los impactos financieros de sus decisiones. En la misma línea, Alves (2013) investiga el nivel de percepción de los directivos de las pymes ubicadas en Luanda y Lisboa sobre la utilidad de la información financiera en el proceso de toma de decisiones. Realiza un estudio comparativo y utiliza un cuestionario como método de recopilación de datos. El autor encuentra que los encuestados de los dos países reconocen la importancia de la información financiera en la toma de decisiones en el mundo empresarial.

En relación con la calidad de la información contable, Mazzioni et al. (2016) analizan la calidad de la información contable en 101 empresas no financieras que participan en el mercado de valores brasileño en el período de 2003 a 2014. Primero, realizan un cálculo individual de los atributos de persistencia, capacidad predictiva y alisamiento de los resultados para cada empresa, con el cual elaboraron un ranking de la calidad de la información contable utilizando el método de análisis multicriterio TOPSIS⁸. Luego, examinaron los factores determinantes para el posicionamiento de las empresas en la calidad de la información contable mediante la prueba t de medias y regresión lineal. Los resultados señalaron que el origen legal de los países de domicilio de las empresas, el nivel de percepción de la corrupción, un menor apalancamiento financiero y la mayor intensidad en la internacionalización de las empresas, son factores decisivos para el posicionamiento en el ranking de calidad de la información contable.

Ferreira y Silva (2004) investigan el grado de importancia que los empresarios / gerentes atribuyen a la información contable en las decisiones de inversión, financiamiento, distribución de dividendos y operaciones. Para ello, realizaron encuestas por correo a empresas portuguesas con menos de 50 trabajadores en el distrito de Castelo Branco. Los datos fueron sometidos a análisis estadísticos bivariados y multivariados.

⁸ Método de decisión multicriterio de selección de alternativas, basado en la idea de que un problema de toma de decisiones con múltiples criterios se puede resolver mediante la jerarquización del problema planteado (Saaty, 1980).

Los resultados muestran que los empresarios de las pequeñas empresas otorgan más importancia a la información contable para la toma de decisiones de inversión y operativa que para la toma de decisiones de financiamiento y dividendos. Además, dan más importancia a la información contable para la toma de decisiones estratégicas cuando los estados financieros son elaborados dentro de la empresa.

Yokoyama et al. (2015), usando el nivel de capitalización bursátil de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de São Paulo en el período de 2010-2012, estudiaron la influencia del tamaño de la empresa en ciertos aspectos de la información contable como su contenido informativo, conservadurismo y relevancia valorativa. Los autores encuentran que las empresas de mayor capitalización presentan mayor grado de conservadurismo y relevancia valorativa frente a empresas de menor capitalización, a pesar de que sus datos contables se mostraron menos informativos. Esto último, los autores lo atribuyen a la mayor producción de información privada alrededor de las empresas de tamaño más grande (por ejemplo, mayor cobertura de los analistas o de prensa especializada), por lo que el mercado responde con menos sorpresa a la publicación de los reportes contables.

Por último, Morais et al. (2019) investigan la relación entre el entorno regulatorio y la calidad de la información contable de las empresas de Latinoamérica, en lo que se refiere a la calidad de los ajustes por devengos. La muestra de su estudio está compuesta por empresas listadas en las principales bolsas de valores de América Latina (Brasil, Chile, México y Perú) en el período 2011-2016. Los autores utilizan el valor absoluto de las de los devengos discrecionales como indicador de la calidad contable y encuentran una relación positiva entre el entorno regulatorio y el uso de devengos discrecionales.

Si bien la investigación contable continúa siendo poca en los países Latinoamericanos comparada con otros países más desarrollados, en los últimos años se han hecho algunos avances, aumentando el número de publicaciones. Sin embargo, aún queda mucho camino por recorrer para que la investigación en la región crezca y avance, lo que entre otros aspectos le permitiría internacionalizarse.

Como se ha indicado anteriormente, el propósito de esta tesis es investigar la relación entre la calidad de la información contable y las medidas de riesgo financiero y la financiación bancaria. De esta forma, se pretende extender la literatura sobre mercado de capitales en la región y reducir la brecha de investigación contable frente a otros países desarrollados.

La Tabla 2 que se expone a continuación resume la literatura analizada en este capítulo.

Tabla 2. Investigación contable basada en el mercado en Latinoamérica

Revista	Tema	Documento	Tipo
	Colombia		
Revista Visión Contable	1. Calidad de la información contable	1. (Cea, 2013)	1. Teórico
Revista Colombiana de Contabilidad	1. Criterio de razonabilidad en la representación contable	1. (Hincapié, 2017)	1. Teórico
Contaduría Universidad de Antioquia	1. Emisión de la información contable. 2. Calidad, transparencia y utilidad de la información y su efecto en los precios de las acciones	1. (Cardona, 1987; Gómez, 2006) 2. (Callao et al., 2008; Giner, 2017; Ospina & Gil, 1990; Ospina & Villaquirán, 2010; Sanz & Bernal, 2008)	1. Empírico 2. Empírico, Teórico
Cuadernos de Contabilidad	1. Modelos contables: revelación y divulgación de información financiera. 2. Impacto de la divulgación de información contable en el mercado accionario	1. (Gómez & Católico, 2009; Maldonado et al., 2012). 2. (Gutiérrez & Barrera, 2018)	1. Empírico 2. Empírico
Lúmina	1. Eficiencia del mercado	1. (Álvarez & Yepes, 2010)	1. Teórico
Revista Innovar	1. Normativa contable	1. (Sierra, 2001)	1. Teórico
Academia. Revista Latinoamericana de Administración	1. Conservadurismo contable 2. Normatividad 3. Calidad de la información contable.	1. (Jara & Arias, 2013). 2. (Espinosa et al., 2015). 3. (Jara & Sepúlveda, 2016).	1. Empírico 2. Empírico 3. Empírico.

Tabla 2. (Cont.)

Revista	Tema	Documento	Tipo
México			
Contaduría y administración	<ol style="list-style-type: none"> 1. Impacto de la divulgación de información contable sobre el costo de capital y riesgo de las acciones 2. Relevancia y calidad de la información contable 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Boz et al., 2015; Cabedo & Tirado, 2014). 2. (Duran et al., 2007; Garza et al., 2017). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Empírico 2. Empírico
Argentina			
Contabilidad y auditoría	<ol style="list-style-type: none"> 1. Utilidad de la información contable 2. Información contable y valoración de empresas 3. Información financiera prospectiva 4. Calidad de la información contable 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Biondi, 1995). 2. (Wirth, 1999). 3. (Alvarez, 2011; Biondi, 2001, 2007; Biondi & Viegas, 2004; Viegas et al., 2000). 4. (Barbei, 2008). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Teórico 2. Teórico 3. Teórico 4. Teórico
Contabilidad y decisiones	<ol style="list-style-type: none"> 1. Información contable prospectiva 2. Modelo Ohlson de valoración de empresas 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Muñoz, 2011; Viegas & Pérez, 2009). 2. (Terreno, 2010). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Teórico 2. Empírico
Escritos contables y de administración	<ol style="list-style-type: none"> 1. Utilidad de la información contable 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Casal & Maestromej, 2011). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Teórico
SaberEs.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Información contable prospectiva 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Viegas, 2009). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Teórico

Tabla 2. (Cont.)

Revista	Tema	Documento	Tipo
Perú			
Contabilidad y Negocios	1. Armonización de la normativa contable	1. (Lam, 2007; Vílchez, 2008)	1. Teórico
Journal of Economics, Finance and Administrative Science	1. Calidad de la información contable	1. (Cornejo, 2018; San Martín, 2018; Fuad et al., 2019)	1. Empírico
Venezuela			
Actualidad contable FACES	1. Utilidad de la información financiera	1. (Rodríguez, 2018)	1. Teórico
Brasil			
Contabilidade e Finanças.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Contenido informativo de datos contables y financieros 2. Utilidad y calidad de la información contable 3. Impacto de los estados financieros en los precios de las empresas que cotizan en bolsa 4. Anuncios de problema y su efecto en los retornos de las acciones 5. Relación información contable y riesgo sistemático en el mercado 6. Relación precios y ganancias 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Ribeiro, 2002) 2. (Coelho & Siqueira, 2007; Ferreira & Silva, 2004; Potin et al., 2016) 3. (Sarlo et al., 2005) 4. (Ribeiro & Shigueru, 2006). 5. (Cavalcante & Coelho, 2018; Cavallari et al., 2012) 6. (Costa et al., 2013) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Empírico 2. Empírico 3. Teórico 4. Empírico 5. Empírico 6. Empírico

Tabla 2. (Cont.)

Revista	Tema	Documento	Tipo
Brasil			
Revista Contemporânea em Contabilidade.	<ol style="list-style-type: none"> Utilidad de la información contable Calidad y relevancia de la información contable 	<ol style="list-style-type: none"> (Cardoso et al., 2010; Lacerda et al., 2013) (Mazzioni & Klann, 2016; Da Silva et al., 2015) 	<ol style="list-style-type: none"> Empírico Empírico
Contabilidade Vista e Revista	<ol style="list-style-type: none"> Utilidad y relevancia de la información contable 	<ol style="list-style-type: none"> (Fernandes et al., 2013; Fernandes et al., 2011) 	<ol style="list-style-type: none"> Empírico
Base: Revista Administração e Contabilidade da Unisinos	<ol style="list-style-type: none"> Relevancia de la información contable Información contable prospectiva Relación entre la oportunidad y utilidad de la información contable Información de las ganancias contables 	<ol style="list-style-type: none"> (Degenhart et al., 2017; Domingues & Ribeiro, 2016) (Cardoso et al., 2008) (Zóboli & Rezende, 2008) (Sarlo et al., 2010) 	<ol style="list-style-type: none"> Empírico Empírico Empírico Empírico
Universo Contábil	<ol style="list-style-type: none"> Relevancia de la divulgación de información contable Eficiencia del mercado al anuncio de resultados contables 	<ol style="list-style-type: none"> (Macedo et al., 2013; Moreira & Reginato, 2008; Pompa & Soares, 2008; Silva et al., 2012) (Paulo & Leme, 2009) 	<ol style="list-style-type: none"> Empírico Empírico
REPEC, Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade	<ol style="list-style-type: none"> Relevancia y calidad de la información contable Influencia del tamaño de la empresa en la información contable 	<ol style="list-style-type: none"> (Da Costa et al., 2012; Moura et al., 2017) (Yokoyama et al., 2015) 	<ol style="list-style-type: none"> Empírico Empírico

Tabla 2. (Cont.)

Revista	Tema	Documento	Tipo
Brasil			
Revista de Informação Contábil.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Normativa contable 2. Influencia del tamaño de la empresa en la información contable 3. Relevancia y calidad de la información contable 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Martins et al., 2007; Nascimento et al., 2011) 2. (Speroni, 2013) 3. (da Silva et al., 2015) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Teórico 2. Empírico 3. Empírico
Journal of Accounting, Management and Governance.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Normativa contable 2. Calidad de la información contable 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (França, 2000) 2. (Mazzioni et al., 2016) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Teórico 2. Empírico
Revista Contabilidade e Controladoria.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Utilidad y relevancia de la información contable y financiera 2. Conservadurismo contable 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Alves, 2013; Rodrigues et al., 2015; Machado et al., 2020). 2. (Marques, 2017) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Empírico 2. Empírico
Brazilian Business Review	<ol style="list-style-type: none"> 1. Relevancia y calidad de la información contable 2. Contenido informativo de la información contable 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Rezende, 2005) 2. (Martinez, 2008) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Empírico 2. Empírico
Revista Evidenciação Contábil & Finanças	<ol style="list-style-type: none"> 1. Calidad de la información contable. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Morais et al., 2019). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Empírico
Chile			
Revista Contabilidad y Sistemas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Eficiencia del mercado de capitales 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Contreras, 2017). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Empírico

Tabla 2. (Cont.)

Revista	Tema	Documento	Tipo
Chile			
Capic Review	<ol style="list-style-type: none"> 1. Utilidad y calidad de la información contable 2. Conservadurismo contable 3. Relevancia de la información contable y financiera 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (De la Fuente et al., 2015; García & Fonseca, 2015) 2. (Pérez & Pinto, 2015; Verón & Marcolini, 2017). 3. (Ficco & Sader, 2019) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Empírico 2. Teórico 3. Empírico
Estudios de Administración	<ol style="list-style-type: none"> 1. Relevancia de la información financiera 2. Conservadurismo contable 	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Vásquez & García, 2012) 2. (Medina, 2015). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Empírico 2. Empírico

CAPÍTULO III. CALIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE

La información contable hace visible las características no observables de las empresas para generar beneficios (Watts & Zimmerman, 1986), lo que explica que sea ampliamente utilizada por los inversores para conocer el desempeño financiero de aquellas en las que están interesados. Sin embargo, como argumentan Dechow et al. (2010), las cifras de resultados publicadas son una función del sistema contable y del rendimiento propio de las empresas. Por ello, resulta importante conocer en qué medida estos dos aspectos influyen en las decisiones de los inversores, y si estos son capaces de diferenciarlos. En esta sección nos referimos primeramente a los trabajos que han investigado sobre la calidad y la manipulación de la información contable y sus motivaciones, para seguidamente exponer los que se han centrado en las medidas de calidad empleadas en la literatura contable, así como en las medidas de riesgo frecuentemente consideradas en los trabajos de finanzas.

3.1 Distintas Interpretaciones de Calidad de la Información Contable

Típicamente, la calidad de la información contable se asocia al grado de consistencia que los estados financieros presentan sobre la situación económica propia de una empresa (Chen et al., 2010). A pesar de ello, no es posible atribuir una definición única en cuanto a la manera de medir dicha calidad. Esto se atribuye, en cierto modo, a que la situación económica subyacente no puede ser observada de forma directa, por lo que existe un conjunto de subrogados que se aproximan a aquello que se desea medir.

El *Financial Accounting Standards Board* –FASB– y el *International Accounting Standards Board* –IASB–, en su borrador sobre la primera parte de un marco conceptual común, resaltan la necesidad de la información financiera de alta calidad (IASB, 2008). Si bien evitan definir el concepto de calidad contable, enumeran una serie de características cualitativas que debe tener la información de alta calidad, que incluye la relevancia, la

representación fiel, la comparabilidad, la verificabilidad, la oportunidad y la comprensibilidad.

El concepto de calidad de la información financiera posee cierto grado de ambigüedad por los distintos tipos y usos que los informes contables poseen. La ambigüedad de dicho concepto recae en su carácter multidimensional. Por ejemplo, la calidad de la información contable, en ocasiones, es asociada con las tarifas cobradas por los auditores encargados de examinar la situación contable y financiera de una empresa; asumiendo así, que los auditores cobran tarifas más altas a empresas con una contabilidad de menor calidad (Hribar et al., 2014). Esto es consistente con investigaciones previas donde sugieren que los auditores valoran la contabilidad de baja calidad al mostrar que los honorarios de auditoría están positivamente correlacionados con los devengos discrecionales y controles internos deficientes, lo cual es muestra de una baja calidad de la información contable (Gul et al., 2003; Hogan & Wilkins, 2008; Charles et al., 2010).

Existe evidencia de una relación positiva entre la calidad de la información contable y la adopción de estándares, como las NIIF. La razón detrás de esto radica en la posibilidad de realizar comparaciones internacionales, por medio de las cuales se incrementa la transparencia de los informes, la liquidez, la competitividad y la eficiencia de los mercados, mientras se disminuyen los costos de información y la asimetría de la información (Horton & Serafeim, 2010; Byard et al., 2011; Okafor & Ogiedu, 2011).

Estos ejemplos dan cuenta de la diversidad detrás del concepto de calidad de la información contable. Por lo tanto, resulta acertado utilizar un conjunto variado de subrogados enfocados en la medición de dicha calidad. En este sentido, dentro de los principales subrogados empíricos que se han usado en la literatura para el estudio de la calidad de la información contable y su efecto en el proceso de toma de decisiones de un inversor, se resaltan las siguientes: i) relevancia de la información (*Value Relevance*); ii) coste de capital; iii) liquidez de mercado; iv) *Bid-Ask spread*; y v) calidad del resultado. A continuación, se explica cada uno de estos subrogados.

Al hablar sobre relevancia de la información, se hace referencia al uso de las cifras contables como herramienta empírica, que permite una evaluación adecuada de la empresa para los inversores. En otras palabras, si los estados financieros proveen información relevante para que los inversores puedan examinar la empresa y la medición de esta, se ve reflejada en los precios de cotización, entonces la información suministrada es útil y por tanto de calidad. Dentro de la extensa literatura sobre este tema, el trabajo de Amir et al. (1993) examina cómo la conciliación entre los principios contables no estadounidenses (*non-U.S. GAAP*) de empresas registradas en el extranjero –pero listadas en la bolsa de valores norteamericana– con los US GAAP, tienen un efecto positivo sobre la relevancia de la información contable (Brown, 2011). Asimismo, Barth et al. (2008) encuentran cómo aquellas empresas que aplican las Normas Internacionales de Contabilidad –NIC– generalmente muestran una mayor relevancia de la información, utilizada como subrogado para medir la calidad contable de las empresas que aplican normas de contabilidad locales.

En este sentido, en un trabajo que se ha convertido en referente, Barth et al. (2001) resaltan el efecto positivo que ejercen los estudios sobre la relevancia valorativa sobre el fortalecimiento de las normas de contabilidad financiera. En dicha investigación, los autores enfatizan que una cifra contable es catalogada como relevante en términos valorativos si existe una asociación con los precios de las acciones que permita influenciar de manera positiva en las decisiones de inversión de capital.

Uno de los principales propósitos de probar la relevancia valorativa de la información contable radica en la posibilidad de operacionalizar aspectos clave de la normativa contable y evaluar en qué medida son útiles para los inversores. Por tanto, una cifra contable tendrá relevancia valorativa, es decir, tendrá una relación significativa con los precios de las acciones, solo si refleja información relevante para los inversores como para reflejarse en los precios de las acciones (Beisland, 2009; Barth et al., 2022). En el mismo sentido, una cifra contable es relevante para un usuario de los estados financieros en la medida en que sea capaz de marcar una diferencia en las decisiones de ese usuario.

Sin embargo, vale la pena aclarar que, a pesar de que la información contable puede ser relevante para el valor, no significa que también lo sea para la decisión, en particular, cuando dicha información puede ser reemplazada por información más oportuna (Barth et al., 2001).

El coste de capital para la empresa se entiende como el coste proveniente de las fuentes de financiación de un negocio, bien sea a través de recursos propios (patrimonio) y/o de deuda con terceros. Manteniendo lo demás constante, el coste de capital refleja, entre otros aspectos, la desventaja en términos de la información que poseen los inversores externos a una empresa, lo que confirma la relación estrecha que existe entre dicho coste con la cantidad de información divulgada y el nivel de comparabilidad de la misma (Brown, 2011). Así pues, cuanto mayor información exista y más comparable sea, menor es la asimetría de información y por tanto mayor calidad contable, reduciendo así el coste de capital. La literatura previa es consistente con esto y documenta la existencia de una relación negativa entre el coste de capital y la calidad de la información contable, sin importar la medida utilizada para calcular dicho coste (Hail, 2002; Hail & Leuz, 2006).

En este sentido, al comparar las cifras contables derivadas bajo la aplicación de las normas locales con los que resultan de la aplicación de las NIIF, Barth et al. (2006) encuentran que las cifras contables para las empresas que aplican las NIIF presentan una mejor calidad de la información contable, reflejado en una menor manipulación de las ganancias, un reconocimiento más oportuno de las pérdidas, una mayor relevancia de valor de las cifras contables, lo cual se encuentra a su vez asociado con un menor costo de capital propio. En esta misma línea, Daske et al. (2013) examinan las consecuencias económicas de la adopción de las NIIF, dentro de las cuales incluyen al costo de capital propio. Los hallazgos de este estudio evidencian que aquellas empresas que pueden indicar de manera creíble un compromiso con una mayor transparencia de los estados financieros, son las que obtienen beneficios económicos. Asimismo, Barth et al. (2013) demuestran que las empresas con ganancias más transparentes disfrutaban de un menor costo de capital.

En esta misma línea, Rathke et al. (2016) analizan el nivel de manipulación contable en Latinoamérica tras la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y analiza el papel de la cotización cruzada o *cross-listing* en Estados Unidos, es decir de las empresas domiciliadas en Latinoamérica pero que cotizan en la bolsa de valores de Estados Unidos. Los autores usan una muestra de países de Latinoamérica que aplican IFRS (Brasil y Chile), en comparación con los principales países anglosajones con tradición IFRS (Reino Unido y Australia), y con las principales economías de Europa continental (Francia y Alemania) en el periodo 2011-2012. Los resultados encontrados indican que las empresas latinoamericanas presentan un mayor nivel de manipulación contable que las empresas de Europa continental y anglosajonas, y que dicho comportamiento oportunista sigue siendo significativo cuando solo se analizan empresas globales con cotización en los Estados Unidos. Por lo tanto, según los autores, a pesar de la implementación de las NIIF, las características específicas de los países siguen desempeñando un papel importante en la forma en que se implementan estas normas en cada país.

A su vez, Cardona (2018) examina el impacto generado por la aplicación de las NIIF en la calidad de la información contable para un conjunto de países de Latinoamérica y el Caribe en el periodo 2006-2014. El autor encuentra que, durante el periodo de aplicación de las NIIF, las empresas reportan una menor magnitud absoluta de ajustes por devengo anormales, lo cual como desarrollamos más adelante en la tesis, sugiere una menor manipulación del resultado.

Adicionalmente, investigaciones previas han identificado dos variables económicas que se encuentran interrelacionadas con la medición de información financiera de mayor calidad: la liquidez del mercado y el diferencial entre el precio de compra y de venta de una acción (*bid-ask spread*). La liquidez de mercado es la facilidad con la que un activo puede ser convertido en efectivo – comprado o vendido – sin afectar su precio. Por lo que, en este sentido, manteniendo lo demás constante, cuanto mayor sea la calidad de la información disponible, mayor será la liquidez de un activo, es decir, más

rápido puede ser intercambiado en el mercado (Welker, 1995; Amihud, 2002). Así, por ejemplo, el compromiso de una empresa por divulgar más información, y aumentando su transparencia, aumentaría la confianza de los inversores (Verrecchia, 2001), mejorando la liquidez y disminuyendo el coste de capital (Levitt, 1998).

Existe evidencia empírica que sugiere que la liquidez ayuda a predecir la rentabilidad de las acciones, tanto a nivel de empresa como en la serie temporal del mercado agregado (Baker & Stein, 2004). Varios estudios han demostrado que las medidas de mayor liquidez, tales como, un bajo impacto de las transacciones comerciales en los precios, bajos diferenciales entre compra y venta (*bid-ask spread*) y una alta rotación de las acciones (alta bursatilidad), tienen una estrecha relación con rendimientos futuros más bajos (Amihud & Mendelson, 1986; Brennan & Subrahmanyam, 1996). Esto puede traducirse partiendo del conocimiento que tienen los inversores de que, si tienen inversiones con un nivel de liquidez bajo, cuando ejecuten la venta de algunas de sus acciones a futuro, en el ejercicio de dicha actividad se pueden encontrar con costos de transacción altos. Cuando esto sucede, los inversores reflejan estos altos costos en una mayor valoración de sus activos. Por lo tanto, es razonable esperar que la acción más líquida tenga un precio algo más alto y, por lo tanto, rendimientos esperados sean más bajos.

De manera alterna, Kim y Verrecchia (1994) sugieren que los anuncios de ganancias brindan información que puede favorecer a ciertos inversores a la hora de emitir mejores juicios sobre el desempeño de una empresa. Esto puede traer consigo una mayor presencia de asimetría de información en los momentos inmediatamente posteriores a los anuncios de ganancias, aumentando consigo el diferencial de oferta y demanda (*bid-ask spread*) lo que sugiere que la liquidez del mercado disminuye. En este orden de ideas, Baker & Stein (2004) sugieren que aquellas empresas con prácticas más transparentes en la divulgación de su información, suelen experimentar incrementos de liquidez en el mercado, lo que, a su vez, se traduce en un menor *bid-ask spread*.

Finalmente, otra de las medidas utilizadas para comprobar la calidad de la información contable es mediante la calidad de los resultados de una empresa. Así, cuando los resultados del ejercicio operativo de la empresa reflejan fielmente las ganancias o pérdidas que se derivan de mayores ventas o menores costos, sin estos estar sesgados por cualquier anomalía o truco contable que pueda alterar las cifras reales de los resultados, se puede considerar que son una representación fiel de la realidad y generan consigo una mayor confianza (Beaver, 1998; Ohlson & Zhang, 1998). Por ende, aquellas empresas que manipulan sus ganancias tienen una calidad de resultados baja, en contraste con aquellas empresas que no incurrir en este tipo de prácticas: a medida que mejora la calidad de las ganancias, disminuye la necesidad de manipulación para representar un determinado estado financiero. Por lo tanto, en términos generales, los datos contables bien comportados constituyen una fuente de información relevante para el proceso de evaluación de inversión, reduciendo consigo la ineficiencia y los riesgos de las decisiones tomadas (Francis et al., 2008).

No obstante, el concepto de calidad de los resultados tiene inmerso cierto grado de ambigüedad en función a las diferentes definiciones y bases teóricas existentes en la literatura. Es decir, no existe consenso sobre un enfoque específico que pueda ser generalmente aceptado como el más adecuado para medir la calidad de los resultados (Francis et al., 2008; Dechow et al., 2010). Por ejemplo, Schipper y Vincent (2003) se basan en la teoría de la renta económica para deducir la calidad de las ganancias; mientras que, Dechow y Schrand (2004) definen la calidad de las ganancias como una medida de qué tan bien las ganancias reflejan el desempeño real de una empresa. De igual forma, en un estudio donde realizan una taxonomía sobre los enfoques o subrogados utilizados para la medición de la calidad de las ganancias, Dechow et al. (2010) proponen tres categorías generales para enmarcar el concepto de calidad del resultado: i) propiedades de las ganancias; ii) capacidad de respuesta de los inversores a las ganancias; iii) indicadores externos de errores en las ganancias.

Las propiedades de las ganancias incluyen la persistencia de las ganancias, la magnitud de los devengos, el alisamiento de los resultados, el reconocimiento oportuno de las pérdidas, cumplimiento de expectativas, en donde se considera a la distancia entre las ganancias y un objetivo (*benchmark*) como un indicador de manipulación de las ganancias y se asume que la manipulación de las mismas erosiona su calidad. Más adelante en esta tesis desarrollamos algunas de estas propiedades.

En la segunda categoría se considera el coeficiente de respuesta de las ganancias (ERC, por sus siglas en inglés) o el R^2 derivado del modelo de ganancias-retornos. De acuerdo a Dechow et al. (2010), los estudios en esta categoría afirman explícitamente (o al menos implícitamente) que la capacidad de respuesta de los inversores a las ganancias es un subrogado directo de la calidad de las ganancias (o de la información de las ganancias).

Finalmente, la tercera categoría se basa principalmente en los hallazgos de auditoría, y de los reguladores cuando las empresas declaran incorrectamente o han sobreestimado sus ganancias. Asimismo, se tienen en cuenta reevaluaciones y deficiencias en los procedimientos de control interno reportadas en virtud de ciertas leyes específicas, por ejemplo, la Ley Sarbanes Oxley, entre otras (Dechow et al, 2010).

3.2 Motivaciones para la Manipulación de la Información Contable

La calidad de la información se puede concretar en su utilidad para la toma de decisiones, y en concreto, el resultado contable es una magnitud clave para los inversores. Sin embargo, es posible que, con el objetivo de alcanzar intereses privados, los gerentes realicen prácticas contables que impidan captar el auténtico desempeño económico del periodo, ya que esta magnitud se utiliza para determinar los incentivos. Si bien el resultado contable no es la única magnitud objeto de manipulación, es una de las que con más frecuencia ha sido investigadas en la literatura, por ser una de las más utilizadas en las empresas para evaluar el resultado de la gestión. A esta práctica se le conoce en la literatura como *earnings management* o manipulación del resultado (Healy & Wahlen, 1999; García Lara et al., 2005). Si bien también se puede manipular el resultado a través

de prácticas reales (*real earnings management*), no es este el enfoque que abordamos en este trabajo ya que nos centramos en las decisiones que solo afectan a los devengos y no a los flujos de efectivo. Healy y Wahlen (1999) indican que la manipulación del resultado ocurre cuando las empresas usan su propio juicio en la información financiera y en la estructuración de las transacciones para alterar los informes financieros, ya sea para engañar sobre el desempeño económico subyacente de la empresa o para influir en ciertos contratos que dependen de las cifras contables que se publican. Así, se entiende generalmente que, a mayor manipulación del resultado, menor calidad de la información contable⁹.

Las características institucionales de los países son aspectos determinantes de la manipulación. Leuz et al. (2003) analizan 31 países en el período 1990-1999, y concluyen que la manipulación contable es menor en países donde la protección al inversor es mayor. Así, en economías externas con propiedad relativamente dispersa, fuerte protección de los inversores y grandes mercados de valores, hay menor manipulación contable que en países con propiedad relativamente concentrada, débil protección de los inversores y mercados de valores menos desarrollados. En esta misma línea, usando una muestra de países europeos en el período 1990-2001, García Lara et al. (2005) encuentran que las empresas en países con Sistema de Derecho Civil o *code law* son más proclives a manipular la información contable que en países de Sistema de Derecho Anglosajón o *common law*.

Las empresas, dentro de la discrecionalidad permitida en las normas contables, pueden emplear ciertos mecanismos para alterar el resultado de un período y alcanzar un objetivo deseado. Así, cuando una empresa no está cumpliendo los objetivos de resultados esperados para un período, puede modificar su política de reconocimiento de

⁹ No obstante, en la literatura se ha encontrado evidencia que la manipulación contable puede tener fines informativos. Por ejemplo, Tucker y Zarowin (2006) encuentran que el cambio en el precio actual de las acciones de empresas con mayor alisamiento del resultado es más informativo sobre sus ganancias futuras que el cambio en el precio de las acciones de empresas con menor alisamiento del resultado. Las empresas alisan el resultado porque los inversores generalmente ven positivamente a las empresas con flujos de ganancias estables y predecibles (Ronen & Sadan, 1981; Chaney & Lewis, 1995; Demski, 1998).

ingresos, adelantando, por ejemplo, el reconocimiento de una venta o no reconociendo una pérdida, o, por el contrario, si los objetivos de resultados ya han sido alcanzados, retrasando el reconocimiento de ingresos, a un período posterior. En esta línea, Bushman et al. (2011) evidencian que el reconocimiento de pérdidas aumenta cuando se reducen las oportunidades de inversión en una muestra de empresas de 25 países durante el período 1995-2003. También, Giner y Pardo (2015) encuentran que las estrategias *big bath* y de alisamiento son empleadas por las empresas españolas en el período 2005-2011 al deteriorar el fondo de comercio. Esto son dos ejemplos de la abundante literatura que ha puesto de manifiesto la manipulación del resultado en el marco de las normas contables¹⁰.

Otro mecanismo empleado para alterar el resultado de forma oportunista ha sido a través de la elección del método de valoración de inventarios LIFO (*last in first out*, por sus siglas en inglés), o FIFO (*first in first out*, por sus siglas en inglés). Usando una muestra de empresas en Estados Unidos durante el período 1976-2003, Krishnan et al. (2008) encuentran evidencia de que la política de valoración de inventarios afecta la variabilidad de los resultados y a la calidad de los ajustes por devengos. Así, la calidad es sistemáticamente peor en las firmas que utilizan FIFO que en las que utilizan LIFO. También la consideración de ciertos resultados como extraordinarias, situándolos por debajo de la línea de las ganancias operativas — o ganancias de operaciones recurrentes —, es otra forma de manipular el resultado (Barnea et al., 1976; Beattie et al., 1994; Choo & Peter, 1998; Godfrey & Jones, 1999; Jaggi & Baydoun, 2001; Dye, 2002; McVay, 2006). De igual forma, se ha analizado el tratamiento de los gastos de reestructuración como gastos extraordinarios (Elliott & Shaw, 1988; Elliott & Hanna, 1996). Resulta oportuno mencionar que tanto el método LIFO como el empleo de la categoría extraordinario han sido prohibidos en el marco de las NIIF.

¹⁰ Por ejemplo, a través de la política de reconocimiento de ingresos (Bowen et al., 2002; Raonic et al., 2004; Bushman et al., 2011), la política de depreciación (Herrmann & Inoue, 1996; Keating & Zimmerman, 1999), ajustando los deterioros por deudas de difícil cobro (McNichols, 2002), cambiando la vida útil o residual de un activo (Easton et al., 1993; Ervin et al., 1998; Whittred & Chan, 1992), así como no reconociendo o alterando el deterioro o la amortización del goodwill y otros activos (Beatty et al., 2002; Henning et al., 2004; Jordan, et al., 2007; Sevin & Schroeder, 2005; Giner y Pardo, 2015).

El desarrollo e implementación de las NIIF ha estimulado el crecimiento en la literatura de los estudios sobre calidad de la información contable. El objetivo explícito de estas normas es ofrecer un conjunto de normas de alta calidad (y de ahí la eliminación de las prácticas antes mencionadas, por ejemplo), por lo que su implementación ha conllevado la atención de los investigadores en cuestiones fundamentales relacionadas con si su adopción ha mejorado o no la calidad de la información, así como sus principales consecuencias económicas (Ball, 2006; Barth et al., 2008; Daske et al., 2008, Daske et al., 2013; Sánchez et al., 2022).

La investigación sobre la calidad de la información contable experimentó un nuevo desarrollo a raíz del modelo de ajustes por devengos anormales de Jones (1991). Si bien por ciertas limitaciones estadísticas (como problemas de especificación, posibles problemas de variables omitidas) este modelo ha sido objeto de controversias (Dechow et al., 1995; Guay et al., 1996; Thomas & Zhang, 2000), ha proporcionado una medida de gran aceptación en el mundo académico para medir los ajustes por devengos anormales, los cuales se interpretan como mecanismos de manipulación (Dechow et al, 2010). Sin embargo, estudios recientes como los de Chen et al. (2018), Christodoulou et al. (2018) y Jackson (2018) encuentran problemas de tipo I y tipo II en el uso del modelo de ajustes por devengos anormales como un subrogado de la manipulación contable.

Seguidamente nos referimos a los principales tipos de motivaciones que se han argumentado en la literatura para explicar la manipulación de la información contable, las referidas al mercado de capitales, motivaciones contractuales y motivaciones regulatorias. En la Tabla 3 que se incluye al final de este apartado se resumen los trabajos que se discuten a continuación.

3.2.1 Motivaciones del Mercado de Capitales

Algunos trabajos han evidenciado que las empresas que cotizan en bolsa tienen incentivos para manipular la información contable al objeto de cumplir o superar las previsiones de los analistas, y de esta forma obtener mejores resultados en el corto plazo (Burgstahler & Dichev, 1997; Graham et al., 2005; Keung et al, 2010). Estas actuaciones

han sido analizadas en el caso de ofertas públicas iniciales (Ball & Shivakumar, 2008; Chaney & Lewis, 1995; DuCharme et al, 2004; Friedlan, 1994; Jaggi et al., 2006; Teoh et al, 1998). También hay evidencia de manipulación en la información intermedia. Las empresas manipulan para cumplir las expectativas del mercado, ya que, de no hacerlo, su cotización podría sufrir pérdidas considerables (Bartov, 1992; Dechow et al., 2003; Bhojraj & Libby, 2005; Hansen, 2010; Gilliam et al., 2015).

Diversos estudios han mostrado que fallar en el cumplimiento de un objetivo de resultados tiene implicaciones negativas para los rendimientos de las acciones, así como para la compensación de los gerentes (Burns & Kedia, 2005; Cheng & Warfield, 2005; Bergstresser & Philippon, 2006; Christensen et al., 2013; Dutta & Fan, 2014). Por tanto, para poder cumplir o superar las previsiones, los gerentes pueden recurrir a la manipulación contable. Si los resultados están por debajo del pronóstico, los gerentes pueden utilizar mecanismos contables que permitan aumentar los ingresos. Mientras que, si las ganancias son más altas que el pronóstico, los gerentes pueden elegir aplicar mecanismos para suavizar los resultados de tal forma que reduzcan los ingresos (guardándolos para el futuro) o no hacerlo y reportar la cifra de resultados como se realizó (esperando un choque positivo en el rendimiento de las acciones).

Matsumoto (2002) argumenta que las empresas con grandes perspectivas de crecimiento tienen mayores incentivos para manipular las ganancias para evitar una reacción desfavorable del mercado a las noticias negativas sobre ganancias. Matsumoto también afirmó que las ganancias de las empresas con pérdidas son menos relevantes valorativamente y, por lo tanto, es menos probable que los gerentes ajusten las ganancias para cumplir con los objetivos.

Sin embargo, también hay evidencia que confirma la capacidad de los inversores para detectar la manipulación. Así, Keung et al. (2010) encuentran que durante el período 1992-2006 un número significativo de empresas estadounidenses fueron castigadas por el mercado por manipular los resultados para cumplir con las previsiones de los analistas.

Proporcionar información a los inversores es otro incentivo que pueden tener las empresas para manipular la información contable. Los inversores buscan obtener información que les sea útil para predecir el desempeño futuro del negocio. Muchos de los autores que tratan este tema asumen que las ganancias estables de la empresa son, en contraste con las ganancias variables, capaces de soportar un mayor nivel de dividendos. Por lo tanto, la variabilidad de las ganancias se interpreta como una medida significativa del riesgo general de una empresa que afecta directamente la tasa de capitalización del inversor, afectando negativamente las expectativas de los inversores sobre ganancias y dividendos futuros, así como el valor de las acciones de la empresa. Si los gerentes aplican la gestión o manipulación del resultado de manera responsable, los inversores podrían sacar mejores conclusiones de los estados financieros de la empresa sobre la situación rentable futura de la empresa. En la sección 3.3.2 se revisa nuevamente este tema.

3.2.2 Motivaciones Contractuales

Las cláusulas restrictivas en los contratos de deuda (*covenants*) y los mecanismos de compensación a los directivos son también una motivación para manipular la información contable. Se ha encontrado evidencia que confirma estas prácticas cuando hay cláusulas que obligan a mantener un nivel mínimo de rentabilidad para evitar la cancelación de los contratos o su modificación (DeAngelo et al., 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994). Defond y Jiambalvo (1994) usan una muestra de 94 empresas estadounidenses, que durante el período 1985-1988 informaron sobre la violación de *covenants* en sus informes anuales. Los autores encuentran evidencia de manipulación contable en el año previo y en el año de la violación; a tal efecto, emplean modelos de series temporales y de corte transversal para medir los ajustes por devengo anormales.

Watts y Zimmerman (1978) postulan que los sistemas de remuneración por incentivos estimulan a los gerentes para que seleccionen procedimientos contables y realicen ajustes por devengo de tal forma que aumenten el valor actual de sus compensaciones. En esta línea, diversos autores han encontrado evidencia que los planes basados en los resultados contables son un incentivo que, en ocasiones, ha derivado en la

sobreestimación de los resultados (Healy, 1985; Shuto, 2007). Usando una muestra de 94 empresas estadounidenses durante el período 1930-1980, Healy (1985) encuentra que tanto los ajustes por devengo como los cambios en los procedimientos contables están relacionados con las bonificaciones por resultados pactadas en los contratos con los gerentes. El autor concluye que es más probable que los gerentes realicen ajustes por devengos para disminuir los ingresos cuando el límite superior o inferior de su plan de bonificaciones es vinculante, y ajustes por devengos que aumentan los ingresos cuando estos límites no son vinculantes. En esta misma línea, Shuto (2007), usando una muestra de empresas japonesas durante el período 1991-2000, encuentra evidencia de que a través de los devengos discrecionales aumenta la compensación obtenida por los ejecutivos. Más aún, el autor afirma que cuando los gerentes no reciben este tipo de bonificaciones, realizan ajustes por devengos que disminuyen los ingresos.

Para alinear las metas de los accionistas con los objetivos de los gerentes y dar menos espacio a los conflictos de agencia, los directores ejecutivos y la alta gerencia a menudo son compensados con opciones sobre acciones de la empresa. Este tipo de comportamiento oportunista podría incluso aumentar cuando existe un vínculo directo con estos dos incentivos y el beneficio financiero de la gestión de la empresa.

Cheng & Warfield (2005), usando información de empresas americanas en el período 1993-2000, examinan el vínculo entre los incentivos de los gerentes derivados de la compensación basada en acciones y la manipulación contable. Los autores encuentran que los gerentes con mayores incentivos (mayor compensación basada en acciones) venden más acciones en períodos posteriores, por tanto, los gerentes con altos incentivos tienen más probabilidades de reportar ganancias que cumplen o superan las previsiones de los analistas. También encuentran que los gerentes con incentivos de capital consistentemente altos son menos propensos a reportar grandes sorpresas de resultados positivos. Este hallazgo es consistente con el hecho de que la riqueza de estos gerentes es más sensible al desempeño futuro de las acciones, lo que conduce a una mayor reserva de ganancias actuales para evitar decepciones de ganancias futuras. Estos resultados

indican que los incentivos derivados de la compensación basada en acciones conducen a prácticas de manipulación contable.

Se ha argumentado en la literatura que es probable que las violaciones de los contratos de deuda, que pueden resultar en una aceleración del vencimiento de la deuda y altos costos de recontratación (por ejemplo, Sweeney 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Franz et al. 2014), afecten las opciones de política contable. Los hallazgos de algunos estudios anteriores indican que los gerentes de empresas en dificultades financieras, especialmente empresas con riesgo de violar contratos de deuda, pueden responder con opciones de políticas contables que aumentan los ingresos. Sweeney (1994) encuentra que los gerentes son más propensos a usar políticas contables que incrementan los ingresos cuando las empresas enfrentan posibles incumplimientos en los contratos de deuda. De manera similar, DeFond y Jiambalvo (1994) detectan devengos anormales que aumentan los ingresos un año antes de las violaciones de los contratos de deuda y también, en cierta medida, en el año de la violación después de controlar por diversas variables.

Dichev y Skinner (2002), usando información de acuerdos de préstamos corporativos privados, proporcionan pruebas que confirman la hipótesis del convenio de deuda. Esta hipótesis sostiene que los gerentes toman decisiones contables para reducir la probabilidad de que sus empresas infrinjan cláusulas basados en la contabilidad de los contratos de deuda. La premisa subyacente de la hipótesis del convenio de deuda es que las violaciones del pacto son costosas para los accionistas. Los autores analizan las distribuciones de las razones financieras que se usan con frecuencia en los contratos de deudas. Específicamente, muestran que un número inusualmente pequeño de empresas está justo por debajo del umbral establecido en el contrato por los acreedores y un número inusualmente grande de empresas está en el umbral o justo por encima del mismo, lo que sugiere que las empresas manipulan las ganancias para mantenerse justo por encima de las restricciones establecidas por los acreedores. Por tanto, los autores concluyen que las empresas manejan sus números contables en un esfuerzo por evitar violar un convenio.

Posteriormente, Franz et al. (2014) proporcionan evidencia que apoya la hipótesis del Pacto de Deuda. Encuentran empresas cercanas a una violación del convenio de deuda, participan en actividades de gestión tanto reales como del resultado contables para evitar la violación (o mitigarla más rápidamente).

Apoyando esta idea, diversos estudios han encontrado que los accionistas experimentan costos directos e indirectos sustanciales cuando las empresas violan los contratos de deuda (Beneish & Press, 1993; Chava & Roberts, 2008; Nini et al., 2009). Estos costos incluyen tasas de interés más altas, contratos más restrictivos, acceso reducido al crédito. Además, las empresas que violan los contratos reducen significativamente sus gastos de capital, lo que puede reducir aún más el valor de la empresa (Chava & Roberts, 2008). En consecuencia, los accionistas pueden beneficiarse de la gestión o manipulación del resultado si les permite evitar los costos de violaciones de los convenios.

La gestión o manipulación del resultado también se asocia con una mayor asimetría de la información (Abad et al., 2018), así como con un mayor costo de la deuda y el capital social (Costello & Wittenberg-Moerman, 2011; Kim & Sohn, 2013; Kim et al., 2021). Dependiendo de las magnitudes relativas de los costos de una violación del convenio de deuda y la gestión del resultado relacionada con el convenio, es posible que los accionistas se encuentren en una mejor situación cuando sus gerentes evitan con éxito una violación del contrato de deuda incluso si es a través de una gestión del resultado que resulte costosa.

No obstante, Walker (2013) argumenta sobre la posibilidad que la existencia de cláusulas restrictivas en los contratos de deuda no explique la elección contable para manipular la información contable. La primera razón que expone es que los prestatarios son racionales y no aceptarán convenios de deuda excesivamente complejo sin antes protegerse frente a los requisitos del prestamista. Por lo tanto, la cantidad de comportamiento oportunista estará limitado por el tipo de contrato que los tenedores de deuda estén dispuestos a aceptar. La segunda razón viene del interés de establecer relaciones prestamista-prestatario duraderas. La actividad de un prestatario puede

depender de acceder a créditos de forma continua en el tiempo y la mayoría de las empresas querrán volver a pedir prestado en el futuro de un prestamista. Por tanto, si un prestatario manipula el resultado contable de forma oportunista de tal forma que transfiere “riqueza” del prestamista a sí mismo, con el tiempo esta práctica puede dañar su relación con el prestamista e imposibilitarle acceder a mayor financiación.

3.2.3 Motivaciones Regulatorias

La regulación y la protección estatal también juegan un papel importante en la determinación de la administración de incurrir en prácticas de manipulación contable en las diferentes industrias (El Diri, 2018). De ahí que se evidencien diferencias en la manipulación contable entre los sectores regulados y no regulados (Gu et al., 2005).

Algunas empresas manipulan la información contable para obtener beneficios a partir de reglamentos y políticas promulgadas por el gobierno. Healy y Wahlen (1999) concluyen que existen tres tipos de motivaciones regulatorias para manipular las ganancias: la manipulación por regulaciones específicas de una industria, para reducir el riesgo de investigación o intervención por parte de los reguladores antimonopolio y con fines de planificación fiscal.

En relación con la manipulación por regulaciones específicas de una industria, las industrias protegidas por el Estado y altamente supervisadas por los reguladores (Aharony et al. 2000) muestran un menor nivel de manipulación contable que aquellas que no son supervisadas. Por ejemplo, las empresas de alta tecnología representan un ejemplo de un sector industrial altamente regulado que exhibe más conservadurismo en los informes financieros (Kwon et al. 2006).

Un caso similar sucede con la industria bancaria. Dado que las empresas en esta industria deben cumplir ciertas reglamentaciones y reglas que son específicas, por ejemplo, para mantener ratios de capital o solvencia, es posible que para cumplir o no infringir las reglamentaciones, la administración ejerzan prácticas de manipulación contable (Beatty et al., 2002; Anandarajan et al., 2007).

Por su parte, las empresas que son sensibles a las leyes antimonopolio tienen incentivos para manipular sus ganancias y, por ejemplo, mostrarlas más bajas de lo que realmente son. Cahan (1992) y Makar et al., (2011) proporcionan evidencia de que las empresas mostraron devengos anormales que disminuyeron los ingresos en los años de investigación por violaciones antimonopolio.

Por último, algunas empresas pueden manipular la información contable para reducir el monto del pago de impuestos. Por ejemplo, Marques et al., (2011) usando datos de empresas portuguesas en el periodo 2001-2002 encuentran que, empresas con tasas impositivas más altas reducen las ganancias a casi cero y es más probable que manipulen más su información contable que empresas con tasas de impuestos más bajas. Asimismo, Amidu et al. (2019), usando una muestra de empresas de Ghana durante el periodo 2008-2015, encuentran que casi todas las empresas de la muestra se han involucrado en algún tipo de estrategias de manipulación de las ganancias para evadir impuestos.

Tabla 3. Motivaciones para la manipulación de la información contable

Motivaciones	Concepto	Autores
Mercado de capitales	Las empresas que cotizan en bolsa tienen incentivos para manipular la información contable al objeto de cumplir o superar las previsiones de los analistas, y de esta forma obtener mejores resultados en el corto plazo.	Bartov, 1992; Friedlan, 1994; Chaney & Lewis, 1995; Burgstahler & Dichev, 1997; Teoh et al, 1998; Matsumoto, 2002; Dechow et al., 2003; DuCharme et al, 2004; Bhojraj & Libby, 2005; Burns & Kedia, 2005; Cheng & Warfield, 2005; Graham et al., 2005; Bergstresser & Philippon, 2006; Jaggi et al., 2006; Hansen, 2010; Keung et al, 2010; Ball & Shivakumar, 2008; Christensen et al., 2013; Dutta & Fan, 2014M Gilliam et al., 2015

Tabla 3. (Cont.)

Motivaciones	Concepto	Autores
Contractuales	Las cláusulas restrictivas en los contratos de deuda (covenants) y los mecanismos de compensación a los directivos son también una motivación para manipular la información contable	Watts y Zimmerman, 1978; Healy, 1985; Beneish & Press, 1993; DeAngelo et al., 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Sweeney 1994; Dichev & Skinner, 2002; Cheng & Warfield, 2005; Shuto, 2007; Chava & Roberts, 2008; Nini et al., 2009; Costello & Wittenberg-Moerman, 2011; Kim et al., 2013; Kim & Sohn, 2013; Franz et al. 2014; Abad et al., 2018; Kim et al., 2021
Regulatorias	Algunas empresas manipulan la información contable para obtener beneficios a partir de reglamentos y políticas promulgadas por el gobierno. Se destacan tres tipos de motivaciones regulatorias para manipular las ganancias: la manipulación por regulaciones específicas de una industria, para reducir el riesgo de investigación o intervención por parte de los reguladores antimonopolio y con fines de planificación fiscal.	Cahan, 1992; Healy & Wahlen, 1999; Aharony et al. 2000; Beatty et al., 2002; Kwon et al. 2006; Anandarajan et al., 2007; Makar et al., 2011; Marques et al., 2011

3.3 Medidas de Calidad de la Información Contable

Para el desarrollo de esta tesis, se usan las propiedades de las ganancias como subrogado de la calidad de la información contable. Se selecciona este subrogado, porque a diferencia de los otros enfoques (capacidad de respuesta de los inversores a las

ganancias e indicadores externos de errores en las ganancias, ver Dechow et al., 2010), proporciona un conjunto de herramientas que para su medición no dependen de factores externos sino de la actividad intrínseca de empresa y de sus criterios para la elaboración de los informes contables. Por tanto, resulta relevante revisar en las siguientes subsecciones cuatro medidas de la calidad del resultado que se usan en la tesis y que a su vez son ampliamente usadas en la literatura y que corresponden a: persistencia del resultado, alisamiento del resultado, magnitud de los devengos y modelos de devengos anormales.

3.3.1 Persistencia del Resultado

La persistencia de los resultados es una de las características más importantes en el análisis de la calidad del resultado. La persistencia de los resultados hace referencia a la constancia de los resultados contables durante cierto período de tiempo. Con cierta frecuencia, en la literatura se asocia la persistencia de los resultados con la presencia de una alta calidad de las ganancias. La idea reside en que, si los resultados son sostenibles con el tiempo, estos son un buen indicador de los flujos de caja futuros, afectando la valoración de los inversores, lo que reduce por tanto la incertidumbre futura y disminuye el coste de capital. Por lo tanto, es común asociar la calidad de los resultados con aquellas ganancias reportadas que sirvan de insumo para pronosticar el valor de las ganancias futuras. En este sentido, determinar el resultado futuro tomando como referencia el resultado actual, es más fiable en la medida en que las empresas tengan un flujo de ganancias más persistente (Dechow et al., 2010) en relación con una empresa que tenga ganancias muy volátiles o poco consistentes, lo cual resulta indeseable para los inversores (Subramanyam & Wild, 1996; Richardson et al, 2005; Li, 2008; Dichev & Tang 2009; Frankel & Litov, 2009). En consecuencia, la calidad de la información es reflejo de la persistencia de los resultados, lo cual incentiva las decisiones de inversión (Penman & Zhang, 2002).

En la literatura, se encuentra el siguiente modelo base para el cálculo de la persistencia de los resultados:

$$\text{Resultados}_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Resultados}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Donde:

El resultado del coeficiente β_1 mide la persistencia. Mayores valores de este coeficiente indican mayor persistencia de los resultados y viceversa.

A su vez, Dechow et al. (2010) sugieren separar los resultados en dos componentes: el flujo de efectivo y los ajustes por devengos. Así, el modelo utilizado para calcular la persistencia queda en los siguientes términos:

$$\text{Resultados}_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Flujo de caja}_{it} + \beta_2 \text{Devengos}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Donde:

Los coeficientes β_1 y β_2 miden la persistencia de los flujos de caja y devengos, respectivamente. Mayores valores de estos coeficientes indican mayor persistencia de los resultados y viceversa.

Desde el punto de vista de la relación entre persistencia de las ganancias y la decisión de inversión, Artikis y Papanastasopoulos (2016) sugieren descomponer el componente de efectivo de las ganancias en cambios en el saldo de efectivo y en emisiones o distribuciones a los deudores y accionistas. Los autores encuentran que el componente de efectivo de las ganancias es más persistente que los devengos y que esta mayor persistencia puede atribuirse principalmente al efectivo distribuido a los accionistas. A su vez, encuentran que el efectivo retenido en la empresa como cambios en el saldo de efectivo (es decir, el efectivo no distribuido) también parece ser más persistente que los devengos, mientras que el efectivo atribuido a los tenedores de deuda tiene aproximadamente el mismo nivel de persistencia que los devengos. En este sentido, concluyen que los rendimientos futuros de las acciones presentan una correlación positiva más fuerte con el subcomponente de efectivo de las ganancias el cual es más persistente y que los inversores tienden a diseñar estrategias de inversión rentables invirtiendo en empresas que tienen una mayor proporción del componente de efectivo distribuido entre sus accionistas.

Adicionalmente, existen trabajos que brindan alternativas interesantes sobre cómo analizar y medir la persistencia de los resultados. Por ejemplo, algunos estudios examinan cómo la extensión y la legibilidad de los informes anuales se asocian con las ganancias actuales y la persistencia de las mismas. Como punto de partida, se utiliza la hipótesis de la revelación incompleta (IRH por sus siglas en inglés) propuesta por Bloomfield (2002), la cual implica que los gerentes pueden reducir la respuesta del mercado a las malas noticias haciendo que las malas noticias sean más costosas de analizar. Desde la óptica del desempeño financiero, esto quiere decir que, si los mercados reaccionan de manera menos completa a la información que se extrae con menos facilidad de las divulgaciones públicas, entonces los gerentes tienen más incentivos para ofuscar la información cuando el desempeño de la empresa no es el deseado. En este sentido, Li (2008) examina cómo la extensión y la legibilidad de los informes anuales se asocian con las ganancias actuales y la persistencia de las ganancias, encontrando que las empresas con pérdidas o con ingresos transitorios redactan informes anuales con frases largas y palabras grandes, por lo que aumentos en la extensión del informe anual se asocian negativamente con futuros rendimientos anormales.

Sin embargo, dicho resultado podría simplemente sugerir que la extensión de los informes es una señal de bajo desempeño financiero que el mercado no aprecia completamente, en lugar de que la confusión al leer los reportes es lo que causa la lenta reacción a otras malas noticias. Si al escribir informes largos e ilegibles las empresas están tratando de ocultar la información, se podría esperar que el efecto de informes más legible de los rendimientos futuros varíe en función del perfil de ganancias (Bloomfield, 2008). Puntualmente, en aquellas empresas con ganancias transitorias, los informes más largos y confusos deberían conducir a rendimientos actuales más altos y rendimientos futuros más bajos, dado que las malas noticias no se incorporarán rápidamente al precio.

Ahora bien, por otro lado, hay literatura existente en donde se utilizan las diferencias entre la contabilidad y la fiscalidad en los datos contables o *book-tax differences* (BTDs) para mostrar la presencia de manipulación de las ganancias y su efecto sobre la

persistencia de las mismas. En este sentido, Hang y Firth (2012) utilizan la información regulatoria y oportunista contenida en los BTDs, para demostrar la influencia que estas ejercen sobre la persistencia de las ganancias y en la relación entre ganancias y retornos. Los autores analizan el caso de China, y separan las BTD en normales (NBTD) y anormales (ABTD); siendo las NBTD aquellas impulsadas por diferencias regulatorias entre las normas contables y fiscales; mientras que las ABTD las que presentan una mayor probabilidad de ser impulsadas por las actividades de gestión fiscal y de ganancias. Encuentran que, las empresas con grandes ABTD –positivos o negativos– muestran menos persistencia de ganancias en comparación con las empresas con pequeños ABTD.

En este trabajo se mide la persistencia del resultado haciendo uso de un modelo autoregresivo de orden uno (rezagos en la variable explicativa de un año) entre los resultados (ganancias) después de impuestos normalizados por el nivel de activos y el rezago de esta misma variable –modelo 1, conforme a Dechow et al. (2010)–. La especificación de este modelo permite determinar la relación existente entre las ganancias del período inmediatamente anterior con los resultados actuales, identificando qué tan persistente o volátil resulta la serie analizada.

3.3.2 Alisamiento del Resultado

En el lenguaje contable, el alisamiento del resultado es un método que consiste en la manipulación de los registros contables, cuyo objetivo es el de mejorar la apariencia de la compañía en términos de su desempeño financiero. Se entiende que las grandes fluctuaciones que pueden presentar los resultados en el ejercicio contable de una empresa pueden ser una parte normal de las operaciones de una empresa. Sin embargo, los cambios bruscos en los ingresos y los gastos pueden enviar una clara señal de alerta a los inversores que prefieren ver estabilidad y crecimiento. Es por esto que, comúnmente, el precio de las acciones de una empresa sube o baja después de un anuncio de ganancias, en función de si estas cumplen o no cumplen con las expectativas de los analistas. Así, la gerencia puede sentir cierta presión para administrar los resultados, lo que resulta en la

manipulación de las prácticas contables para cumplir con las expectativas de los analistas y la estabilidad en el precio de sus acciones (Dechow et al, 2010).

Por lo tanto, bajo esta idea, el alisamiento de los resultados se posiciona dentro de este escenario como una de las acciones que, por medio de métodos contables, pretende nivelar las fluctuaciones en los ingresos netos de un período al siguiente, con el fin de mostrar a una empresa como si tuviera ingresos constantes, en la medida de lo posible, bajo un marco legal. La motivación de las empresas de incurrir en esta práctica está sujeta al hecho de que los inversores generalmente están dispuestos a pagar una prima por acciones con flujos de ganancias estables y predecibles, en lugar de acciones cuyas ganancias están sujetas a patrones más volátiles, que pueden considerarse más riesgosos (Lang et al. 2003; Leuz et al. 2003; Bhattacharya et al. 2003; Lang et al. 2012; Zhang & Zhang, 2018).

Así pues, desde la óptica del alisamiento de resultados, las empresas podrían diferir sus ingresos durante un buen año si se espera que el año siguiente sea desafiante o retrasar el reconocimiento de los gastos en un año difícil porque se espera que el desempeño mejore en el futuro cercano. Asimismo, las empresas también pueden retrasar los gastos en años específicos con planes para recaudar fondos de capital de riesgo o inversores de capital privado.

La teoría de la agencia considera principalmente dos perspectivas para explicar el alisamiento del resultado contable (Holthausen, 1990; Watts & Zimmerman, 1990). El primer enfoque es el oportunista. En este enfoque, los directivos llevan a cabo elecciones contables para su beneficio en detrimento de otras partes interesadas. Por ejemplo, la manipulación del resultado para garantizar una compensación pactada contractualmente (Healy, 1985; Guidry et al., 1999; Healy & Wahlen, 1999). La segunda perspectiva es la del enfoque eficiente. En esta, los directivos llevan a cabo elecciones contables para maximizar el valor de la empresa reduciendo los costos de agencia. En este caso se asume que todas las partes en los contratos son inteligentes y reconocen la posibilidad de que se

incurra en prácticas de alisamiento, lo cual reconocen y lo ven una solución óptima del problema de agencia (Holthausen, 1990; Walker, 2013).

Los autores que sostienen que el alisamiento puede resultar positivo sugieren que la suavización del resultado puede mejorar la capacidad de pronóstico de los ingresos, al tiempo que aumenta la información de los mismos (Ronen & Sadan, 1981; Chaney & Lewis, 1995; Kirschenheiter & Melumad, 2002; Tucker & Zarowin, 2006; Gassen & Fuelbier, 2015; Li & Richie, 2016; Demerjian et al., 2020). Tucker y Zarowin (2006) muestran una fuerte evidencia de la asociación positiva entre el alisamiento del resultado y la información sobre ganancias. Los autores sugieren que el alisamiento del resultado es una forma en que los gerentes pueden comunicar información privada y respaldan la idea que el alisamiento del resultado podría mejorar la información sobre las ganancias.

A su vez, Demerjian et al. (2020), usando datos de empresas estadounidenses en el período 1996-2017, investigan si el alisamiento del resultado afecta la utilidad de los datos contables para la supervisión de los convenios de deuda con cláusulas basadas en la contabilidad. Los autores encuentran que es más probable que los contratos de deuda privada para prestatarios con mayor alisamiento del resultado incluyan cláusulas basadas en las ganancias. A su vez, los autores encuentran que el alisamiento del resultado está asociado con una menor probabilidad de incumplimiento técnico falso (cuando el desempeño económico del prestatario no ha disminuido pero el préstamo, sin embargo, entra en incumplimiento técnico). Por el contrario, no encuentran ninguna asociación entre el alisamiento del resultado y el incumplimiento técnico de desempeño (cuando el desempeño económico del prestatario ha disminuido). Esta evidencia es consistente con la perspectiva del enfoque eficiente donde el alisamiento del resultado mejora la efectividad de la información basada en ingresos para monitorear a los prestatarios.

Sin embargo, cuando los gerentes que intentan suavizar los cambios permanentes en los flujos de efectivo pueden ocultar o retrasar la medición de los cambios en el desempeño fundamental de una empresa, lo que supone que el alisamiento no es un

indicio de facto de una mayor utilidad en la decisión o una mayor calidad de las ganancias (Lambert, 1984; Kirschenheiter & Melumad, 2002; Chen et al., 2020). Chen et al. (2020), usando una muestra de empresas taiwanesas en el período 2001-2009, encuentran que la capacidad informativa sobre las ganancias del alisamiento del resultado disminuyó después de la crisis financiera de 2008. La alta propiedad institucional también reduce la información de las ganancias para las empresas con nivelación de ingresos y respalda la hipótesis del oportunismo de los inversores institucionales.

Sin embargo, otra corriente considera que los gerentes suavizan el resultado de manera oportunista y, como resultado, esta práctica es un vehículo para engañar a los inversores y otros usuarios (Fudenberg & Tirole, 1995; Leuz et al., 2003; Kun et al., 2018).

Kun et al. (2018) sugieren que los gerentes pueden utilizar el alisamiento del resultado como una herramienta de manipulación de ganancias que está asociada con caídas en el precio de las acciones cuando las empresas rompen posteriormente los patrones de suavización. Los autores sostienen que la reacción negativa de los inversores en estas situaciones también se debe a sus mayores preocupaciones sobre el riesgo de información de la empresa, además de sus menores expectativas de ganancias. De acuerdo con este argumento, encuentran que los diferenciales de oferta y demanda (*Bid-ask spread*) ante anuncios de pérdidas inesperadas son mayores cuando están precedidos por niveles más altos de alisamiento del resultado. Además, los diferenciales totales antes de los anuncios de pérdidas no fueron mayores para las empresas que exhibieron una mayor suavización de ingresos pero que no habían informado pérdidas anteriores. Esto sugiere que los inversores tuvieron dificultades para identificar los motivos oportunistas detrás de la manipulación del resultado antes de los anuncios de pérdidas inesperadas. En general, los resultados que encuentran son consistentes con la opinión de que los inversores pueden considerar que el alisamiento del resultado está motivado por el oportunismo gerencial en lugar de comunicar los verdaderos resultados de ganancias.

En razón a lo planteado, en este trabajo se mide el alisamiento como el cociente entre la desviación estándar del resultado (ingreso) neto (RN) dividido por la desviación estándar del flujo de caja operativo (CFO) de los últimos cuatro años, ambos valores normalizados por el total de activos del período anterior. Este valor se multiplica por menos uno para que los valores más positivos indiquen mayor alisamiento del resultado.

$$AR_{it} = \sigma(RN_{it-3,t})/\sigma(CFO_{it-3,t}) \quad (3)$$

Donde:

- AR_{it} = Alisamiento del resultado de la empresa i en el año t
- $\sigma(RN_{it-3,t})$ = Desviación estándar de las ganancias netas
- $\sigma(CFO_{it-3,t})$ = Desviación estándar de los flujos de caja operativos

3.3.3 Magnitud de los Devengos y Modelos de Devengos Anormales

Un área de investigación ampliamente desarrollada en la literatura distingue los devengos “anormales” de los devengos “normales” al modelar directamente el proceso de devengos. Un resumen de esta literatura puede encontrarse en Dechow et al. (2010). Los devengos normales están destinados a captar los ajustes que reflejan el desempeño fundamental de la empresa, mientras que los devengos anormales pretenden captar las distorsiones inducidas por la aplicación de las reglas contables provechosas o la gestión de ganancias (es decir, debido a un sistema de medida imperfecto). Estas medidas intentan captar directamente los problemas del sistema de medición contable y por lo tanto son particularmente relevantes para los investigadores en contabilidad. La interpretación general es que, si el componente “normal” de los devengos se modela correctamente, entonces el componente “anormal” representa una distorsión que indica menor calidad contable (Dechow et al., 2010).

Por medio del sistema de medición contable, es posible conocer cuáles son las ganancias observadas de una empresa, las cuales al mismo tiempo brindan una imagen aproximada sobre del desempeño financiero de la empresa (Dechow et al., 2010). Así pues, existen casos donde el sistema de medición contable no mide perfectamente el

desempeño de la empresa, lo cual puede estar atribuido a lo que la literatura ha catalogado como problemas de implementación. Estos problemas se caracterizan por la presencia de estimaciones y juicios dentro del sistema de medición contable, siendo reflejo de la existencia de manipulación de los resultados y de devengos (Lev et al., 2005; Ge, 2006; Lev et al., 2010).

Puntualmente, los devengos constituyen la base del método de contabilidad de devengos, el cual, a diferencia del método basado en el flujo de caja, se encarga de medir el desempeño y la posición de una empresa reconociendo los hechos económicos en el momento en que ocurren, con independencia de la fecha de su pago o de su cobro. En este sentido, los ajustes por devengos hacen referencia a cualquier ingreso o gasto incurrido, por el cual aún no se ha intercambiado efectivo, o se ha intercambiado por anticipado. Por ejemplo, algunas de las cuentas de devengos incluyen, entre muchas otras, cuentas por pagar, cuentas por cobrar, pasivos fiscales devengados e intereses devengados o por pagar, entre otros.

Vale la pena destacar la distinción que usualmente se realiza entre devengos normales y anormales, con el objetivo de distinguir entre las diferentes medidas existentes. Por un lado, los devengos normales son aquellos que resultan del curso normal de la actividad económica. Mientras que, por otro lado, los devengos anormales están ligados a las distorsiones inducidas por la aplicación de las reglas contables o por la manipulación de las ganancias. Es decir, esta medida intenta captar directamente los problemas con el sistema de medición contable. Por tanto, los devengos anormales pueden ser catalogados como inusuales y pueden ser potencialmente usados en fraudes o en la administración de las ganancias de una empresa.

Ahora bien, el componente de las ganancias, generalmente, incorpora estimaciones de flujos de efectivo futuros, diferimientos de flujos de efectivo pasados, asignaciones y valoraciones, todo lo cual implica una mayor subjetividad que la simple medición de flujos de efectivo periódicos (Richardson et al., 2005). Así, cuando el componente de ganancias ajustadas por devengos es inusualmente alto o bajo, las

ganancias serán menos persistentes. Dechow y Dichev (2002) argumentan que grandes niveles de ajustes por devengos contienen más pronósticos e involucran más estimaciones. Por tanto, es probable que contengan más errores de estimación que deberán corregirse o revertirse en períodos futuros, lo cual impacta la persistencia de las ganancias. Los autores muestran que, manteniendo constante la magnitud de los devengos, las empresas con mayores errores de medición (a través de su proxy de calidad de devengos) tienen una persistencia de ganancias más baja.

Consistente con la literatura previa (Healy, 1985; Jones, 1991), para la construcción de la variable de ajuste por devengos, se tiene en cuenta el cambio en activos y pasivos corrientes, cambio en efectivo y equivalentes, cambio en la deuda de corto plazo, cambio en los impuestos diferidos y el gasto en depreciación (ver ecuación 4).

$$Dev_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta efectivo_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta DCP_{it} - \Delta TP_{it}) - Dep_{it} \quad (4)$$

Donde:

- *Dev* = ajuste por devengos totales de la empresa *i* en el periodo *t*
- ΔAC = Cambio en activos corrientes
- $\Delta efectivo$ = cambio en efectivo y equivalentes
- ΔPC = cambio en los pasivos corrientes
- ΔDCP = cambio en la deuda de corto plazo
- ΔTP = Cambio en los impuestos diferidos
- *Dep* = Gasto de depreciación

Ahora bien, para el cálculo de los ajustes por devengos anormales, en esta tesis se utiliza el modelo de ajustes por devengos anormales de Dechow y Dichev (2002), el cual se encuentra respaldado por su amplio uso en la literatura empírica de países no anglosajones, así como en el contexto latinoamericano (González & García-Meca, 2014; Saona & Muro, 2018). Este modelo presenta a los devengos en función de la diferencia entre el cambio en las ventas y el cambio en las cuentas por cobrar (resultado en la variable que permite controlar por el nivel de las ventas realizadas a crédito) y en función de la inversión en propiedad, planta y equipo (ver ecuación 5).

$$\begin{aligned} \text{Devengos Tot}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 * \text{flujo de caja}_{i,t-1} + \beta_2 * \text{flujo de caja}_{i,t} + \beta_3 * \\ & \text{Flujo de caja}_{i,t+1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (5)$$

Donde:

- *Dev se define en (4)*
- *Flujo de caja = flujo de caja de las operaciones empresa i en el año t*

Por tanto, los ajustes por devengos anormales corresponden a los residuos ε_{it} del modelo (5). La calidad contable se calcula como la desviación estándar del error estimado de la ecuación 5 en los últimos 3 años. Se multiplicó esta variable por menos 1 para que a medida que la variable sea creciente, mayor sea la calidad contable (Verdi, 2006).

En la Tabla 4 se presenta un resumen de las medidas de calidad de la información contable que se usan en la tesis.

Tabla 4. Medidas de calidad de la información contable.

Subrogado empírico	Teoría	Cálculo
<p>Persistencia</p> $Resultados_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Resultados_{it} + \varepsilon_{it}$ <p>siendo β_1 la persistencia del resultado.</p>	<p>Resultados más persistentes indican mayor calidad, pues reducen la incertidumbre de los inversores y facilita la estimación de los flujos de caja futuros.</p> <p>Las empresas con ganancias más persistentes tienen un flujo de ganancias/flujo de efectivo más "sostenible" que lo hará más útil para las valoraciones basadas en flujos de cajas descontados.</p>	<p>La persistencia de los resultados (PerGan) se calcula como el coeficiente beta de un modelo autorregresivo entre el resultado neto en el período actual y el período anterior. A mayor persistencia del resultado, mayor calidad de la información contable.</p>
<p>Alisamiento del resultado (AR)</p> $AR_{it} = \sigma(RN_{it}) / \sigma(CFO_{it})$	<p>El alisamiento del resultado consiste en reducir la variabilidad del resultado mediante la manipulación de los registros contables moviendo los resultados generados en ciclos económicos de crecimiento hacia períodos de recesión, cuyo objetivo es el de mejorar la apariencia de la compañía en términos de su desempeño financiero.</p> <p>La suavización de los flujos de efectivo transitorios puede mejorar la persistencia de las ganancias y la información sobre las ganancias. Sin embargo, los gerentes que intentan suavizar los cambios permanentes en los flujos de efectivo conducirán a un número de ganancias menos oportuno y menos informativo (Dechow et al. 2010).</p>	<p>El alisamiento del resultado (AR) se calcula como el cociente entre la desviación estándar de las ganancias netas sobre la desviación estándar de los flujos de caja operativos.</p>

Tabla 4. (Cont.)

Subrogado empírico	Teoría	Cálculo
<p>Magnitud de los Devengos y Modelos de Devengos Anormales</p> $Dev_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta efectivo_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta DCP_{it} - \Delta TP_{it}) - Dep_{it}$ $Dev_{it} = \alpha + \beta_1(\Delta Vtas_{it} - \Delta CxC_{it}) + \beta_2 PPE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$ <p>siendo $DA_{it} = \varepsilon_{it}$</p>	<p>Los ajustes por devengos extremos son de baja calidad porque representan un componente menos persistente de las ganancias. Los residuos de los modelos de devengos representan la discreción de la administración o errores de estimación, los cuales reducen la utilidad de la decisión. Los ajustes por devengo se pueden dividir en un componente no discrecional (Dev) y un componente discrecional (DA), siendo este último el que identifica la manipulación. Los valores extremos de devengos discretionales indican alteración en la persistencia de los resultados, siendo signo de manipulación y por tanto resultados de menor calidad.</p>	<p>DevSqr es la magnitud de los devengos anormales. Se calcula como el cuadrado de los ajustes por devengos anormales resultantes del modelo de Dechow y Dichev (2002). A mayor valor, menor calidad de la información contable. Por su parte, AQ_DD es la calidad de los ajustes por devengos, medidos como la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002)</p>

CAPÍTULO IV. RIESGO FINANCIERO

En la literatura se ha establecido una característica común a los inversores derivada de la teoría de la utilidad esperada: la aversión al riesgo. Una persona aversa al riesgo es aquella que no está dispuesta a correr riesgos o que quiere evitarlos tanto como sea posible.

Los economistas modelan la aversión al riesgo como creciente porque la función de utilidad sobre la riqueza es cóncava (Rabin, 2013). La concavidad implica la presencia de utilidades marginales decrecientes, donde a partir de un punto en la función, una unidad adicional de riqueza genera menor utilidad. Esta propiedad es intuitiva en el sentido de que una unidad monetaria en un contexto de escasez, que nos ayuda a evitar la pobreza, es más valiosa que una unidad monetaria que nos ayuda a ser muy ricos. Así, la aversión al riesgo hace que los inversores sean prevenidos en la toma de decisiones y se abstengan de participar en alternativas de inversión riesgosas.

4.1 Distintas Interpretaciones del Concepto de Riesgo

Si bien todos los tipos de inversiones conllevan riesgos inherentes, uno de los riesgos que más preocupa a los inversores es el riesgo permanente de pérdidas (Olsen, 1997). Por ejemplo, el precio de una acción puede disminuir drásticamente, el emisor de un bono puede entrar en incumplimiento o su calificación crediticia puede sufrir deterioros que aumenten la prima de riesgo y disminuya el valor de mercado de la inversión, o se puede tener un retorno negativo elevado, etc. Olsen (1997) define el riesgo de inversión como función de cuatro atributos: el potencial de una gran pérdida, el potencial de un rendimiento por debajo de un objetivo, la pérdida de la sensación de control, y el nivel percibido de conocimiento sobre el negocio. El riesgo potencial de una gran pérdida se refiere a la pérdida permanente del capital invertido producto de la materialización de un riesgo de mercado: tasa de interés, inflación, tipo de cambio, crediticio, entre otros, o de un riesgo de negocio: aumento excesivo de los costos,

disminución de la demanda, pérdida de la posición competitiva, etc. Por su parte, el riesgo potencial de obtener un rendimiento por debajo de un objetivo se refiere a que el retorno de una inversión no alcance el nivel esperado y por tanto se destruya valor para el inversor, por ejemplo, cuando hay un recorte en las distribuciones de dividendos, no se recibe el pago de los intereses pactados, hay una fluctuación a la baja de los intereses, etc.

El riesgo financiero se ha dividido tradicionalmente en dos componentes: el sistemático y no sistemático. La teoría de cartera (Markowitz, 1952) sugiere que el riesgo no sistemático puede diversificarse añadiendo un conjunto de activos dentro de una cartera con baja correlación con los demás componentes, mientras que el riesgo sistemático no puede ser diversificado. Con base en ello, parte de la literatura financiera sostiene que el riesgo no sistemático posee factores externos e internos. Los primeros se enmarcan en el ambiente político y económico, por fuera del control de la empresa; mientras que los segundos derivan de las elecciones propias la empresa (Chiou et al, 2007), entre los cuales se incluyen las elecciones contables.

Bowman (1979), en un artículo teórico, prueba la correlación que existe entre algunas variables contables y la beta de una acción, una medida de riesgo basada en el mercado, sugiriendo su utilidad para predecir el riesgo futuro. El coeficiente beta capta la covarianza entre el retorno de un activo con el retorno del mercado, a lo cual se le conoce como riesgo sistemático de los valores de renta variable de una empresa. En este sentido, dicho estudio muestra que hay una relación teórica entre el riesgo sistemático de una empresa, su apalancamiento y la información contable. Asimismo, este autor demuestra que el riesgo sistemático no es función de la variabilidad de las ganancias, crecimiento, tamaño o de la política de dividendos de la empresa, las cuales están más relacionadas con el componente idiosincrático.

Por otro lado, la percepción del riesgo por parte de los inversores se ha asociado con algunas características de la teoría de decisión como las probabilidades y los resultados. No obstante, desde la perspectiva conductual del riesgo, Slovic (1987)

argumenta que existen factores psicológicos que resultan ser útiles para explicar en gran medida la percepción del riesgo en los individuos. Estos factores son conocidos como *dread* y *unknow* (pavor y desconocimiento). Por un lado, *dread* capta la capacidad de control y la voluntariedad percibida sobre un objeto, así como la cantidad de preocupación y el potencial catastrófico asociado con este; mientras que, el factor *unknow*, capta la observabilidad del objeto, su novedad, el conocimiento que se tiene con relación a dicho objeto y la inmediatez de sus efectos.

El riesgo debe entenderse como un fenómeno multidimensional (Dean et al., 1995). En un estudio realizado por Koonce et al. (2005), se pide a una serie de participantes con una importante experiencia laboral y conocimiento empresarial clasificar diecinueve elementos financieros de acuerdo a su grado de riesgo listados de forma aleatoria. Entre los 19 elementos financieros se encuentran las cuentas por cobrar, efectivo, inversión en acciones ordinarias, opciones financieras, obligaciones por beneficios pensionales, entre otros. Para cada uno de los 19 elementos, los participantes debían responder 14 preguntas formuladas con relación a las dimensiones de *dread* y *unknow* de Slovic (1987), así como de la evaluación de la teoría de decisión. Posteriormente, para determinar de qué manera las variables de la teoría de decisión y conductuales se relacionan con la percepción de riesgo de cada participante, los autores estimaron tres modelos usando regresiones de mínimos cuadrados ordinarios: i) Solo considerando las variables de la teoría de decisión; ii) Solo considerando las variables conductuales; y iii) Considerando ambos conjuntos de variables. Los resultados encontrados muestran que tanto las variables comunes de la teoría de decisión como los factores asociados con la psicología actúan de forma complementaria, posibilitando una mejor evaluación de la percepción del riesgo financiero de los inversores. Los autores concluyen afirmando que los modelos de riesgo que incorporan variables conductuales proporcionan un poder explicativo incremental significativo sobre un modelo que contiene solo variables de teoría de decisión.

La literatura estándar en finanzas postula que una manera fiable de medir el riesgo de las inversiones es a través de la varianza de los retornos individuales o de una cartera

(Bodie et al., 2002; Ross et al., 2005). Sin embargo, la literatura enfocada en el estudio de la conducta de los inversores ha documentado que estos son más sensibles a las pérdidas que a las ganancias (Kahneman et al., 1990; Tversky et al., 1992). En este sentido, se han desarrollado medidas de riesgo enfocadas a captar el riesgo asimétrico en las distribuciones de resultados. Entre estas medidas se destacan la semivarianza, probabilidad de pérdida y el valor esperado de pérdida.

Bajo esta idea, Olsen (1997), por medio de un estudio basado en encuestas destinadas a dos grupos de inversores con cierto grado de influencia en el mercado financiero estadounidense –(i) profesionales en la administración de cartera cuya responsabilidad consiste en posicionar las carteras de inversión institucional; y (ii) individuos adinerados que desempeñan un papel activo en la gestión de su cartera personal–, da cuenta que el riesgo de inversión se encuentra en función de una serie de atributos específicos tales como: potencial de una gran pérdida (por ejemplo, pérdida de capital, grandes caídas en el precio, grandes retornos negativos, etc.), potencial de un retorno por debajo del objetivo (fluctuaciones de precios a la baja, recortes en los dividendos recibidos, impago de intereses, etc.), riesgo del negocio (beta, nivel de deuda, costo de control, posición competitiva, tipo de industria, etc.), liquidez (habilidad para vender rápido, grado de interés del inversor, volumen, etc.), el nivel percibido de conocimiento (cantidad, calidad, líneas de tiempo de información sobre la empresa) y la incertidumbre económica (perspectivas económicas, el mercado, tasas de interés, etc.). Así pues, al analizar el grado de influencia que cada uno de estos atributos ejerce sobre la percepción de riesgo de los inversores con base a algunos tipos de activos, se obtiene como resultado que la habilidad para controlar las pérdidas es la más influyente. Dicho atributo es seguido por el potencial de una gran pérdida y potencial de un retorno por debajo del objetivo, lo que indica la presencia de una mayor aversión a las pérdidas que a otro tipo de riesgos por parte de los inversores (Olsen, 1997).

A través de una serie de preguntas a 2226 miembros de un panel de inversores, Veld y Veld (2008) encuentran que la mayoría de ellos, al evaluar el riesgo asociado a una

inversión, utilizan más de una medida de riesgo, siendo la semivarianza la más seleccionada cuando se evalúa la inversión en acciones, y la probabilidad de pérdida cuando se evalúa la inversión en bonos, ambas medidas asociadas al riesgo financiero de pérdidas.

En esta misma línea, Ang et al. (2006) demuestran que los inversores se preocupan de manera diferente por las pérdidas que por las ganancias. Esto es, aquellos agentes que colocan mayor peso en las pérdidas, demandan una compensación adicional por tener acciones sensibles a movimientos a la baja del mercado. Por tanto, el análisis e importancia en torno al enfoque del riesgo asociado a pérdidas resulta más atractivo que el enfoque tradicional de la media-varianza propuesto por Markowitz, dado que es consistente con la observación de que los inversores son reacios a resultados asociados a estados de pérdidas, pero no a la variabilidad asociada a estados al alza o de ganancias (Bawa, 1975; Miller et al., 1996).

Así pues, existe evidencia que cataloga al riesgo de pérdidas en el resultado (*earnings downside risk*, en inglés) como aquella medida que contiene información sobre los riesgos de pérdida de la empresa, al captar el desempeño operativo esperado a la baja. Del mismo modo, Dechow (1994) y Dechow et al. (1995) muestran que las ganancias se distribuyen asimétricamente, lo que hace convincente examinar específicamente el riesgo a la baja asociado a las ganancias. Adicionalmente, Kahneman et al. (1979), por medio de su teoría de prospecto, sugieren que los agentes económicos son más sensibles a los resultados a la baja (pérdidas) que a los resultados al alta (ganancias). Esto es confirmado por Koonce et al. (2005), quienes, haciendo uso de información contable, demuestran que los inversores brindan mayor énfasis a las expectativas negativas que a las positivas al evaluar el riesgo.

Konchitchki et al. (2015), usando una muestra de 100.095 observaciones año-empresa correspondiente al final de los años fiscales para el período 1975-2013, examinan las implicaciones que el riesgo de pérdidas tiene sobre la evaluación del riesgo de las empresas y sobre la valoración por medio del vínculo con el costo de capital. Para ello,

utilizaron una métrica que se centra en la variabilidad de las ganancias ubicadas por debajo del retorno esperado, es decir, una medida que captura las expectativas de aquellos patrones a la baja con relación al desempeño operativo futuro. De igual forma, Bali et al. (2009) contribuyen en la literatura relacionada con la medición del riesgo de pérdidas al utilizar un conjunto de medidas de riesgo de pérdidas para determinar la existencia y la importancia de una compensación de riesgo-retorno para varios índices bursátiles.

Cibulskiené et al. (2016) consideran el riesgo asimétrico como uno de los tipos de medidas del riesgo de pérdida. Los criterios asociados con la medición del riesgo asimétrico permiten evaluar el riesgo de desviaciones a la baja con base a los retornos esperados. En este caso, la semivarianza figura como una de las medidas más adecuadas para evaluar el riesgo, entendido como una desviación a la baja, dado que es más útil al momento de analizar una distribución asimétrica. Así pues, la desviación a la baja utilizada para medir el riesgo, ayuda a evitar los inconvenientes que surgen de la aplicación de los criterios de medición simétricos del riesgo.

Igualmente, Konchitchki (2015) asocia el riesgo de pérdidas con un conjunto de medidas. En primer lugar, se encuentra la volatilidad hacia arriba o hacia abajo (DUVOL), la cual es considerada como un subrogado de los retornos con riesgo de pérdida extrema, o riesgo de quiebra, y es calculado como el logaritmo natural de la razón entre la desviación estándar de los rendimientos residuales por debajo y por encima de la media. La segunda medida es el coeficiente negativo de la asimetría (*Negative Conditional Skewness*, o NCSKEW por sus siglas en inglés) el cual también es un subrogado de los retornos con riesgo de quiebra y es calculado como el producto de menos uno por el tercer momento de los rendimientos residuales dividido por la desviación estándar de los retornos residuales elevados a la tercera potencia. La tercera medida corresponde a un subrogado para el riesgo de incumplimiento, estimado como la frecuencia de incumplimiento esperada con base a lo propuesto por Vassalou y Xing (2004). Por último, la tercera medida utilizada es la volatilidad de las ganancias, la cual es calculada como la

desviación estándar de los residuales, estimados a partir de un modelo de expectativa de ganancias.

Por su parte, existe evidencia en la literatura en torno a el papel que cumple la calidad de la información contable sobre la determinación del riesgo al tratar lo relacionado con la incertidumbre, lo cual se refleja en el hecho de que el precio de los activos tiene en cuenta contabilidades futuras (Penman, 2010).

Tabla 5. *Distintas interpretaciones del concepto de riesgo*

Autores	Concepto
Olsen, 1997	Riesgo de inversión como función de cuatro atributos: el potencial de una gran pérdida, el potencial de un rendimiento por debajo de un objetivo, la pérdida de la sensación de control, y el nivel percibido de conocimiento sobre el negocio
Markowitz, 1952; Bowman, 1979; Chiou et al, 2007	Riesgo según sus componentes: sistemático y no sistemático. El riesgo no sistemático (idiosincrático) puede diversificarse añadiendo un conjunto de activos dentro de una cartera con baja correlación con los demás componentes, mientras que el riesgo sistemático no puede ser diversificado
Slovic, 1987; Koonce et al., 2005	Perspectiva conductual. Existen factores psicológicos útiles para explicar la percepción del riesgo. Estos factores son conocidos como dread y unknow (pavor y desconocimiento). Por un lado, dread capta la capacidad de control y la voluntariedad percibida de un artículo; en tanto que el factor unknow, captura la observabilidad del artículo, su novedad, la cantidad de conocimiento que se tiene con relación a dicho artículo y la inmediatez de los efectos de este.
Bodie et al., 2002; Ross et al., 2005	Riesgo medido mediante la dispersión sobre la medida de tendencia central (varianza)
Bawa, 1975; Kahneman et al., 1990; Tversky et al., 1992; Olsen, 1997; Ang et al., 2006; Veld & Veld, 2008; Miller et al., 1996; Cibulskiené et al., 2016	Riesgo medido como la sensibilidad del inversor a las pérdidas. Los inversores se preocupan de manera diferente por las pérdidas que por las ganancias. Esto es, aquellos agentes que colocan mayor peso en las pérdidas demandan una compensación adicional por tener acciones sensibles a movimientos a la baja del mercado.

4.2 Riesgo Idiosincrático

El riesgo idiosincrático es un tipo de riesgo de inversión que se asocia a un activo individual. Se le conoce también como riesgo específico o riesgo no sistemático. Este tipo de riesgo considera factores que afectan el desempeño intrínseco de una empresa como su política contable y financiera, estrategia de inversión, modelo operativo, entre otros. Esto se debe a que cada empresa tiene sus propias fortalezas y debilidades específicas, panorama competitivo, estilo de gestión, etc. Se considera que el riesgo idiosincrático tiene poca o ninguna correlación con los riesgos que reflejan macroeconómicos, como el riesgo de mercado o riesgo sistemático.

La relación entre el riesgo de mercado y la rentabilidad de una acción es bien conocida y está documentada en la literatura financiera. El modelo CAPM (Sharpe, 1964) relaciona estas dos medidas suponiendo que los inversores solo están preocupados por los dos primeros momentos de una distribución: la media (rentabilidad) y la varianza (medida del riesgo), y que el mercado solo recompensa el riesgo sistemático o no diversificable. Sin embargo, la evidencia empírica ha cuestionado la validez del modelo, por lo que se han desarrollado otros modelos de valoración como el de tres factores de Fama y French (1993), o el de cuatro factores de Carhart (1997)¹¹. Adicionalmente, la forma de medir el riesgo en el CAPM ha sido objeto de críticas, argumentando que las betas tradicionales no explican los retornos en períodos posteriores. Por otra parte, hay evidencia que el riesgo idiosincrático realmente importa (Chen et al., 2001; Goyal et al., 2003; Wei & Zhang, 2006).

Si bien la hipótesis de mercados eficientes, en su forma semifuerte, afirma que los precios reflejan toda la información disponible, algunos estudios han encontrado que no siempre es así. Considerando un amplio período de 30 años desde 1962 a 1991, Sloan

¹¹ El modelo de Fama y French (1993) introduce dos factores adicionales al modelo clásico del CAPM: la capitalización de mercado (*SMB-Small minus Big*, por sus siglas en inglés) y la relación entre el valor en libros y valor de mercado (*HML-High minus Low*, por sus siglas en inglés). Por su parte, Carhart (1997) añade el *momentum*, una estrategia que consiste en el retorno adicional que producen las empresas ganadoras (con rendimientos positivos en el período) sobre las perdedoras (rendimientos negativos en el período).

(1996) confirma que el precio de las acciones en Estados Unidos no refleja de forma completa la información que los ajustes por devengo y los flujos de caja contienen sobre los resultados futuros. Según este autor, los precios se comportan como si los inversores se “fijaran” exclusivamente en la cifra de resultados netos, fallando en reflejar sus componentes, si bien el componente de devengo tiene menor persistencia que el del flujo de caja. Esto explica que las empresas con más (menos) devengos tengan rentabilidades anormales negativas (positivas).

En la medida que el modelo contable se basa en los devengos, estos resultados ponen el punto de mira en esta magnitud como determinante de la calidad del resultado. La calidad de los ajustes por devengo es una medida del riesgo de información asociada con un dato contable clave para los inversores: los resultados netos (Francis et al., 2005; Barton et al., 2010). Como expresan Francis et al. (2005), la calidad de los ajustes por devengo informa a los inversores sobre cómo se relaciona el resultado contable con los flujos de efectivo, por lo que, si aquellos son de baja calidad, pueden debilitar la relación y, por lo tanto, aumentar el riesgo de información¹². Estos autores usan una muestra de empresas estadounidenses en el período 1970-2001, y encuentran una relación inversa entre la calidad de los ajustes por devengos, medida a través de un modelo de devengos anormales, y la rentabilidad mínima exigida por los inversores tanto acreedores como accionistas. En definitiva, la calidad de la información contable puede ser una fuente de riesgo intrínseco por lo que las empresas con mayor calidad deben tener en promedio menor riesgo intrínseco o idiosincrático. Sin embargo, Core et al. (2007), usando una muestra de empresas de Estados Unidos durante el mismo período que Francis et al. (2005), no encuentran evidencia de que la calidad de los ajustes por devengo afecte a los retornos requeridos por los inversores.

Algunos autores evidencian que el riesgo idiosincrático ha aumentado a lo largo de los años. Campbell et al. (2001) encuentran evidencia de una mayor volatilidad

¹² El riesgo de información es la probabilidad de que la información específica de la empresa, que es pertinente para las decisiones de valoración de los inversores, sea de mala calidad (Francis et al., 2005).

idiosincrática en relación con la volatilidad del mercado en el período 1962–1997 usando una muestra de empresas estadounidenses. Tanto Bennett y Sias (2004) como Xu y Malkiel (2003) destacan que el incremento de la volatilidad se debe a una mayor participación de inversores institucionales en empresas con una capitalización de mercado pequeña. Por su parte, Brown y Kapadia (2007) demuestran que el aumento en el riesgo idiosincrático de las empresas estadounidenses es debido a la entrada en bolsa de compañías pequeñas, en pleno crecimiento y más arriesgadas. Por otra parte, en su estudio sobre Estados Unidos y otros 22 países, Bekaert et al. (2012) argumentan que no hay una tendencia creciente en la volatilidad idiosincrática. Según los autores, la volatilidad idiosincrática sigue un proceso autoregresivo estacionario que en ocasiones tiene episodios de mayor varianza, pero no es de tendencia creciente. En esta misma línea, Brandt et al. (2010) consideran un período muestral más amplio, y argumentan que el incremento de la volatilidad idiosincrática en Estados Unidos en el período 1962-1997 se revirtió en períodos posteriores.

Por otra parte, Ang et al. (2006) analizan empresas de Estados Unidos en el período 1986-2000, y Ang et al. (2009) empresas de 23 países desarrollados en el período 1980-2003. Ambos trabajos encuentran una relación negativa entre el retorno de las acciones y el riesgo idiosincrático (conocido como el *idiosyncratic volatility puzzle*). Sin embargo, estudios posteriores como los de Bali y Caciki (2008), Fu (2009), Hou y Loh (2016) muestran evidencia de una relación positiva entre estas medidas.

A pesar de que el riesgo idiosincrático debería ser irrelevante, ha sido objeto de atención en la literatura. Si bien existen diversos métodos para su medición, entre los más utilizados se encuentran la desviación estándar y desviación estándar ajustada de los retornos (Goyal et al, 2003; Rajgopal & Venkatachalam, 2011; Gill-de-Albornoz & Markarian, 2014)¹³.

¹³ Otras medidas del riesgo idiosincrático usadas en la literatura son los residuos del modelo de mercado (Brown & Kapadia, 2007; Angilidis, 2010; Herskovic et al., 2016), los residuos del modelo CAPM (Rajgopal & Venkatachalam, 2011), los residuos del modelo de tres factores de Fama y French (Ang et al., 2006;

Resulta relevante mencionar que también hay investigaciones referidas a mercados emergentes con resultados igualmente contradictorios. Así, Nartea et al. (2011) encuentran una relación positiva entre el riesgo idiosincrático y los retornos de las acciones en empresas de Singapur, Tailandia, Malasia e Indonesia, en el período 1993-2007. Sin embargo, en Nartea et al. (2013), la relación entre la volatilidad idiosincrática y el rendimiento esperado para una muestra de empresas chinas en 1994-2011 es negativa. También, Angilidis (2010), usando una muestra de 24 países emergentes, encuentra una relación negativa entre el riesgo idiosincrático y los retornos futuros de las acciones, y evidencia que el aumento en el riesgo idiosincrático no es un fenómeno global.

Rajgopal y Venkatachalam (2011) encuentran que el aumento del riesgo idiosincrático documentado por Campbell et al. (2001) en el período 1962-2001 está asociado con el deterioro de la calidad de la información contable. Los autores utilizan como medida de calidad de la información contable la variabilidad de los residuos del modelo de ajustes por devengos de Dechow y Dichev (2002), y la magnitud de los ajustes por devengos.

A su vez, Domingues et al. (2015) estudian si la calidad de la información contable, representada por la calidad de las ganancias, una medida basada en la calidad de los ajustes por devengos, tiene un impacto en la volatilidad idiosincrática de los rendimientos, utilizando como muestra las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Londres y en el periodo 1988 y 2015. Los autores concluyen que la calidad contable tiene un impacto positivo en la volatilidad idiosincrática, lo que significa que una información de peor calidad implica una mayor volatilidad idiosincrática.

En este trabajo aplicamos una metodología similar a la de Rajgopal y Venkatachalam (2011), y exploramos la relación entre la calidad de la información contable y el riesgo idiosincrático para una muestra de empresas cotizadas en los principales índices bursátiles de Latinoamérica.

Rajgopal & Venkatachalam, 2011; Nartea et al., 2013; Hou & Loh, 2016), los residuos del modelo de Carhart (Brown & Kapadia, 2007), y modelos GARCH (Bali & Cakici, 2008; Fu, 2009, Vozlyublennaia, 2013).

4.2.1 Medidas de Riesgo Idiosincrático

En esta tesis se calcula el riesgo idiosincrático a través de dos medidas ampliamente empleadas en la literatura referenciada anteriormente: desviación estándar (volatilidad) y desviación estándar ajustada de los retornos (volatilidad ajustada).

Siguiendo a Rajgopal y Venkatachalam (2011), la primera medida del riesgo idiosincrático es la varianza anualizada de los retornos brutos semanales. La varianza anualizada es calculada como la varianza muestral de los retornos semanales en un año, multiplicado por el número de semanas laborales de ese año.

$$VAR = \sigma^2(r_{ic}) * \sqrt{\# \text{ Semanas}} \quad (6)$$

En esta misma línea, la segunda variable de riesgo idiosincrático se calcula a través de la varianza anualizada del exceso de retornos de los rendimientos semanales brutos de cada empresa sobre la cartera de mercado. El rendimiento de la cartera de mercado se calcula como la suma de los rendimientos brutos individuales de cada empresa perteneciente al índice de mercado multiplicado por la participación de cada empresa en el total del índice.

$$Var^{ADJ} = \sigma^2(r_{ic} - r_{mc}) * \sqrt{\# \text{ Semanas}} \quad (7)$$

Donde:

- r_i = Rentabilidad de cada empresa i en el país c
- $rendimiento\ indice_i$ = Rentabilidad indice en el país c

4.3 Riesgo de Pérdidas

Las decisiones de inversión usualmente se ven influenciadas por restricciones impuestas por los mismos inversores. Dentro de estas restricciones es común encontrar el requerimiento que una inversión debe alcanzar una meta u objetivo específico de retorno. Para este tipo de inversores, el riesgo de pérdida pasa a ser una preocupación legítima, la cual se enmarca en la probabilidad de no alcanzar una meta dada de rendimiento en un período de tiempo determinado (Tse et al., 1993). Por consiguiente, el

riesgo de pérdida, entendido desde un enfoque de decisiones de inversión, hace referencia, principalmente, al uso de medidas enfocadas en la medición de la dispersión de los retornos efectivos por debajo de un objetivo de inversión o punto de referencia. Bajo esta concepción, la varianza como medida tradicional de riesgo también puede ser considerada como un caso especial del enfoque de riesgo de pérdidas, aunque menos eficiente (Harlow, 1991).

Así pues, evaluar la asignación de activos (decisiones de inversión) en un marco de riesgo de pérdidas supone contemplar evitar inversiones por debajo de lo esperado a fin de obtener un intercambio más atractivo entre riesgo y rendimiento (Roy, 1952; Telser, 1955; Kataoka, 1963). Desde un punto de vista más técnico, las medidas de riesgo de pérdida son referidas como momentos parciales inferiores (Lower Partial Moments o LPM por sus siglas en inglés), debido a que solo consideran la cola izquierda de la distribución de los retornos, es decir, aquella que está por debajo de un punto de corte específico (Mao, 1970; Hogan & Warren, 1974; Porter, 1974; Harlow & Rao, 1989).

En la literatura ha sido bien documentado que a nivel agregado los retornos se distribuyen asimétricamente a la izquierda. Esta asimetría se ha explicado de varias maneras. En primer lugar, los movimientos más grandes en el mercado suelen ser caídas, en lugar de aumentos, es decir, el mercado de valores es más propenso a caer que a crecer violentamente. Por ejemplo, de los quince mayores movimientos diarios en el índice S&P 500 desde 1947, nueve fueron caídas. En segundo lugar, la mayor parte de la literatura documenta que los rendimientos del mercado muestran una asimetría negativa, o una propiedad relacionada, la “volatilidad asimétrica”: una tendencia a que la volatilidad aumente con rentabilidades negativas (Chen et al., 2001).

Hay varias explicaciones sobre los mecanismos económicos subyacentes que soportan las asimetrías negativas de los retornos. Quizás la teoría más aceptada se basa en los efectos de apalancamiento (Black, 1976; Christie, 1982), según los cuales una caída de los precios aumenta el apalancamiento operativo, financiero, y por lo tanto la volatilidad de los rendimientos posteriores.

Una teoría alternativa se basa en un mecanismo de “retroalimentación de volatilidad”. Tal como lo desarrollaron Pindyck (1984), French et al. (1987), entre otros. La idea subyacente es que cuando llega una buena noticia, la volatilidad del mercado aumenta, por lo que el efecto positivo directo de la buena noticia se ve parcialmente compensado por un aumento en la prima de riesgo. Mientras que, cuando llega una mala noticia, el efecto directo y el efecto prima de riesgo van en la misma dirección, por lo que el impacto de la noticia se amplifica.

Una tercera explicación de las asimetrías negativas en los rendimientos del mercado de valores proviene de los modelos de burbujas estocásticas del tipo iniciado por Blanchard y Watson (1983). La asimetría aquí se debe al estallido de la burbuja, un evento de baja probabilidad que produce grandes rendimientos negativos.

A su vez, Chen (2001) utiliza el modelo de Hong y Stein (1999) como fundamento teórico para explicar la asimetría de los rendimientos del mercado. De acuerdo con este modelo, hay dos tipos de inversores con diferentes prioridades y restricciones: uno sin restricción de tomar posiciones en corto, por ejemplo, los fondos de cobertura; y otro grupo de inversores con dicha restricción, por ejemplo, los fondos de pensiones. A su vez, el modelo se desarrolla en dos fechas de negociación. En el momento uno, el inversor con restricciones recibe una señal negativa y considera que un valor está por encima de su valor intrínseco, por tanto, este se queda fuera del mercado y su información no es incorporada en el precio. Esto reduce la volatilidad. Mientras tanto, en la fecha dos, mientras el precio cae, y el inversor con restricciones decide que al nuevo nivel de precios puede participar, su información se incorpora en el precio, aumentando la volatilidad. Por lo tanto, surge más información y la varianza es mayor cuando el precio de las acciones cae en la fecha dos, en lugar de subir. Esta mayor varianza – cuando el precio cae – implica que los rendimientos de la fecha dos estarán sesgados negativamente.

4.3.1 Medidas de Riesgo de Pérdidas

En este trabajo, para medir el riesgo de pérdidas, se usan dos medidas usadas anteriormente en la literatura (Chen et al., 2001; Konchitchki et al., 2015). La primera

medida es NCSKEW. Esta variable mide la asimetría condicional de los retornos. Se calcula tomando el valor negativo del tercer momento de la distribución específica de los retornos semanales de cada empresa, y dividiéndolo por la desviación estándar de los retornos elevados al cubo.

$$NCSKEW_{it} = \frac{-[n(n-1)^{3/2} \sum R^3_{it}]}{[(n-1)(n-2)(\sum R^2_{it})^{3/2}]} \quad (8)$$

Al poner un signo negativo, estamos adoptando la convención de que un aumento en NCSKEW corresponde a una empresa que es más “propensa a las caídas”, es decir, que tiene una distribución más sesgada a la izquierda.

Además de NCSKEW, se usa una segunda medida de riesgo de pérdida que denotamos como DUVOL, la cual mide la volatilidad condicional de los retornos. Para cada empresa se separan las semanas con retornos por debajo de la media anual de aquellas semanas con retornos superiores a la media semestral. Posteriormente, se calcula la desviación estándar de cada una de las submuestras separadamente, siendo DUVOL el logaritmo del cociente entre la desviación estándar de las semanas por debajo de la media sobre la desviación estándar de las semanas por encima de la media.

$$DUVOL = \text{Log} \frac{\sigma_{downweeks}}{\sigma_{upweeks}} \quad (9)$$

A continuación, en la Tabla 6 se presenta un resumen de las medidas de riesgo idiosincrático y riesgo de pérdidas utilizadas en la tesis.

Tabla 6. Resumen de las medidas de riesgo idiosincrático y de pérdidas usadas en la tesis

Tipo de riesgo	Teoría	Cálculo
Riesgo idiosincrático	Es un tipo de riesgo de inversión que considera factores que afectan el desempeño intrínseco de una empresa como su política contable y financiera, estrategia de inversión, modelo operativo, entre otros	Se calcula el riesgo idiosincrático a través de dos medidas: VAR es la varianza anualizada de los retornos, y VAR ^{ADJ} Varianza anualizada de los excesos de retornos brutos sobre la cartera de mercado. $VAR = \sigma^2(r_{ic}) * \sqrt{\# \text{ Semanas}}$ $Var^{ADJ} = \sigma^2(r_{ic} - r_{mc}) * \sqrt{\# \text{ Semanas}}$

Tabla 6. (Cont.)

Tipo de riesgo	Teoría	Cálculo
Riesgo de pérdidas	El riesgo de pérdida hace referencia al uso de medidas enfocadas en la medición de la dispersión de los retornos efectivos por debajo de un objetivo de inversión o punto de referencia.	<p>Se calcula el riesgo de pérdidas a través de dos medidas. La primera medida es NCSKEW la cual mide la asimetría condicional de los retornos. Al poner un signo negativo, se adopta la convención de que un aumento en NCSKEW corresponde a una empresa más “propensa” a las caídas.</p> <p>La segunda medida es DUVOL, la cual mide la volatilidad condicional de los retornos. Es el logaritmo de la desviación estándar de las semanas por debajo de la media sobre la desviación estándar de las semanas por encima de la media.</p> $NCSKEW_{it} = \frac{-[n(n-1)^{3/2} \sum R^3_{it}]}{[(n-1)(n-2)(\sum R^2_{it})^{3/2}]}$ $DUVOL = \text{Log} \frac{\sigma_{downweeks}}{\sigma_{upweeks}}$

En el capítulo cinco de esta tesis, se desarrollan dos estudios empíricos que exploran la relación entre la calidad de la información contable, el riesgo idiosincrático y el riesgo de pérdidas, usando información de empresas cotizadas en las principales bolsas de valores de países latinoamericanos en el período 2003-2017.

CAPÍTULO V. ANÁLISIS EMPÍRICOS

En este capítulo se presentan dos análisis empíricos que estudian: 1) la relación entre la calidad de la información contable y el riesgo idiosincrático; 2) la relación entre la calidad de la información contable y el riesgo de pérdidas.

Se organiza el capítulo de la siguiente forma. En la primera sección se desarrollan las hipótesis, y se presentan los modelos que estudian la relación entre la calidad de la información contable, el riesgo idiosincrático y el riesgo de pérdidas. En la segunda sección se presenta la muestra utilizada en los análisis empíricos. En la tercera sección se muestran los estadísticos descriptivos, los resultados del análisis multivariante y las conclusiones del análisis de la relación entre la calidad de la información contable y el riesgo idiosincrático. En la cuarta sección se muestran los estadísticos descriptivos, los resultados del análisis multivariante y las conclusiones del análisis de la relación entre la calidad de la información contable y el riesgo de pérdidas.

5.1 Desarrollo de las hipótesis, modelos y variables de control.

Las elecciones contables son, en principio, decisiones propias de una empresa y no necesariamente corresponden a las elecciones de un sector económico en específico o a la economía en general, por tanto, son una fuente de riesgo inherente para la empresa. Así, las elecciones contables que busquen desinformar a los grupos de interés sobre la situación económica subyacente de la empresa deben suponer para los inversores mayor riesgo en dicha inversión.

Es de nuestro interés por tanto evaluar si este riesgo al ser intrínseco a la empresa se ve reflejado en el riesgo idiosincrático, el cual de acuerdo con la literatura financiera es diversificable y no es recompensado por el mercado. Esta evaluación se realiza en el primer estudio cuyos resultados y conclusiones se presentan en la sección tres de este capítulo.

A su vez, una idea fundamental en finanzas es que, a mayor riesgo, mayor debe ser el retorno esperado de una inversión. Si bien el riesgo se define de muchas maneras, para el caso del segundo análisis, es la posibilidad que el rendimiento realizado difiera de un resultado o rendimiento esperado. Los inversores están más preocupados por las pérdidas parciales o totales del capital que por las volatilidades que puedan tener cierto tipo de inversiones (Olsen, 1997). Es por esto que se han desarrollado medidas estadísticas que captan exclusivamente la parte de la distribución de probabilidades de rentabilidad que indiquen pérdidas, o que se sitúen por debajo de un determinado límite de rentabilidad mínima aceptada.

Para estudiar la relación entre la calidad de la información contable, el riesgo idiosincrático y el riesgo de pérdidas se plantean dos hipótesis y se evalúan dos modelos que se detallan a continuación.

5.1.1 Desarrollo de las hipótesis y modelos.

Basándonos en la literatura analizada, la primera hipótesis a evaluar trata sobre la relación entre la calidad de la información contable y el riesgo idiosincrático. Esta hipótesis se plantea en su forma alternativa y se contrasta a través de diferentes medidas de calidad de la información contable y de riesgo idiosincrático.

H1. A mayor calidad de la información contable, menor riesgo idiosincrático.

Para contrastar la anterior hipótesis, se evalúa el modelo (10), en donde el riesgo idiosincrático se expresa como una función de la calidad de la información contable. También, se incluyen algunas variables de control que se han identificado en la literatura y que se describen más adelante en esta sección.

$$Riesgo_{idiosincrático} = \alpha + \beta * Calidad\ contable + \gamma_i * Variables_control + \varepsilon \quad (10)$$

En cuanto al riesgo de pérdidas, basándonos en la literatura analizada, se plantea la hipótesis a evaluar sobre la relación entre la calidad de la información contable y el riesgo financiero de pérdidas. Esta hipótesis se plantea en su forma alternativa y se

contrasta a través de diferentes medidas de calidad de la información contable y de riesgo de pérdidas cuya metodología de cálculo se detalla la sección tres del capítulo 4.

H2. A mayor calidad de la información contable, menor riesgo permanente de pérdidas.

Para contrastar la hipótesis planteada, se evalúa el modelo (11), en donde el riesgo de pérdidas se expresa como una función de la calidad de la información contable.

$$Riesgo_{pérdidas} = \alpha + \beta * Calidad\ contable + \gamma_i * Variables_control + \varepsilon \quad (11)$$

Para testar las hipótesis 1 y 2, modelos (10) y (11), usamos un conjunto de variables de control que en la literatura se han encontrado explicativas del riesgo financiero.

5.1.2 Variables de Control

Siguiendo a Rajgopal y Venkatachalam (2011), controlamos por diversos factores que han resultado explicativos del riesgo financiero, como son la volatilidad de los flujos de caja, el rendimiento bursátil de las acciones, la eficiencia operativa, el tamaño de la empresa, la relación entre el valor en libros, el valor de mercado y el apalancamiento. Adicionalmente, se incluyen variables indicador de país, año y sector. Seguidamente, nos referimos a cada una de estas variables.

- Volatilidad de los Flujos de Caja

Según Irvine (2009), la volatilidad de los rendimientos de las acciones a nivel de empresa está determinada por los cambios inesperados en el flujo de efectivo. La alta volatilidad de los flujos de efectivo es una medida de la incertidumbre en el entorno operativo, lo que indica mayor nivel de riesgo (Dechow & Dichev, 2002).

Para la construcción de la variable volatilidad de los flujos de caja, se siguieron varias etapas. Primero, se crea una variable de los flujos de caja operativos anuales para cada empresa, normalizada por el total de activos. Seguidamente, se calcula la varianza móvil de dicha variable, teniendo en cuenta la variación durante los últimos tres años correspondiente a cada empresa.

$$FCO = \sigma^2(FCO) \quad (12)$$

Donde:

$\sigma^2(FCO)$ = Varianza de los flujos de caja normalizados por el total de activos

- Eficiencia Operativa

Esta variable se determina con base a los postulados de Hanlon et al. (2004), los cuales encuentran que la eficiencia operativa, calculada como el flujo de caja operativo normalizado por el total de activos, se relaciona de forma negativa con la volatilidad de los rendimientos de las acciones.

$$EFEOP = \frac{FCO}{Prom\ activos} \quad (13)$$

Donde:

- CFO = Flujos de caja operacionales
- Prom activos = Promedio de los activos totales

- Rendimiento Bursátil

Esta variable se define como el rendimiento de una estrategia comprar y mantener (*buy-and-hold*). Se calcula como el retorno de la acción durante un año, el cual está negativamente relacionado con la volatilidad de los retornos (Duffie, 1995).

$$Rend = \ln \frac{ult\ precio}{pri\ precio} \quad (14)$$

Donde:

Ult precio = Último precio disponible de la empresa *i* en un año *t*

Pri precio = Primer precio disponible de la empresa *i* en el año *t*

- Tamaño de la Empresa

Como señalan Pastor y Veronesi (2003), las empresas pequeñas son propensas a tener mayor volatilidad de los retornos.

$$LogAct = Ln(cap\ mercado) \quad (15)$$

Donde:

$\ln(\text{cap mercado}) = \text{Logaritmo natural de la capitalización de mercado}$

- Relación Valor en Libros a Valor de Mercado

El cociente entre el valor en libros del patrimonio y el valor de mercado del patrimonio (número de acciones en circulación por precio) se relaciona de forma negativa con la volatilidad idiosincrática de los retornos, dado que aquellas empresas con oportunidades de crecimiento más altas, tienen mayor probabilidad de experimentar mayor volatilidad en retorno de sus acciones (Rajgopal & Venkatachalam, 2011).

$$LVM = \frac{\text{Valor en libros del patrimonio}}{\text{Valor de mercado del patrimonio}} \quad (16)$$

- Apalancamiento

Cuanto mayor es la proporción de deuda en la estructura financiera de la empresa, mayor es la probabilidad de tener dificultades financieras, lo que sugiere una relación positiva entre la volatilidad de los retornos de las acciones y el nivel de apalancamiento de una empresa.

$$APAL = \frac{\text{total deuda lp}}{\text{total activos}} \quad (17)$$

Donde:

$\text{Total deuda lp} = \text{Total deuda a largo plazo}$

$\text{Total activos} = \text{Total activos}$

Tabla 7. Resumen de las variables de control

VARIABLES DE CONTROL	CÁLCULO
FCO	Varianza de los flujos de caja operativos normalizado por el total de activos.
EFEOP	Flujo de caja operativo normalizado por el promedio del total de activos del período inicial y período final.
Rend	Es el retorno de una estrategia <i>buy and hold</i> en un año.
LogAct	Es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo natural del total de activos.
VLVM	Es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio.
APAL	Es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales.

5.2 Muestra.

La muestra de los análisis empíricos desarrollados en el presente capítulo incluye 147 empresas cotizadas en las principales bolsas de valores del mercado integrado latinoamericano MILA¹⁴, las de México, Lima, Colombia y Chile. Adicionalmente, se incorporan en la muestra los mercados de Brasil y Argentina, por su importancia económica en la región. El período de estudio está comprendido entre los años 2003 y 2017, con un total de 2102 observaciones empresa-año.

La selección de las empresas se realiza de acuerdo a la composición del índice accionario más representativo del mercado de valores de cada país. En este sentido, se incluyen las empresas que cotizan en los índices: Merval (Argentina), BOVESPA (Brasil), S&P/CLX IPSA (Chile), COL20 (Colombia), S&P/Bmv Ipc (México) y S&P Lima General Index (Perú). Como muestra el Panel A de la Tabla 8, el mayor número de empresas es de Brasil (43), seguido de Chile, México y Perú con 30, 26 y 22 empresas, respectivamente. Argentina y Colombia se sitúan en último lugar con 13 empresas cada uno. En el panel B de la Tabla 8 se muestra la distribución de la muestra por año y sector. Los sectores con mayor número de observaciones en la muestra son los de materias primas, consumo no cíclico e industriales.

La información de los estados financieros y los precios de las acciones, es tomada de la base de datos Thomson Reuters. En los estudios se excluyen las observaciones con patrimonio neto negativo y las empresas del sector financiero.

Como se indicó anteriormente, a partir de 2009 las NIIF se han ido adoptando en los países analizados. Por tal motivo, para verificar los resultados obtenidos, se realiza un análisis adicional en el que se incluye una variable categórica igual a uno cuando las empresas siguen esta normativa contable.

¹⁴ El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es resultado del acuerdo firmado entre la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa Mexicana de Valores y la Bolsa de Valores de Lima, así como de los depositarios DECEVAL, DCV y CAVALI. Desde 2009 iniciaron el proceso de creación de un mercado regional para la negociación de títulos de renta variable de los cuatro países.

Tabla 8. Muestra de análisis.

Panel A. Distribución de la muestra por país

País	No. Observaciones	Observaciones (%)	No. Empresas
Argentina	199	9.43	13
Brasil	612	29.04	43
Chile	427	20.23	30
Colombia	175	8.62	13
Mexico	365	17.29	26
Peru	324	15.4	22
Total	2102	100.0	147

Panel B. Distribución de la muestra por año y sector

Año	Sector										Total
	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Salud	Industriales	Inmobiliario	Tecnología	Telecomunicaciones	Servicios públicos	
2003	32	12	24	13	0	17	2	1	5	13	119
2004	32	14	25	13	0	19	2	1	5	15	126
2005	32	15	25	13	2	21	3	2	5	15	133
2006	32	14	25	13	3	20	5	2	5	16	135
2007	32	14	26	13	3	20	5	2	5	16	136
2008	32	15	26	13	3	20	5	2	5	16	137
2009	33	15	26	13	3	23	5	2	5	16	141
2010	34	16	26	13	3	24	5	2	5	17	145
2011	34	15	27	13	3	24	5	2	5	17	145
2012	34	17	27	13	3	25	5	2	5	17	148
2013	34	17	27	13	3	25	5	2	5	18	149
2014	34	16	27	13	3	24	5	2	5	17	146
2015	34	17	27	13	3	24	5	2	5	17	147
2016	34	17	27	13	3	24	5	2	5	17	147
2017	34	17	27	13	3	24	5	2	5	18	148
Total	497	231	392	195	38	334	67	28	75	245	2102

5.3 Análisis empírico 1: Calidad de la información contable y riesgo idiosincrático

En esta sección se presentan los estadísticos descriptivos, correlaciones, los resultados del análisis multivariante y las conclusiones del análisis de la relación entre la calidad de la información contable y el riesgo idiosincrático.

5.3.1 Estadísticos descriptivos y correlaciones

La Tabla 9 presenta los principales estadísticos descriptivos de la muestra utilizada en el primer estudio. La persistencia de los resultados, como primera medida de calidad de la información, tiene una media del 0.44 y una desviación estándar de 0.36. El alisamiento del resultado tiene un promedio de 0.84 y desviación estándar de 0.5. El nivel

promedio de alisamiento del resultado es menor que el encontrado por Gill-de-Albornoz y Markarian (2014). Por su parte, los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002) son en promedio -0.037 con una desviación estándar de 0.041¹⁵. Este nivel promedio de los residuos es superior al encontrado en Rajgopal y Venkatachalam (2011). La magnitud de los devengos anormales al cuadrado tiene una media de 0.09 y una desviación estándar de 0.02.

Las medidas de riesgo idiosincrático oscilan entre un 11%, según los rendimientos ajustados por la cartera de mercado, y un 16.2% según la volatilidad de los rendimientos brutos. Estos niveles promedio de riesgo idiosincrático son mayores a los encontrados por Rajgopal y Venkatachalam (2011), Gill-de-Albornoz y Markarian (2014) para países desarrollados.

La relación promedio entre el valor en libros y el de capitalización es 0.93, los flujos de caja operativos como porcentaje del total de activos tienen de media 10%, y el apalancamiento financiero promedio es del 20% del total de activos.

La Tabla 10 presenta los coeficientes de correlación de Pearson (parte inferior de la diagonal) y Spearman (parte superior de la diagonal) entre las variables objeto de estudio. Como no podía ser de otro modo, las medidas de riesgo idiosincrático VAR y VAR^{ADJ} tienen una correlación positiva y significativa entre sí. Las medidas de calidad de la información contable y las medidas de riesgo idiosincrático tienen el signo esperado. PerGan y AQ_DD se relacionan negativamente con las variables de riesgo y DevSqr positivamente. Las variables de control se correlacionan con las medidas de riesgo idiosincrático según lo esperado por los resultados previos en la literatura, pero no hay valores muy elevados entre ellas que pudieran indicar problemas de multicolinealidad¹⁶.

¹⁵ Por conveniencia, tal como se indica en la metodología, los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002) fueron multiplicados por -1 para que mayores valores de esta medida indiquen mayor calidad de la información contable.

¹⁶ A pesar de no mostrar los detalles, se calculó el VIF, como un comando post-estimación, siendo los coeficientes menores a 10, lo que indica que no existen problemas de multicolinealidad en las estimaciones.

Tabla 9. Estadísticos descriptivos de las variables

	Media	Desv estdr	Mediana	Max	Min
PerGan	0.435	0.357	0.494	1.22	-0.86
AR	0.839	0.50	.717	2.68	0.82
DevSqr	0.009	0.023	0.002	0.212	0
AQ_DD	-0.037	0.041	-0.024	-0.00001	-0.353
VAR	0.162	0.404	0.096	14.183	0
VAR ^{ADJ}	0.114	0.203	0.071	6.071	0
FCO	0.004	0.013	0.001	0.271	0
EFEOP	0.101	0.102	0.093	0.941	-0.663
Rend	0.134	0.478	0.131	2.69	-2.131
LogAct	10.66	3.15	10.15	19.23	0.73
VLVM	0.931	4.32	0.467	118.445	0
APAL	0.202	0.136	0.203	0.866	0

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. VAR es la varianza anualizada de los retornos. VAR^{ADJ} se refiere a la varianza anualizada de los excesos de retornos brutos sobre la cartera de mercado. PerGan es la persistencia de los resultados y se calcula como el coeficiente beta de un modelo autorregresivo entre el resultado neto en el período actual y el período anterior. AR es el alisamiento del resultado calculado como el cociente entre la desviación estándar del resultado neto sobre la desviación estándar de los flujos de caja operativos. DevSqr es la magnitud de los devengos anormales, se calcula como el cuadrado de los ajustes por devengos anormales resultantes del modelo de Dechow y Dichev (2002). AQ_DD es la calidad de los ajustes por devengos, medidos como la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002). FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio. APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil es el retorno de una estrategia *buy and hold* en un año, y LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos.

Tabla 10. Correlaciones

	VAR	VAR ^{ADJ}	PerGan	AR	DevSqr	AQ_DD	FCO	VLVM	APAL	EFEOP	Rend	LogAct
VAR	1.00	0.69	-0.10	0.18	0.17	-0.25	0.33	0.22	-0.01	-0.12	0.02	-0.50
VAR ^{ADJ}	0.50	1.00	-0.13	0.07	0.15	-0.21	0.27	0.21	-0.01	-0.08	0.04	-0.48
PerGan	-0.08	-0.10	1.00	0.01	-0.07	0.06	-0.08	-0.09	-0.10	0.29	-0.02	0.11
AR	0.05	0.05	-0.06	1.00	-0.12	-0.00	-0.06	0.07	-0.01	-0.05	-0.00	-0.15
DevSqr	0.09	0.06	-0.06	-	1.00	-0.18	0.29	-0.03	-0.11	0.08	0.11	-0.16
AQ_DD	-0.08	-0.06	0.01	-	-0.06	1.00	-0.49	-0.00	0.13	-0.05	0.00	0.21
FCO	0.05	0.07	-0.07	-	0.16	-0.37	1.00	0.03	-0.17	0.04	0.05	-0.31
VLVM	0.01	0.04	0.02	0.06	-0.02	0.05	-0.03	1.00	-0.11	-0.17	-0.17	-0.45
APAL	-0.02	0.01	-0.09	-	-0.07	0.17	-0.11	-0.07	1.00	-0.13	-0.07	0.16
EFEOP	-0.05	-0.04	0.27	-	-0.13	-0.23	0.12	0.01	-0.17	1.00	0.16	0.07
Rend	0.07	-0.03	-0.01	-	0.05	-0.01	0.03	-0.04	-0.07	0.16	1.00	-0.04
LogAct	-0.21	-0.26	0.10	-	-0.11	0.13	-0.16	-0.22	0.14	0.02	-0.02	1.00

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. VAR es la varianza anualizada de los retornos. VAR^{ADJ} se refiere a la varianza anualizada de los excesos de retornos brutos sobre la cartera de mercado. PerGan es la persistencia de los resultados y se calcula como el coeficiente beta de un modelo autorregresivo entre el resultado neto en el período actual y el período anterior. AR es el alisamiento del resultado calculado como el cociente entre la desviación estándar del resultado neto sobre la desviación estándar de los flujos de caja operativos. DevSqr es la magnitud de los devengos anormales, se calcula como el cuadrado de los ajustes por devengos anormales resultantes del modelo de Dechow y Dichev (2002). AQ_DD es la calidad de los ajustes por devengos, medidos como la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002). FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio. APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil, hace referencia al retorno de una estrategia *buy and hold* en un año, y LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos.

5.3.2 Resultados del análisis multivariante

En esta sección se presentan los resultados principales del primer estudio, el cual evalúa la relación entre la calidad de la información contable y el riesgo idiosincrático. Se estiman cuatro grupos de modelos de corte transversal robustos, con variables categóricas de sector, año y país¹⁷.

¹⁷ Por conveniencia, en la presentación no se incluyen las variables categóricas de país, sector y año.

Tabla 11. Relación entre la persistencia del resultado y las medidas de riesgo idiosincrático

	VAR	VAR ^{ADJ}	VAR	VAR ^{ADJ}
PerGan	-0.020** (0.008)	-0.026*** (0.006)	-0.018** (0.007)	-0.015*** (0.006)
FCO			1.730*** (0.153)	0.829*** (0.118)
VLVM			0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
APAL			0.027** (0.012)	-0.001 (0.009)
EFEOP			-0.091*** (0.019)	-0.037** (0.014)
Rend			-0.000 (0.004)	0.007** (0.003)
LogAct			-0.005*** (0.001)	-0.013*** (0.001)
Cons	0.110*** (0.004)	0.086*** (0.003)	0.232*** (0.013)	0.238*** (0.010)
Obs.	1641	1641	1422	1422
R-squared	0.004	0.012	0.512	0.451
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el periodo 2003-2017. VAR es la varianza anualizada de los retornos. VAR^{ADJ} se refiere a la varianza anualizada de los excesos de retornos brutos sobre la cartera de mercado. PerGan es la persistencia de los resultados y se calcula como el coeficiente beta de un modelo autorregresivo entre el resultado neto en el periodo actual y el periodo anterior. FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio. APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil es el retorno de una estrategia *buy and hold* en un año, y LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos.

Se comienza con un conjunto de regresiones entre las medidas de riesgos idiosincrático y la persistencia del resultado como medida de la calidad de la información contable, que se muestran en la Tabla 11. Seguidamente, se incorporan las variables de control discutidas anteriormente. Los resultados indican que la persistencia de los resultados tiene una relación negativa y estadísticamente significativa frente a las medidas varianza y varianza ajustada. Esto indica que a mayor persistencia de los resultados (mayor calidad contable), menor riesgo idiosincrático. Respecto a las variables de control, la volatilidad de los flujos de caja, la eficiencia operativa y el tamaño, son estadísticamente significativas y con el signo esperado. El R2 varía entre 0.01, cuando se corre el modelo sin incluir las variables de control, y 0.512 cuando se incluyen. Los resultados son consistentes a través de las diferentes medidas de riesgo contempladas.

El segundo grupo de modelos que se estiman se muestran en la Tabla 12. En este grupo, la variable que se utiliza para medir la calidad de la información contable es el alisamiento del resultado. Como se mencionó en el capítulo tres, el alisamiento del resultado puede aumentar la calidad de la información contable si se utiliza para suavizar resultados transitorios, ya que aumenta su persistencia, mientras que, si se utiliza para suavizar cambios permanentes en los flujos de caja, el alisamiento del resultado deteriora la calidad de la información contable. Los resultados encontrados muestran que empresas con mayor alisamiento del resultado son percibidas por el mercado como de menor riesgo idiosincrático. Se encuentran resultados estadísticamente significativos para la variable VAR, no así para VAR^{ADJ}. El R² de las regresiones varía entre 0.002 sin variables de control y con variables de control es de 0.487.

El tercer grupo de modelos que se estima se muestra en la Tabla 13. En estos modelos se busca contrastar la hipótesis que la calidad de la información contable medida a través de los ajustes por devengos anormales al cuadrado se relaciona positivamente con las medidas de riesgo idiosincrático. Según se explicó anteriormente, mayores valores de ajustes por devengos anormales están relacionados con menor calidad de la información contable, y por tanto se esperaría signo positivo en su relación con el riesgo idiosincrático. Se encuentran resultados estadísticamente significativos para las medidas de riesgo varianza y varianza ajustada, que indican que, a mayores niveles de devengos anormales, mayor riesgo idiosincrático. El R² de las regresiones sin variables de control es 0.013 y 0.008, para las variables independientes son VAR y VAR^{ADJ}, respectivamente, y cuando se incluyen las variables de control es de 0.492 y 0.466, respectivamente. Los resultados son consistentes con los hallados por Rajgopal y Venkatachalam (2011).

El cuarto grupo de modelos que se estiman se muestra en la Tabla 14. En este grupo de modelos, la variable que se utiliza para medir la calidad de la información contable son los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002), concretamente la desviación estándar de los residuos de este modelo. Los resultados encontrados indican que las empresas con menor desviación estándar de los ajustes por devengos discrecionales

tienen en promedio menor riesgo idiosincrático. Se encuentran resultados estadísticamente significativos para las medidas de riesgo varianza y varianza ajustada. El R2 cuando se incluyen las variables de control el R2 es de 0.498, y 0.466, respectivamente. Los resultados son consistentes con lo hallado por Rajgopal y Venkatachalam (2011), los cuales encuentran que, a mayor desviación estándar de los residuos, mayores niveles de riesgo idiosincrático.

Tabla 12. Relación entre el alisamiento del resultado y las medidas de riesgo idiosincrático

	VAR	VAR ^{ADJ}	VAR	VAR ^{ADJ}
AR	-0.003*** (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.001 (0.001)
FCO			0.676*** (0.116)	0.579*** (0.091)
VLVM			-0.000 (0.001)	-0.001* (0.001)
APAL			0.037*** (0.012)	0.010 (0.009)
EFEOP			-0.091*** (0.017)	-0.046*** (0.014)
Rend			0.002 (0.004)	0.005* (0.003)
LogAct			-0.008*** (0.001)	-0.014*** (0.001)
Cons	0.100*** (0.002)	0.072*** (0.002)	0.250*** (0.012)	0.252*** (0.010)
Obs.	1888	1888	1681	1681
R-squared	0.004	0.002	0.487	0.464
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el periodo 2003-2017. VAR es la varianza anualizada de los retornos. VAR^{ADJ} se refiere a la varianza anualizada de los excesos de retornos brutos sobre la cartera de mercado. AR es el alisamiento del resultado calculado como el cociente entre la desviación estándar del resultado neto sobre la desviación estándar de los flujos de caja operativos. FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil es el retorno de una estrategia *buy and hold* en un año. LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio, y APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales.

Tabla 13. Relación entre los ajustes por devengos anormales al cuadrado y las medidas de riesgo idiosincrático

	VAR	VAR ^{ADJ}	VAR	VAR ^{ADJ}
Dev_sqr	0.392*** (0.082)	0.240*** (0.062)	0.177*** (0.067)	0.105** (0.053)
FCO			0.601*** (0.117)	0.551*** (0.092)
VLVM			0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)
APAL			0.037*** (0.012)	0.009 (0.009)
EFEOP			-0.085*** (0.017)	-0.046*** (0.014)
Rend			0.001 (0.004)	0.004 (0.003)
LogAct			-0.008*** (0.001)	-0.014*** (0.001)
Cons	0.099*** (0.002)	0.071*** (0.002)	0.247*** (0.012)	0.251*** (0.010)
Obs.	1789	1789	1669	1668
R-cuadrado	0.013	0.008	0.492	0.466
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. VAR es la varianza anualizada de los retornos. VAR^{ADJ} se refiere a la varianza anualizada de los excesos de retornos brutos sobre la cartera de mercado. Dev_Sqr es la magnitud de los devengos anormales, se calcula como el cuadrado de los ajustes por devengos anormales resultantes del modelo de Dechow y Dichev (2002). FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil, se refiere al retorno de una estrategia *buy and hold* en un año. LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio, y APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales.

Tabla 14. Relación entre los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002) y las medidas de riesgo idiosincrático

	VAR	VAR ^{ADJ}	VAR	VAR ^{ADJ}
AQ DD	-0.248*** (0.033)	-0.180*** (0.025)	-0.080*** (0.028)	-0.049** (0.022)
FCO			0.587*** (0.123)	0.539*** (0.096)
VLVM			0.000 (0.001)	-0.003*** (0.001)
APAL			0.038*** (0.012)	0.007 (0.009)
EFEOP			-0.113*** (0.017)	-0.059*** (0.013)
Rend			0.005 (0.004)	0.007** (0.003)
LogAct			-0.008*** (0.001)	-0.015*** (0.001)
Cons	0.090*** (0.003)	0.071*** (0.002)	0.262*** (0.013)	0.274*** (0.010)
Obs.	1,560	1,560	1,557	1,557
R-squared	0.024	0.003	0.498	0.466
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. VAR es la varianza anualizada de los retornos. VAR^{ADJ} se refiere a la varianza anualizada de los excesos de retornos brutos sobre la cartera de mercado. AQ_DD es la calidad de los ajustes por devengos, medidos como la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002). FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil, se refiere al retorno de una estrategia *buy and hold* en un año. LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio, y APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales.

5.3.2.1. Calidad de la información contable, riesgo idiosincrático y NIIF

Como se dijo anteriormente, durante el período de estudio, las NIIF fueron introducidas en los países objeto de estudio de forma paulatina. Chile fue el primer país en hacerlo en 2009, Brasil en 2010, Argentina y México en 2012, Perú en 2013, y por último Colombia en 2015. Por tanto, para corroborar la robustez de nuestros resultados y aislar el efecto de las NIIF en la relación entre el riesgo idiosincrático y la calidad de la información contable, se estiman nuevamente las regresiones añadiendo como control una variable categórica igual a 1 a partir del año en el que el país adopta de forma

obligatoria las NIIF. Esperamos que la relación encontrada previamente entre la calidad de la información contable y el riesgo idiosincrático sea robusta al ingreso de las NIIF como variable explicativa. Adicionalmente, se añade la interacción entre las variables de calidad contable y la variable categórica NIIF, de acuerdo con la siguiente especificación:

$$Riesgo_{idiao} = \alpha + \beta_1 Calidad + \beta_2 Calidad * NIIF + \beta_3 NIIF + \beta_4 FCO + \beta_5 EFEOP + \beta_6 Rend + \beta_7 LogAct + \beta_8 VLVM + \beta_9 APAL + \varepsilon \quad (18)$$

Los resultados se muestran en las Tablas 15, 16 y 17. Como se puede observar, la persistencia de los resultados, la magnitud de los ajustes por devengos anormales y la calidad del resultado medida mediante la desviación estándar de los residuos del modelo de ajustes por devengos de Dechow y Dichev (2002) continúan siendo negativas y estadísticamente significativas frente a las medidas de riesgo idiosincrático. En esta misma línea, la variable de magnitud de los ajustes por devengos anormales continúa siendo positiva y estadísticamente significativa, reflejando el aumento del riesgo idiosincrático a medida que los ajustes por devengos anormales incrementan.

Esto indica que la introducción de las NIIF durante el período de estudio no afecta la significancia estadística de la relación entre la calidad de la información contable y las medidas de riesgo idiosincrático.

La persistencia del resultado mantiene la relación negativa y estadísticamente significativa. La interacción entre la persistencia del resultado y las NIIF no tiene una relación estadísticamente significativa con la medida de riesgo VAR, y tiene una relación positiva y estadísticamente significativa con la variable VAR^{ADJ}. Esto último indica que durante el período en que las normales contables son las NIIF, un aumento en la persistencia del resultado incrementa el riesgo idiosincrático. Sin embargo, si se suman los coeficientes de las variables persistencia del resultado y su interacción con las NIIF, el resultado neto es negativo frente al riesgo idiosincrático que es el signo esperado conforme a la evidencia en la literatura.

Tabla 15. Relación entre la persistencia del resultado, las medidas de riesgo idiosincrático y las NIIF

	VAR	VAR ^{ADJ}	VAR	VAR ^{ADJ}
Per_Gan	-0.023** (0.010)	-0.029*** (0.008)	-0.018* (0.010)	-0.030*** (0.008)
Per_Gan*NIIF	0.005 (0.015)	0.005 (0.012)	-0.000 (0.012)	0.026*** (0.010)
NIIF	-0.028*** (0.009)	-0.011 (0.007)	-0.008 (0.009)	-0.014** (0.007)
FCO			1.705*** (0.154)	0.827*** (0.118)
VLVM			0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
APAL			0.027** (0.012)	-0.003 (0.009)
EFEOP			-0.090*** (0.019)	-0.035** (0.014)
Rend			-0.001 (0.004)	0.008** (0.003)
LogAct			-0.005*** (0.001)	-0.013*** (0.001)
Cons	0.124*** (0.006)	0.091*** (0.005)	0.231*** (0.014)	0.246*** (0.010)
Obs.	1641	1641	1422	1422
R-squared	0.033	0.017	0.512	0.460
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. VAR es la varianza anualizada de los retornos. VAR^{ADJ} se refiere a la varianza anualizada de los excesos de retornos brutos sobre la cartera de mercado. PerGan es la persistencia de los resultados y se calcula como el coeficiente beta de un modelo autorregresivo entre el resultado neto en el período actual y el período anterior. Per_Gan*NIIF es la interacción entre la variable categórica NIIF y Per_Gan. NIIF es una variable categórica igual a 1 cuando las normas contables utilizadas son las NIIF. FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio. APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil es el retorno de una estrategia *buy and hold* en un año, y LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos.

La magnitud de los devengos anormales mantiene una relación positiva y estadísticamente significativa con ambas variables de riesgo idiosincrático. La interacción entre la magnitud de los devengos anormales y las NIIF tuvo una relación negativa estadísticamente significativa con la medida de riesgo VAR, y no se encuentran resultados estadísticamente significativos con la variable VAR^{ADJ}. Lo anterior indica que durante el período en que las normales contables son las NIIF, un aumento en la

magnitud de los devengos anormales disminuye el riesgo idiosincrático, lo cual en principio es contrario a lo esperado. Sin embargo, si se suman los coeficientes de las variables magnitud de los devengos anormales y su interacción con las NIIF, el resultado neto es negativo frente al riesgo idiosincrático que es el signo esperado conforme a la evidencia en la literatura.

Tabla 16. Relación entre los ajustes por devengos anormales al cuadrado, las medidas de riesgo idiosincrático y las NIIF

	VAR	VAR ^{ADJ}	VAR	VAR ^{ADJ}
Dev_sqr	0.514*** (0.097)	0.238*** (0.076)	0.320*** (0.081)	0.148** (0.065)
Dev_sqr*NiIF	-0.373** (0.169)	-0.042 (0.133)	-0.326** (0.133)	-0.115 (0.105)
NiIF	-0.025*** (0.004)	-0.007** (0.003)	-0.010* (0.006)	-0.004 (0.005)
FCO			0.585*** (0.116)	0.545*** (0.092)
VLVM			0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)
APAL			0.036*** (0.012)	0.010 (0.009)
EFEOP			-0.081*** (0.017)	-0.044*** (0.014)
Rend			0.000 (0.004)	0.004 (0.003)
LogAct			-0.008*** (0.001)	-0.014*** (0.001)
Cons	0.112*** (0.003)	0.075*** (0.002)	0.243*** (0.012)	0.250*** (0.010)
Obs.	1789	1789	1669	1668
R-squared	0.053	0.013	0.498	0.465
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. VAR es la varianza anualizada de los retornos. VAR^{ADJ} se refiere a la varianza anualizada de los excesos de retornos brutos sobre la cartera de mercado. Dev_Sqr es la magnitud de los devengos anormales, se calcula como el cuadrado de los ajustes por devengos anormales resultantes del modelo de Dechow y Dichev (2002). Dev_Sqr *NiIF es la interacción entre la variable categórica NiIF y Dev_Sqr. NiIF es una variable categórica igual a 1 cuando las normas contables utilizadas son las NIIF. FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil, se refiere a una estrategia *buy and hold* en un año. LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio, y APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales.

La relación entre la calidad contable, medida a través de la variabilidad de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002), mantiene una relación negativa y estadísticamente significativa con la variable de riesgo VAR. Con respecto a la variable VAR^{ADJ}, se encuentra una relación positiva y estadísticamente significativa. Lo anterior indica que durante el período en que las normas contables son las NIIF, un aumento en la variabilidad de los devengos anormales disminuye el riesgo idiosincrático, lo cual en principio es contrario a lo esperado. Sin embargo, si se suman los coeficientes de las variables AQ_DD y su interacción con las NIIF, el resultado neto es negativo frente a la variable VAR^{ADJ} que es el signo esperado conforme a la evidencia en la literatura, indicando que, a menor variabilidad de los devengos anormales, menor riesgo idiosincrático.

Tabla 17. Relación entre los residuos del modelo Dechow y Dichev (2002), las medidas de riesgo idiosincrático y las NIIF

	VAR	VAR ^{ADJ}	VAR	VAR ^{ADJ}
AQ_DD	-0.385*** (0.067)	0.007 (0.054)	-0.098* (0.059)	0.118** (0.046)
AQ_DD *NIIF	0.214** (0.089)	-0.115 (0.073)	-0.057 (0.074)	-0.236*** (0.058)
NIIF	-0.024*** (0.005)	-0.017*** (0.004)	-0.013** (0.007)	-0.011** (0.005)
FCO			0.603*** (0.123)	0.612*** (0.096)
VLVM			0.001 (0.001)	-0.003*** (0.001)
APAL			0.038*** (0.012)	0.009 (0.009)
EFEOP			-0.128*** (0.018)	-0.060*** (0.014)
Rend			0.004 (0.004)	0.008** (0.003)
LogAct			-0.008*** (0.001)	-0.015*** (0.001)
Cons	0.105*** (0.004)	0.083*** (0.003)	0.259*** (0.013)	0.275*** (0.010)
Obs.	1,560	1,560	1,557	1,557
R-squared	0.071	0.015	0.502	0.471
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. VAR es la varianza anualizada de los retornos. VAR^{ADJ} se refiere a la varianza anualizada de los excesos de retornos brutos sobre la cartera de mercado. AQ_DD es la calidad de los ajustes por devengos, medidos como la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002). La definición de las variables de control se describe en las tablas anteriores.

5.3.3 Conclusiones

La calidad de la información contable es una fuente de riesgo inherente a una compañía. Si una empresa manipula su contabilidad y muestra información no veraz, este comportamiento es intrínseco de la empresa y no necesariamente refleja el comportamiento del resto de empresas del sector o de la economía. En este estudio se encuentra evidencia que la calidad de la información contable y el riesgo idiosincrático tienen una relación negativa y estadísticamente significativa. Es decir, empresas con mayor calidad de la información contable tienen en promedio menor riesgo idiosincrático. Los resultados son consistentes a través de diferentes medidas de calidad de la información contable: persistencia del resultado, magnitud de los ajustes por devengos anormales y volatilidad de los ajustes por devengos discrecionales, y diferentes medidas de riesgo idiosincrático.

No tenemos constancia de que con anterioridad se haya publicado un trabajo que relacione la calidad de la información contable con el riesgo idiosincrático con una muestra de empresas que reportan información bajo NIIF, en un contexto de economías emergentes y de mercados de capitales en desarrollo.

Sin embargo, los resultados tienen algunas limitaciones. En primer lugar, es posible que, como la mayoría de los estudios en ciencias sociales, haya problemas de endogeneidad. A pesar de incluir un número importante de variables de control, pueden existir otras variables que tengan un impacto significativo en la asociación entre la calidad de la información contable y el riesgo idiosincrático que hayan quedado excluidas. Segundo, no podemos verificar si nuestras estimaciones de ajustes por devengos discrecionales, y demás medidas de calidad de la información contable, son el resultado de las elecciones contables oportunistas de la administración, o simplemente consecuencia del modelo particular que estamos utilizando.

A pesar de las limitaciones, los resultados obtenidos son consistentes con la evidencia empírica internacional que, en su mayoría, usando datos de empresas americanas, encuentra relaciones negativas entre la calidad de la información contable y

el riesgo idiosincrático (Rajgopal & Venkatachalam, 2011; Gill-de-Albornoz & Markarian, 2014).

La investigación sobre la relación entre la calidad de la información contable y medidas de riesgo de mercado se sigue desarrollando a lo largo de esta tesis. En la siguiente sección se estudia la relación entre la calidad de la información contable y las medidas de riesgo de pérdidas.

5.4 Análisis empírico 2: Calidad de la información contable y riesgo de pérdidas

En esta sección se presentan los estadísticos descriptivos, correlación, los resultados del análisis multivariante y las conclusiones del análisis de la relación entre la calidad de la información contable y el riesgo permanente de pérdidas.

5.4.1 Estadísticos descriptivos y correlaciones

La Tabla 18 presenta los principales estadísticos descriptivos de la muestra utilizada en el estudio. La persistencia de los resultados, como primera medida de calidad de la información, tiene una media del 0.44 y una desviación estándar de 0.36. Por su parte, los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002) son en promedio -0.037 con una desviación estándar de 0.041¹⁸. La magnitud de los devengos anormales al cuadrado tiene una media de 0.09 y una desviación estándar de 0.02.

Las medidas de riesgo de pérdidas oscilan entre un 11%, según los rendimientos ajustados por la cartera de mercado, y un 16.2% según la volatilidad de los rendimientos brutos. Estos niveles promedio de riesgo idiosincrático son mayores a los encontrados por Konchitchki et al. (2015); Gill-de-Albornoz y Markarian (2014) para países desarrollados.

¹⁸ Por conveniencia, tal como se indica en la metodología, los residuos de Dechow y Dichev (2002) fueron multiplicados por -1 para que mayores valores de esta medida indiquen mayor calidad de la información contable.

La relación promedio entre el valor en libros y el de capitalización es 0.93, los flujos de caja operativos como porcentaje del total de activos tienen de media 10%, y el apalancamiento financiero promedio es del 20% del total de activos.

Tabla 18. Estadísticos descriptivos de las variables

	Media	Desv estdr	Mediana	Max	Min
PerGan	0.435	0.357	0.494	1.22	-0.86
AQ_DD	-0.037	0.041	-0.024	-0.00001	-0.353
DUVOL	.00136	.4098	.0025	2.29	-5.19
NCSKEW	-.03370	.789	-.015	6.490	-6.09
FCO	0.004	0.013	0.001	0.271	0
EFEOP	0.101	0.102	0.093	0.941	-0.663
Rend	0.134	0.478	0.131	2.69	-2.131
VLVM	0.931	4.32	0.467	118.445	0
APAL	0.202	0.136	0.203	0.866	0
LogAct	10.66	3.15	10.15	19.23	0.73

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. DUVOL mide la volatilidad condicional de los retornos. Es el logaritmo de la desviación estándar de las semanas con retornos por debajo de la media sobre la desviación estándar de las semanas con retornos por encima de la media. NCSKEW mide la asimetría condicional negativa de los retornos. PerGan es la persistencia de los resultados y se calcula como el coeficiente beta de un modelo autorregresivo entre el resultado neto en el período actual y el período anterior. AQ_DD es la calidad de los ajustes por devengos, medidos como la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002). FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio. APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil, se refiere al retorno de una estrategia *buy and hold* en un año, y LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos.

La Tabla 19 presenta los coeficientes de correlación de Pearson (parte inferior de la diagonal) y Spearman (parte superior de la diagonal) entre las variables objeto de estudio. Las medidas de riesgo de pérdidas DUVOL y NCSKEW tienen una correlación negativa y significativa entre sí. Las medidas de calidad de la información contable y las medidas de riesgo idiosincrático tienen el signo esperado. PerGan y AQ_DD se relacionan negativamente con la variable NCSKEW y positivamente con la variable DUVOL. Las variables de control se correlacionan con las medidas de riesgo de pérdidas según lo esperado por los resultados previos en la literatura. La variable LogAct presentó valores altos de multicolinealidad, según el Factor de Inflación de la Varianza (VIF), por lo cual se excluye de las estimaciones posteriores. El resto de las variables de control no

presentaron valores muy elevados entre ellas que pudieran indicar problemas de multicolinealidad¹⁹.

Tabla 19. *Correlaciones*

	DUVOL	NCSKEW	Per_Gan	AQ_DD	FCO	VLVM	APAL	EFEOP	Rend	LogAct
DUVOL	1.00	-0.98	0.02	0.04	-0.06	0.07	0.07	0.01	-0.25	-0.00
NCSKEW	-0.91	1.00	-0.02	-0.03	0.06	-0.06	-0.07	-0.01	0.24	-0.00
Per_Gan	-0.00	0.01	1.00	0.08	-0.07	-0.07	-0.12	0.28	0.00	0.11
AQ_DD	0.02	-0.01	0.03	1.00	-0.51	-0.00	0.10	-0.07	-0.03	0.22
FCO	0.03	-0.04	-0.08	-0.42	1.00	0.02	-0.17	0.05	0.06	-0.32
VLVM	-0.02	0.02	0.07	0.02	-0.00	1.00	-0.14	-0.17	-0.16	-0.42
APAL	0.08	-0.07	-0.12	0.13	-0.10	-0.22	1.00	-0.13	-0.07	0.16
EFEOP	-0.03	0.03	0.26	-0.20	0.11	0.02	-0.16	1.00	0.17	0.07
Rend	-0.26	0.27	0.01	-0.04	0.02	-0.00	-0.06	0.17	1.00	-0.04
LogAct	-0.01	-0.00	0.10	0.13	-0.16	-0.02	0.10	0.02	-0.02	1.00

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. DUVOL mide la volatilidad condicional de los retornos. Es el logaritmo de la desviación estándar de las semanas con retornos por debajo de la media sobre la desviación estándar de las semanas con retornos por encima de la media. NCSKEW mide la asimetría condicional negativa de los retornos. PerGan es la persistencia de los resultados y se calcula como el coeficiente beta de un modelo autorregresivo entre el resultado neto en el período actual y el período anterior. AQ_DD es la calidad de los ajustes por devengos, medidos como la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002). FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio. APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil, se refiere al retorno de una estrategia buy and hold en un año, y LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos.

5.4.2 Resultados del análisis multivariante

En esta sección se presentan los resultados principales del segundo análisis empírico. Se estiman dos grupos de modelos de corte transversal robustos, con variables categóricas de sector, año y país²⁰.

Se comienza con un conjunto de regresiones entre las medidas de riesgos de pérdidas y la persistencia del resultado como medida de la calidad de la información contable, que se muestran en la Tabla 20. Seguidamente, se incorporan las variables de

¹⁹ A pesar de no mostrar los detalles, se calculó el VIF, como un comando post-estimación, siendo los coeficientes menores a 10 (con excepción de la variable logAct) lo que indica que no existen problemas de multicolinealidad en las estimaciones.

²⁰ Por conveniencia, en la presentación no se incluyen las variables categóricas de país, sector y año.

control. Los resultados obtenidos en principio no encuentran una relación estadísticamente significativa entre la persistencia de los resultados y las medidas de riesgo de pérdidas DUVOL y NCSKEW. Respecto a las variables de control, la volatilidad de los flujos de caja y la variable Rend que indica el retorno de una estrategia *buy and hold* en un año, son estadísticamente significativas y con el signo esperado. El R2 varía entre 0.0001, cuando se corre el modelo sin incluir las variables de control, y 0.101 cuando se incluyen.

El segundo grupo de modelos que se estiman se muestran en la Tabla 21. En este grupo, la variable que se utiliza para medir la calidad de la información contable es la variabilidad de los residuos del modelo de devengos de Dechow y Dichev (2002). Como se menciona en el capítulo tres, Dechow y Dichev (2002) argumentan que grandes niveles de ajustes por devengos contienen más pronósticos e involucren más estimaciones. Por tanto, es probable que contengan más errores de estimación que deberán corregirse o revertirse en períodos futuros, lo cual impacta la persistencia de las ganancias. Por tanto, mayor variabilidad de los devengos anormales disminuye la calidad de la información contable, ya que disminuye la persistencia del resultado. Los resultados obtenidos en principio no encuentran una relación estadísticamente significativa entre la variabilidad de los ajustes por devengos anormales y las medidas de riesgo de pérdidas DUVOL y NCSKEW.

Tabla 20. Relación entre la persistencia del resultado y las medidas de riesgo de pérdidas

	DUVOL	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW
PerGan	0.017 (0.021)	-0.013 (0.037)	0.024 (0.026)	-0.021 (0.045)
FCO			1.541** (0.647)	-2.955*** (1.121)
VLVM			0.001 (0.001)	0.000 (0.002)
APAL			0.021 (0.064)	-0.092 (0.110)
EFEOP			0.076 (0.088)	-0.092 (0.152)
Rend	0.017 (0.021)	-0.013 (0.037)	-0.169*** (0.021)	0.258*** (0.036)
Cons	-0.008 (0.012)	0.003 (0.021)	0.017 (0.050)	-0.049 (0.087)
Obs.	2,065	2,077	1,684	1,690
R-squared	0.000	0.000	0.122	0.102
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. DUVOL mide la volatilidad condicional de los retornos. Es el logaritmo de la desviación estándar de las semanas con retornos por debajo de la media sobre la desviación estándar de las semanas con retornos por encima de la media. NCSKEW mide la asimetría condicional negativa de los retornos. PerGan es la persistencia de los resultados y se calcula como el coeficiente beta de un modelo autorregresivo entre el resultado neto en el período actual y el período anterior. FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio. APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil, se refiere al retorno de una estrategia *buy and hold* en un año.

Tabla 21. Relación entre los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002) y las medidas de riesgo de pérdidas

	DUVOL	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW
AQ DD	0.223 (0.201)	-0.379 (0.340)	-0.011 (0.223)	-0.086 (0.386)
FCO			1.626** (0.691)	-3.323*** (1.195)
VLVM			0.001 (0.001)	0.000 (0.002)
APAL			0.019 (0.064)	-0.086 (0.110)
EFEOP			0.072 (0.091)	-0.068 (0.156)
Rend			-0.163*** (0.021)	0.245*** (0.036)
Cons	0.008 (0.010)	-0.013 (0.018)	0.033 (0.050)	-0.068 (0.086)
Obs.	1,654	1,659	1,653	1,658
R-squared	0.001	0.001	0.124	0.103
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota: La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. DUVOL mide la volatilidad condicional de los retornos. Es el logaritmo de la desviación estándar de las semanas con retornos por debajo de la media sobre la desviación estándar de las semanas con retornos por encima de la media. NCSKEW mide la asimetría condicional negativa de los retornos. AQ_DD es la calidad de los ajustes por devengos, medidos como la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002). FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio. APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil, el retorno de una estrategia *buy and hold* en un año, y LogAct es el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del total de activos.

Teniendo en cuenta lo anterior, en principio no se encuentran relaciones estadísticamente significativas entre la calidad de la información contable, medida a través de la persistencia de los resultados y la variabilidad de los ajustes por devengos anormales de Dechow y Dichev (2002) ²¹, y las medidas de riesgo permanente de pérdidas. De esto se podría intuir que los inversores, para estimar su rentabilidad mínima esperada, no estarían utilizando la información contable para establecer sus expectativas,

²¹También se estima la relación entre las medidas de riesgo de pérdidas, el alisamiento del resultado y la magnitud de los devengos anormales como medidas de calidad de la información contable. No se encuentran resultados estadísticamente significativos, por lo que no se presentan.

sino que estarían utilizando otros puntos de referencia o *benchmarks*. Lo anterior es contraintuitivo, ya que la información contable es uno de los insumos más utilizados en el proceso de evaluación de una inversión. Por lo tanto, se decide profundizar en el análisis e incluir ahora la variable categórica NIIF y la interacción de esta con las medidas de calidad de la información contable con el objetivo de evaluar si tienen alguna incidencia en los resultados obtenidos.

5.4.2.1 Calidad de la información contable, medidas de riesgo de pérdidas y NIIF

Como se dijo anteriormente, durante el período de estudio las NIIF fueron introducidas en los países objeto de estudio de forma paulatina. Por tanto, para corroborar si los resultados obtenidos inicialmente entre la calidad de la información contable y el riesgo de pérdidas se ven modificados al incluir el efecto de las NIIF, se corrieron nuevamente las regresiones añadiendo como control una variable categórica igual a 1, a partir del año en el que el país al que pertenece cada empresa en la muestra adoptó de forma obligatoria las NIIF. A su vez, se agrega una variable que muestra la interacción entre la variable calidad contable y la variable categórica NIIF. Esperamos que la relación encontrada previamente entre la calidad de la información contable y el riesgo de pérdidas se robustezca una vez se incluya las NIIF y su interacción con las variables de calidad contable como variables explicativas.

El modelo a estimar es el siguiente:

$$Riesgo_{pérdidas} = \alpha + \beta_1 Calidad + \beta_2 Calidad * NIIF + \beta_3 NIIF + \beta_4 FCO + \beta_5 EFEOP + \beta_6 Rend + \beta_7 VLVM + \beta_8 APAL + \varepsilon \quad (19)$$

Los resultados encontrados se muestran en las Tablas 22 y 23. Como se puede observar, la persistencia de los resultados y la calidad contable medida mediante la desviación estándar de los residuos del modelo de ajustes por devengos de Dechow y Dichev (2002) pasan de no tener significancia estadística frente a las medidas de riesgo de pérdidas DUVOL y NCSKEW a ser estadísticamente significativas y con el signo esperado conforme a la literatura.

Se encuentra que la interacción entre persistencia del resultado y las NIIF tiene una relación negativa y estadísticamente significativa con la variable DUVOL y positiva frente la variable NCSKEW. Esto indica que durante el período en que las normas contables son las NIIF, un aumento en la persistencia del resultado disminuye la volatilidad condicional de los retornos. Por su parte, frente a la variable NCSKEW, se encuentra que un aumento en la persistencia de los resultados disminuye la asimetría negativa de los retornos, es decir, disminuye el riesgo permanente de pérdidas.

Tabla 22. *Relación entre la persistencia del resultado, las medidas de riesgo de pérdidas y las NIIF*

	DUVOL	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW
Per_Gan	0.050 (0.032)	-0.063 (0.054)	0.078** (0.037)	-0.103 (0.064)
Per_Gan*NIIF	-0.058 (0.043)	0.088 (0.073)	-0.093** (0.045)	0.140* (0.078)
NIIF	0.068*** (0.024)	-0.088** (0.041)	0.029 (0.038)	-0.027 (0.065)
FCO			1.476** (0.649)	-2.821** (1.123)
VLVM			0.001 (0.001)	0.000 (0.002)
<i>Tabla 22. (Cont.)</i>				
APAL			0.034 (0.064)	-0.114 (0.111)
EFEOP			0.074 (0.088)	-0.087 (0.152)
Rend			-0.173*** (0.021)	0.263*** (0.036)
Cons	-0.046** (0.018)	0.053* (0.031)	-0.009 (0.052)	-0.008 (0.090)
Obs.	2,065	2,077	1,684	1,690
R-squared	0.005	0.003	0.125	0.103
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. DUVOL mide la volatilidad condicional de los retornos. Es el logaritmo de la desviación estándar de las semanas con retornos por debajo de la media sobre la desviación estándar de las semanas con retornos por encima de la media. NCSKEW mide la asimetría condicional negativa de los retornos. PerGan es la persistencia de los resultados y se calcula como el coeficiente beta de un modelo autorregresivo entre el resultado neto en el período actual y el período anterior. Per_Gan*NIIF es la interacción entre la variable categórica NIIF y Per_Gan. NIIF es una variable categórica igual a 1 cuando las normas contables utilizadas son las NIIF. FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio. APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil, es el retorno de una estrategia *buy and hold* en un año.

Por su parte, la relación entre la calidad contable medida a través de la variabilidad de los residuos del modelo de devengos anormales de Dechow y Dichev (2002) y su interacción con las NIIF tiene una relación negativa y estadísticamente significativa con la variable de riesgo DUVOL. Esto quiere decir que, a menor variabilidad de los devengos anormales, lo cual implica mayor calidad de la información contable, menor es la volatilidad condicional de los retornos.

Con respecto a la variable NCSKEW, se encuentra una relación positiva y estadísticamente significativa entre la interacción de las NIIF y la variable AQ_DD. Lo anterior indica que durante el período en que las normas contables son las NIIF, un aumento en la variabilidad de los devengos anormales, lo cual indica menor calidad de la información contable, aumenta la asimetría condicional negativa de los retornos, aumentando el riesgo permanente de pérdidas.

Los resultados encontrados muestran que, cuando las normas contables son las NIIF, las cuales tratan de mejorar la comparabilidad, oportunidad y la comprensibilidad de la información financiera, los inversores ajustan sus expectativas de retornos a partir de la calidad de la información financiera, de tal manera que cuando la calidad contable de las empresas es mayor, el riesgo permanente de pérdidas se reduce.

Los resultados obtenidos van en línea con lo que se ha documentado en la literatura en cuanto a que la introducción de las NIIF en Latinoamérica ha tenido un rol fundamental en el aumento de la calidad de la información financiera, en particular a la oportunidad y relevancia valorativa (Rodríguez et al., 2017).

Por ejemplo, Carvalho et al. (2014) encuentran que la calidad de la información contable afecta la probabilidad de decisiones de inversión eficientes de las empresas. Dichos resultados indican que la baja calidad del resultado reduce la probabilidad de decisiones de inversión eficientes y aumenta la probabilidad de inversión insuficiente. Los autores concluyen que existe evidencia de que la información contable de alta calidad influye en las decisiones de inversión de las empresas en América Latina.

Tabla 23. Relación entre los residuos del modelo Dechow y Dichev (2002), las medidas de riesgo de pérdidas y las NIIF

	DUVOL	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW
AQ_DD	0.760*** (0.288)	-1.117** (0.489)	0.891*** (0.310)	-1.421*** (0.537)
AQ_DD *NIIF	-0.976** (0.403)	1.324* (0.683)	-1.540*** (0.401)	2.235*** (0.695)
NIIF	-0.024 (0.021)	0.049 (0.036)	-0.066* (0.036)	0.112* (0.062)
FCO			1.937*** (0.691)	-3.653*** (1.197)
VLVM			0.001 (0.001)	0.001 (0.002)
APAL			0.025 (0.064)	-0.096 (0.110)
EFEOP			0.086 (0.090)	-0.099 (0.156)
Rend			-0.162*** (0.021)	0.246*** (0.036)
Cons	0.022 (0.016)	-0.042 (0.028)	0.040 (0.050)	-0.080 (0.086)
Obs.	1,654	1,659	1,653	1,658
R-squared	0.005	0.003	0.133	0.110
Dummy Industria			Si	Si
Dummy Año			Si	Si
Dummy País			Si	Si

Nota. La muestra consiste en 2102 observaciones empresa-año durante el período 2003-2017. DUVOL mide la volatilidad condicional de los retornos. Es el logaritmo de la desviación estándar de las semanas con retornos por debajo de la media sobre la desviación estándar de las semanas con retornos por encima de la media. NCSKEW mide la asimetría condicional negativa de los retornos. AQ_DD es la calidad de los ajustes por devengos, medidos como la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (2002). FCO es la varianza de los flujos de caja operativos escalado por el total de activos. VLVM es la relación valor en libros a valor de mercado del patrimonio. APAL es el apalancamiento financiero y se calcula como la relación de deuda de largo plazo y los activos totales. EFEOP son los flujos de caja operativos normalizados por el promedio del total de activos. Rend es el rendimiento bursátil, se refiere al retorno de una estrategia *buy and hold* en un año.

Dado esto, es consistente encontrar que la calidad contable influya en la determinación de las expectativas de los inversores sobre los retornos esperados, y que dichas expectativas también son afectadas por la probabilidad de que las empresas hagan inversiones eficientes.

5.4.3 Conclusiones

En este análisis empírico se encuentra evidencia que la calidad de la información contable y el riesgo de pérdidas tienen una relación negativa y estadísticamente significativa. Es decir, empresas con mayor calidad de la información contable tienen en

promedio menor riesgo de pérdidas. Los resultados son consistentes una vez las normas contables bajo la que se preparan la información financiera son las NIIF.

No tenemos constancia de que con anterioridad se haya publicado un trabajo que relacione la calidad de la información contable con el riesgo de pérdidas en un contexto de economías emergentes y de mercados de capitales en desarrollo.

Los resultados obtenidos son consistentes con la evidencia empírica internacional que, en su mayoría, usando datos de empresas americanas, encuentra relaciones negativas entre la calidad de la información contable y el riesgo de pérdidas (Konchitchki et al., 2015).

CAPÍTULO VI. LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE Y LA FINANCIACIÓN BANCARIA

El estudio de las decisiones financieras con respecto a las fuentes de financiación de las empresas se centra en la elección de recursos propios o de terceros. La correcta combinación de estos recursos ha generado una amplia discusión a lo largo de los años, especialmente desde los aportes realizados a la teoría de la estructura de capital por Modigliani y Miller (MM) en 1958 y 1963, los cuales iniciaron el debate académico al argumentar que en mercado de capitales perfectos, sin costos de transacciones, de quiebra y sin impuestos, la elección de las políticas financieras no afecta el valor de una empresa, dado que las fuentes de financiación, tanto internas como externas, pueden ser consideradas como sustitutos perfectos.

Un supuesto de los mercados perfectos es que los agentes poseen la misma cantidad de información y que dicha información sea de calidad. Sin embargo, a través de la historia, se han conocido casos de fraudes contables muy recordados como el de Enron, Tyco, Xerox y Worldcom en Estados Unidos; Parmalat en Italia, o la más reciente complicidad de las empresas calificadoras de riesgo al evaluar como activos sin riesgo los activos inmobiliarios tóxicos en la crisis financiera de 2008. En economías poco reguladas con instituciones ineficientes, las compañías tienen suficientes incentivos para manipular la información contable, en particular para aumentar el desempeño de la compañía o para disminuir el pago de tributos al Estado. Este riesgo de manipulación de la información contable se transfiere al costo de acceder a los mercados de crédito, es decir, al costo de la deuda, encareciéndolos (Shi & Zhang, 2007; Barth et al., 2013; Callahan et al., 2014).

La manipulación contable se entiende como la alteración de los estados financieros de una compañía por los gerentes conforme a su discrecionalidad con el propósito de confundir a los usuarios de la información acerca de la situación económica real de la compañía o para influir en los contratos que pueden basarse en la información financiera

(Healy & Wahlen, 1999, p. 368). A mayor manipulación contable, menor calidad de la información.

El propósito del análisis que se presenta en este capítulo es mostrar la relación entre la calidad de la información contable, el nivel de endeudamiento y la tasa de interés como subrogado del acceso a la financiación bancaria para una muestra de empresas pertenecientes al departamento de Bolívar, uno de los 32 departamentos que forman la República de Colombia.

Según estadísticas oficiales del país, producidas por el Departamento Administrativo Nacional de estadísticas de Colombia –DANE–, Bolívar fue el séptimo departamento que más contribuyó al PIB de Colombia en 2016. La economía está compuesta principalmente por el sector servicios, siendo el turismo y el comercio el mayor catalizador de la producción y el empleo. A su vez, el sector industrial, representado principalmente por la industria petroquímica, especialmente en el refinamiento de petróleo y la producción de químicos y plásticos, y el sector logístico y portuario, también hacen aportes significativos a la economía de este departamento. Por ejemplo, en Bolívar se encuentra la refinería más moderna de Latinoamérica y uno de los puertos más importante de la región, ubicándose en el cuarto puesto en el ranking de movimiento de carga en Latinoamérica y el Caribe en 2015. Antes de abordar el trabajo empírico se realiza seguidamente una revisión de la literatura en la que enmarca el mismo.

6.1 Revisión de la Literatura

El estudio de la calidad contable y su impacto en el sector real ha sido de creciente importancia en la literatura contable y financiera. Esto se demuestra revisando los trabajos publicados en revistas internacionales sobre este tema, teniendo en cuenta su relevancia en la disminución de asimetrías de la información y problemas de selección adversa. (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2015; Cassar et al., 2015; He, 2015; Khurana & Wang, 2015; Martínez-Ferrero et al., 2015; Vander Bauwhede et al., 2015).

Como ya se ha dicho anteriormente, un supuesto de los mercados perfectos es que los agentes poseen la misma cantidad de información y que la calidad de la información es completa. En la práctica, los mercados difieren mucho de ser perfectos, siendo así los numerosos estudios que han documentado las imperfecciones de mercado concernientes a las relaciones dentro de la empresa (Jensen & Meckling, 1976; Myers & Majluf, 1984; Ross, 1977) y el efecto causal entre las decisiones de financiación y el valor de mercado de las empresas (Heinkel, 1982; Fama & French, 1998; Stein, 1992).

El rol de la información contable y la contratación de deuda es uno de las preguntas de investigación fundamentales en contabilidad (Watts & Zimmerman, 1986). Mejorar la utilidad de la información proporcionada por los estados financieros es fundamental para aumentar la eficiencia en el proceso de contratación de deuda, en particular el del estudio de la capacidad de pago del prestamista (Holthausen & Watts, 2001; Kothari et al., 2010). Diversos autores han mostrado la utilidad de la información contable para el mercado de créditos en la relación entre prestamista y los prestatarios (Beatty et al., 2002; Bharath, 2008, entre otros).

Lambert et al. (2007, 2012) muestran la relación entre las asimetrías de información y el costo de capital. En el estudio de 2007, los autores demuestran que la calidad de la información contable puede influir en el costo de capital de manera directa e indirecta, y mostraron que un aumento en la calidad contable disminuye el costo de capital. Por su parte, en el estudio de 2012, los autores exponen que, en mercados imperfectos, las asimetrías de información reducen la precisión de los inversores en la toma de decisiones, lo que aumenta el costo de capital para las empresas.

Barth et al. (2013) afirman que empresas con ganancias más transparentes (un subrogado de la calidad contable) disfrutaban de un costo de capital inferior. En particular, encuentran una relación negativa entre la calidad contable –medida como la transparencia de las ganancias– y el costo de capital. De acuerdo con los autores, cuando la transparencia de las ganancias es baja, el costo marginal de adquirir deuda es mayor,

ya que los prestatarios deben investigar más a fondo la solvencia de la empresa (lo que es costoso) en vez de simplemente mirar los estados financieros.

Callahan et al. (2014) proponen un camino alternativo a cómo el riesgo de información afecta el costo de la deuda. Los autores encuentran que, a menor calidad contable, mayor costo de la deuda, pero que la inclusión de cláusulas contractuales (*debt covenants*) reduce el efecto adverso que tiene la baja calidad contable en el costo de la deuda.

Ahmed et al. (2002), Zhang (2008), Wittenberg-Moerman (2008) afirman que empresas con mayor calidad contable, medida a través del conservadurismo contable, tienen menores costos de deuda.

Existen diversos factores que afectan la calidad de la información contable. Uno de ellos es el grado de manipulación de la información. Al respecto, la literatura internacional ha documentado diversos incentivos que tienen las empresas para manipular la información contable, como se desarrolla en el capítulo tres de la tesis. Healy y Whalen (1999) resumen los incentivos en tres categorías: motivaciones de mercados de capitales, motivaciones contractuales y motivaciones regulatorias.

Las motivaciones de mercados de capitales se explican principalmente por el deseo de las empresas de cumplir o superar las expectativas de los analistas mercados (Burgstahler & Dichev, 1997; Graham et al., 2005; Keung, et al., 2010). Por ejemplo, Graham et al. (2005) encuentran que el 78% de la muestra –en una encuesta realizada a más de 400 ejecutivos– prefieren sacrificar valor a largo plazo para conseguir una trayectoria de ganancias suavizadas y mantener la predictibilidad de las ganancias en los reportes contables, ya que los efectos negativos en los mercados de capitales de obtener resultados no esperados pueden ser costosos en el corto plazo. Keung et al. (2010) evidencian que las empresas incurren colectivamente en costos por la manipulación contable para cumplir las expectativas de los analistas de mercado. También, encuentran que los inversores son escépticos ante sorpresas pequeñas en el reporte de ganancias cuando se reportan resultados en el rango entre $[0, 1\text{¢}]$, considerando que hay mayor

probabilidad de manipulación por parte de la empresa al presentar ese resultado. Además, la valoración de las acciones, usando la información proporcionada por los estados financieros, crea potencialmente un incentivo para manipular la información revelada en ellos.

Las cláusulas en los contratos de deuda y la forma de compensación por el desempeño a los directivos es también una motivación para manipular la información contable. Se ha encontrado evidencia en estudios internacionales que sugieren que los gerentes tienen mayores incentivos de manipular la información contable si tienen convenios de deuda con cláusulas que los obligan a mantener un nivel mínimo de rentabilidad y de esta manera evitar la cancelación de los contratos o la modificación de las condiciones de estos (DeAngelo et al., 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994). Por su parte, diversos autores han encontrado que los planes de compensación a directivos basados en los resultados contables es un incentivo para sobreestimar los resultados y conseguir bonos de compensación mayores (Healy, 1985; Holthausen & Verrecchia 1990; Balsam, 1998; Guidry et al., 1999), lo que va en línea con la literatura de problemas de agencia dentro de la empresa (Jensen & Meckling, 1976).

El marco institucional también contribuye a entender las motivaciones para manipular la información contable. Leuz (2003) detecta que la manipulación contable es menor en países donde la protección al inversor es mayor. En esta misma línea, García Lara et al. (2005) encuentran que las compañías que se encuentran en países con Sistema de Derecho Civil o *code law* son más proclives a manipular la información contable que sus pares en países de Sistema de Derecho Anglosajón o *common law*.

Francis et al. (2005) usan una muestra de empresas estadounidenses en el período 1970-2001, y encuentran una relación inversa entre la calidad de los ajustes por devengos, medida a través de un modelo de devengos anormales, y la rentabilidad mínima exigida por los inversores tanto acreedores como accionistas. Respecto al coste de la deuda, encuentran que empresas con mayor calidad de los ajustes tienen en promedio un coste inferior en 126 puntos básicos que las de menor calidad. De igual forma, para el coste del

capital, confirman que las de menor calidad tienen en promedio un coste de capital de 210 puntos básicos superior que las de mayor calidad. En definitiva, la calidad de la información contable puede ser una fuente de riesgo intrínseco por lo que las empresas con mayor calidad deben tener en promedio menor costo de financiamiento.

Sin embargo, Gill-de-Albornoz y Illueca (2007) examinan la relación entre el costo de la deuda y la calidad de los ajustes por devengo en una muestra de empresas españolas no cotizadas. Los autores encuentran que la relación inversa entre ambas variables obtenida por Francis et al. (2005) en un contexto de grandes compañías cotizadas no se aprecia al restringir la muestra a pequeñas y medianas empresas.

Finalmente, diversos autores concuerdan que compañías privadas, es decir, no listadas en bolsa, manipulan en mayor medida la información contable que las empresas listadas en bolsa, debido a un mayor nivel de asimetrías de información entre los gerentes y el resto de partes interesadas (*stakeholders*).

6.2 Desarrollo de las hipótesis

Siguiendo los estudios revisados, las hipótesis alternativas que se quieren corroborar en este trabajo, son:

H1: La calidad de la información contable se relaciona positivamente con el nivel de endeudamiento.

H2: La calidad de la información contable se relaciona negativamente con las tasas de interés.

6.3 Datos y Metodología

En este análisis se utiliza la información financiera de las compañías pertenecientes al departamento de Bolívar, registradas en la base de datos de la Superintendencia de Sociedades, entidad que regula las sociedades mercantiles en Colombia. Se incluyen todas las empresas registradas en la base de datos durante los años 2004 a 2015 con una muestra de 618 empresas y 5562 observaciones empresa/año, excluyendo empresas pertenecientes al sector financiero, administración pública, sector solidario, servicios

públicos, y aquellas empresas que se encuentran en quiebra financiera. Se construyó una base de datos de tipo panel para realizar las estimaciones conservando las empresas para las que hubo información durante tres años consecutivos.

Hay dos técnicas comúnmente utilizadas para manipular la información contable: la manipulación de los devengos y la manipulación a través de la actividad real. La literatura contable se ha enfocado en mayor medida a la investigación de la primera (Valle, 2016). La calidad de la información contable se mide en este trabajo como Dechow y Dichev (2002), McNichols (2002) y Verdi (2006), de acuerdo a la calidad de los devengos (*accruals*).

Los devengos incluyen un componente de discrecionalidad, no son completamente observables, y los gerentes pueden tomar ventaja para obtener un resultado deseado, según estimen conveniente para la empresa. Un ejemplo de esto es la selección del método de depreciación, valoración de inventarios, el método de valoración de activos (costo histórico o *fair value*) y las provisiones.

Este análisis se enfoca en los devengos discrecionales para observar la manipulación contable en las empresas. Los devengos son estimaciones de los flujos de caja futuros, entonces, las ganancias serán más cercanas a estos cuando haya menor error de estimación en el proceso de devengo (McNichols, 2002). Los devengos discrecionales son estimados como los devengos totales menos los devengos no discrecionales. Este análisis usa un modelo de panel para controlar los efectos económicos a nivel sectorial que puedan cambiar a través de los años.

El modelo a estimar es el siguiente:

$$\text{Devengos Tot}_{i,t} = \alpha + \beta_1 * \text{flujo de caja}_{i,t-1} + \beta_2 * \text{flujo de caja}_{i,t} + \beta_3 * \text{Flujo de caja}_{i,t+1} + \beta_4 * \Delta \text{Ventas}_{i,t} + \beta_5 \text{PPE}_{i,t} + \varepsilon_t \quad (20)$$

Donde:

$$\text{Devengos Tot} = (\Delta AC - \Delta \text{Caja}) - (\Delta PC - \Delta DCP) - \text{Dep}$$

$$\Delta AC = \text{Cambio en el activo corriente}$$

Δ Caja = cambio en la caja y equivalentes

Δ PC = cambio en el pasivo corriente

Δ DCP = cambio en la deuda de corto plazo

Dep = gasto de depreciación y amortización

flujo de caja = Utilidad neta

Δ Ventas = cambio en las ventas

PPE = propiedad planta y equipo

Todas las variables se ajustan por el nivel de activos y son *winsorizadas* al 1% para evitar valores extremos. El sufijo *i* denota la observación de una empresa y *t* el año en el que se obtuvo esa observación.

La calidad contable se calcula como la desviación estándar del error estimado de la ecuación 20 en los últimos 3 años, como se explica en la sección tres del tercer capítulo de la tesis. Se multiplicó esta variable por menos 1 para que a medida que la variable sea creciente, mayor sea la calidad contable (Verdi, 2006).

Tabla 24. Estimación del modelo de devengos discrecionales

Devengos Tot _{i,t} = $\alpha + \beta_1 * \text{flujo de caja}_{i,t-1} + \beta_2 * \text{flujo de caja}_{i,t} + \beta_3 * \text{Flujo de caja}_{i,t+1} + \beta_4 \Delta \text{Ventas}_{i,t} + \beta_5$				
PPE _{i,t} + ϵ_t				
Variable explicativa	Coef. Estimación	Errores estándar	P-value	
flujo de caja t-1	0.796	0.062	0.000	***
Flujo de caja t	-1.112	0.054	0.000	***
Flujo de caja t+1	-0.003	0.007	0.651	
Ventas	-0.004	0.008	0.611	
PPE	-0.062	0.025	0.014	**
Cons	0.0716473	0.244103	0.03	

Para estimar el impacto de la calidad contable en el endeudamiento, se estima un modelo de regresión de las siguientes características:

$$\text{Endeudamiento} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Calidad contable } i, t + \beta_2 * \text{tamaño}_{i,t-1} + \beta_3 * \text{AF} + \beta_4 \text{CPI}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Fujo de caja}_{i,t-1} + \epsilon_{it}. \quad (21)$$

Donde:

$$\text{Endeudamiento} = (\text{deuda corto plazo}_{i,t} + \text{deuda largo plazo}_{i,t}) / \text{total de activos}_{i,t-1}$$

Calidad contable = desviación estándar de los residuos del modelo (1)

Tamaño = logaritmo natural del total de activos

AF = logaritmo natural del total de activos fijos

Flujo de caja = ganancias netas

CPI = cobertura de pago de intereses

Se espera que empresas con mayor tamaño tengan mayor calidad contable y mayor endeudamiento (Bergés Lobera & Maravall Herrero, 1985; Crutchley & Hansen, 1989; Chung, 1993; Gaver & Gaver, 1993; Cuñat, 1990; Menéndez Requejo, 1999), ya que, a mayor tamaño de una empresa, mayor será la información de esta en el mercado, disminuyendo así el nivel de asimetría informativa y facilitando la posibilidad a la empresa de obtener mayores recursos y fuentes de financiación. También, empresas con más activos tangibles deben tener mayor acceso al endeudamiento ya que los activos fijos son considerados como garantías reales que puede ofrecer una empresa a sus acreedores.

La ecuación (21) estima el efecto de la calidad contable en el acceso al endeudamiento, pero no captura la condición en la que se accede a este, es decir, el costo de acceder a la deuda. Para estimar este efecto, se realiza una regresión tomando la tasa de interés como variable dependiente. El objetivo de esta regresión es determinar si la calidad de la información contable tiene un efecto significativo en el costo de la deuda o si al configurar los contratos, las entidades financieras no consideran la calidad contable como un factor para establecer el costo que cobrarán a sus clientes.

El modelo a estimar es el siguiente:

$$\text{Tasa de interés} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Calidad contable } i,t + \beta_2 * \text{tamaño}_{t-1} + \beta_3 * \text{AF} + \beta_4 \text{ CPI}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Fujo de caja}_{t-1} + \varepsilon_{it}. \quad (22)$$

Donde:

Tasa de interés = Gasto por intereses/(deuda corto plazo+ deuda largo plazo)

Calidad contable = desviación estándar de los residuos del modelo (1)

Tamaño = logaritmo natural del total de activos

AF = logaritmo natural del total de activos fijos

Flujo de caja= ganancias netas

CPI= cobertura de pago de intereses

La Tabla 25 muestra los estadísticos descriptivos de la muestra utilizada en el trabajo. Se excluyeron de la muestra las empresas pertenecientes al sector financiero, administración pública, sector solidario, servicios públicos, y aquellas empresas que se encuentran en quiebra financiera debido a que poseen características especiales que no son objeto de este estudio.

En promedio, el endeudamiento de la muestra de empresas es de 18%, indicando un bajo nivel de endeudamiento con una desviación estándar de 23%. Analizando el endeudamiento a nivel sectorial, el sector con mayor endeudamiento es el de Madera, corcho y papel (39%), seguido del sector editorial (33%) y construcción (30%). Por su parte, el sector con menor endeudamiento es el de correos y telecomunicaciones con 6% (Ver Tabla 27).

En cuanto a la calidad de la información contable, el sector con mayor calidad de información (menor variación de los ajustes por devengo discrecionales) es el de correo y telecomunicaciones, seguido del sector de productos químicos, caucho y plástico, y el sector de hoteles y restaurantes. Por su parte, los sectores con menor calidad de información contable son el de maquinaria y equipo, el sector de la construcción, el sector de metales y productos metálicos (Ver Tabla 28).

Tabla 25. Estadísticos descriptivos de la muestra.

Panel A. Muestra completa

Variable	Media	Desv estándar	Mediana	Mínimo	Máximo	Skewness	Kurtosis
Ventas	18,148,048.9	138,208,139.4	2,587,206.0	-	7,150,174,344.0	37.6	1,774.1
Beneficio neto	- 6,483.5	11,228,263.3	20,118.5	-653,613,472	79,615,251.0	- 47.5	2,681.7
Efectivo	768,414.4	13,363,452.1	72,854.5	-	652,199,758.0	46.0	2,151.8
Activo corriente	9,290,612.2	47,401,712.1	1,606,948.0	-	1,861,002,119.0	21.8	687.9
Tamaño	26,349,622.7	379,756,043.1	3,306,548.5	6,752.0	19,830,680,445.0	45.6	2,194.0
Deuda corto plazo	2,071,540.3	13,064,272.1	73,333.5	-	430,885,766.0	17.4	405.3
Total pasivo	14,931,153.5	267,551,635.6	1,616,694.0	-	14,334,536,211.0	47.5	2,346.6
Cobertura pago de interese	0.00	0.01	0.00	- 0.12	0.17	3.65	260.11
Endeudamiento	0.19	0.28	0.11	-	7.20	7.21	141.03
Calidad contable	- 0.20	0.24	- 0.13	- 3.15	- 0.00	- 4.65	35.93
Tasa de interés	0.106	0.113	0.089	-	0.974	1.502	9.607

Panel B: Estadísticas por años

Año	Ventas	Beneficio neto	Efectivo	Activo corriente	Tamaño	Deuda corto plazo	Total pasivo	Endeudamiento	Calidad contable	Tasa de interes
2004	Promedio	14,473,091	285,688	49,029	6,831,191	15,461,439	1,612,640	7,657,031	.	0.183
	Mediana	8,391,277	75,573	11,353	3,493,069	5,358,518	463,373	2,523,429	.	0.236
2005	Promedio	9,647,090	249,691	40,882	4,601,959	8,953,870	1,902,590	4,693,006	0.26	0.197
	Mediana	1,159,821	25,704	4,082	609,948	1,169,838	101,119	561,664	0.21	0.217
2006	Promedio	11,195,225	229,169	49,171	5,199,887	10,385,458	1,618,855	5,436,589	0.32	0.156
	Mediana	1,734,296	32,031	4,120	852,053	1,674,399	149,082	786,287	0.28	0.176
2007	Promedio	16,990,376	421,712	52,433	12,075,953	25,970,361	1,373,042	10,761,843	0.22	0.17
	Mediana	2,379,852	43,673	3,155	1,135,456	2,358,818	69,236	1,336,360	0.12	0.13
2008	Promedio	15,868,589	368,022	39,687	7,709,045	14,872,059	1,553,728	8,012,951	0.22	0.21
	Mediana	1,707,647	29,291	2,478	888,032	1,746,628	44,132	909,474	0.11	0.16
2009	Promedio	18,917,694	285,374	40,871	9,455,122	20,108,262	2,322,461	10,061,423	0.18	0.24
	Mediana	2,460,991	38,706	4,041	1,237,776	2,516,912	72,651	1,287,949	0.11	0.15
2010	Promedio	15,777,795	362,018	93,328	8,356,529	18,084,210	1,953,944	9,061,203	0.18	0.20
	Mediana	2,833,776	56,671	4,236	1,548,030	2,988,312	73,697	1,399,623	0.11	0.13
2011	Promedio	16,846,738	92	33,688	8,528,295	18,369,789	1,844,801	9,516,229	0.19	0.21
	Mediana	2,896,672	-	3,887	1,522,906	3,044,192	59,162	1,567,058	0.10	0.14
2012	Promedio	17,094,218	282,725	45,632	8,709,719	20,196,841	1,956,656	9,694,030	0.19	0.21
	Mediana	2,867,557	70,721	4,285	1,684,895	3,582,718	53,473	1,804,015	0.10	0.16
2013	Promedio	34,535,185	450,176	77,067	14,485,551	59,838,352	2,555,965	36,008,019	0.17	0.20
	Mediana	2,890,517	86,979	3,812	1,928,318	4,278,195	31,341	1,888,219	0.08	0.14
2014	Promedio	28,699,398	3,589,388	0	99,269	69,163,038	44,797,480	15,082,414	- 0.19	0.141
	Mediana	4,063,853	98,538	5,032	3,085,589	7,216,780	53,811	3,305,573	0.10	0.12
2015	Promedio	12,057,217	-	102,672	8,187,338	15,244,920	1,497,840	8,497,041	0.19	0.19
	Mediana	3,420,605	-	5,231	3,290,956	6,785,672	67,342	3,451,539	0.09	0.13

Tabla 26. Matriz de correlaciones

	Ventas	Beneficio neto	Efectivo	Activo corriente	Tamaño	Deuda corto plazo	Total pasivo	Endeudamiento	Calidad contable
Ventas	1								
Beneficio neto	0.1464	1							
Efectivo	0.1558	0.1236	1						
Activo corriente	0.9312	0.0235	0.139	1					
Tamaño	0.8444	-0.0821	0.1466	0.9088	1				
Deuda corto plazo	0.448	-0.3066	0.0395	0.6085	0.5706	1			
Total pasivo	0.7787	-0.1762	0.1287	0.8722	0.9695	0.6268	1		
Endeudamiento	0.0464	-0.0808	0.0745	0.0579	0.0272	0.1734	0.0682	1	
Calidad contable	0.0623	-0.0146	-0.1045	0.0551	0.0736	0.028	0.0609	-0.1394	1

Nota. Matriz de correlación de Pearson para toda la muestra; Ventas= ingresos operacionales. Beneficio neto= beneficios antes de impuestos-impuestos. Efectivo=caja+ similares a caja. Tamaño=activos totales. Endeudamiento= (obligaciones financieras corto plazo+ obligaciones financieras largo plazo)/activo total. Calidad contable= desviación estándar de los residuos de la regresión de McNichols (2002).

Tabla 27. Endeudamiento por sectores (2006-2014)

Sector	Media	Desv. Estándar	Mediana	Mínimo	Máximo
Alimentos y bebidas	0,18	0,20	0,10	0,00	0,87
Comercio al por menor y por mayor	0,21	0,22	0,15	0,00	0,98
Construccion	0,16	0,21	0,07	0,00	1,00
Correos y telecomunicaciones	0,06	0,07	0,05	0,00	0,26
Educacion, salud	0,22	0,21	0,18	0,00	0,93
Energia	0,27	0,25	0,22	0,00	0,98
Hoteles y restaurantes	0,10	0,15	0,03	0,00	0,80
Madera, corcho y papel	0,39	0,21	0,41	0,00	0,78
Maquinaria, equipo, muebles, reciclaje	0,19	0,22	0,11	0,00	0,89
Metales y productos metalicos	0,16	0,16	0,10	0,00	0,58
Otros servicios	0,15	0,19	0,07	0,00	0,96
Productos quimicos, caucho y plastico	0,24	0,20	0,22	0,00	0,85
Sector primario	0,18	0,22	0,09	0,00	0,93
Servicios financieros	0,13	0,22	0,00	0,00	0,82
Transporte	0,22	0,20	0,19	0,00	0,88
Total	0,180	0,210	0,105	0,000	0,998

Tabla 28. Calidad de la información contable por sectores

Sector	Media	Desv. Estándar	Mediana	Mínimo	Máximo
Alimentos y bebidas	-0,16	0,17	-0,12	-0,78	-0,0081
Comercio al por menor y por mayor	-0,19	0,18	-0,14	-1,26	-0,0003
Construcción	-0,26	0,34	-0,18	-2,63	0,0000
Correos y telecomunicaciones	-0,10	0,05	-0,08	-0,19	-0,0309
Educación, salud	-0,15	0,22	-0,10	-1,23	-0,0055
Energía	-0,18	0,18	-0,11	-0,98	-0,0063
Hoteles y restaurantes	-0,13	0,14	-0,09	-0,78	-0,0012
Madera, corcho y papel	-0,14	0,09	-0,11	-0,36	-0,0310
Maquinaria, equipo, muebles, reciclaje	-0,32	0,61	-0,12	-3,13	-0,0005
Metales y productos metálicos	-0,21	0,16	-0,16	-0,59	-0,0051
Otros servicios	-0,20	0,20	-0,16	-1,60	-0,0010
Productos químicos, caucho y plástico	-0,13	0,10	-0,10	-0,50	-0,0004
Sector primario	-0,16	0,14	-0,12	-0,59	-0,0091
Servicios financieros	-0,20	0,19	-0,13	-0,91	-0,0068
Transporte	-0,18	0,19	-0,15	-1,28	-0,0178
Total	-0,199	0,238	-0,135	-3,130	-0,000034

6.3 Resultados

En esta sección se muestran los resultados de la regresión entre la calidad de la información contable, medida como la variabilidad de los devengos discrecionales y su relación con el endeudamiento de las empresas en el departamento de Bolívar. Los resultados de la regresión se muestran en la Tabla 29.

Los resultados de la regresión respaldan la H1, es decir, se encuentra que la calidad de la información contable se relaciona positivamente con el nivel de endeudamiento, después de controlar por el tamaño, activos fijos, la cobertura de pago de intereses y generación interna de beneficios. Se añaden variables dicotómicas (*dummies*) por sector y año, para controlar los efectos provenientes de ciclos económicos y características especiales de cada sector. Los resultados indican que, en los mercados crediticios, en promedio, las empresas cuyos ajustes por devengos son más estables, es decir, con menor variabilidad, obtienen mayor acceso al endeudamiento. La estimación se hace por efectos aleatorios siguiendo lo sugerido por el test de Hausman y se usan errores estándar robustos a problemas de heterocedasticidad. Las variables se *winsorizaron* al 5% en cada cola para controlar por valores atípicos.

Si los directivos usan los devengos discrecionales para ajustar los ingresos de las empresas a su conveniencia, la calidad de la información contable sería menor y, por tanto, siguiendo los resultados obtenidos, el acceso al endeudamiento sería inferior a aquellas empresas con mayor calidad contable.

Los resultados del modelo encuentran evidencia significativa que los activos inmovilizados tienen un efecto sobre el endeudamiento. Empresas con más activos inmovilizados tienen en promedio mayor acceso al endeudamiento. Estos resultados indican que las entidades financieras otorgan mayores préstamos a entidades con balances más fuertes y activos inmovilizados que demuestren capacidad para los créditos.

Respecto al tamaño de la empresa, medido como el logaritmo de los activos totales, no se encuentra una relación estadísticamente significativa con el endeudamiento. La razón por la que los activos totales no tienen un efecto sobre el endeudamiento podría explicarse porque las entidades financieras dan mayor peso a los activos tangibles, como los activos fijos, y no tanto a los intangibles que se incluyen en el activo total, ya que el método de valoración de estos últimos puede ser de difícil evaluación y depender de criterios subjetivos²².

Por su parte, los resultados del modelo no muestran una relación estadísticamente significativa entre el endeudamiento, la cobertura de pago de intereses y el flujo de caja.

²² Se pueden presentar casos donde se reporten partidas contables que están alejadas de la realidad.

Tabla 29. Estimación por efectos aleatorios de la calidad de la información contable y su efecto en el endeudamiento

$$\text{Endeudamiento}_{i,t} = \alpha + \beta_1 * \text{calidad contable}_{i,t-1} + \beta_2 * \text{AF}_{i,t} + \beta_3 * \text{tamaño}_{i,t} + \beta_4 * \text{CPI}_{i,t} + \beta_5 \text{Flujo de caja}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Variable explicativa	Signo esperado	Coef. Estimación	Errores	
			estandar	P-value
Calidad contable	+	0,064	0,021	0,002 ***
Activos Fijos	+	0,257	0,070	0,000 ***
Tamaño	+	-0,008	0,010	0,455
CPI	+	-8,883	7,393	0,230
Flujo de caja	-	-0,1076966	0,381	0,414

Nota. *La variable dependiente Endeudamiento se calculó como la suma de los préstamos de corto plazo más la deuda a largo plazo dividido sobre total de activos. La calidad contable se calculó como la desviación estándar de los ajustes por devengos de los últimos 3 años multiplicado por -1 para que mayores valores reflejen mayor calidad. Activos fijos es el logaritmo de la propiedad planta y equipo. Tamaño es el logaritmo del total de activos. CPI es la cobertura de pago de intereses. Se calculó como el cociente entre beneficio operativo sobre intereses pagados. El flujo de caja es el flujo de caja de las operaciones. Todas las variables fueron estandarizadas por el nivel de activos para controlar por diferencias de tamaño. ***, ** y * indican que los coeficientes son significativos al 1 por ciento, 5 por ciento y 10 por ciento, respectivamente.

Para testar la H2, se estima una regresión entre la tasa de interés contratada como variable dependiente y la calidad de la información contable, los activos fijos, la cobertura de pago de intereses y el flujo de caja como variables independientes.

La tasa de interés contratada se calcula como los intereses pagados dividido entre la suma de la deuda financiera a corto plazo y la deuda financiera de largo plazo. Cuando los resultados obtenidos eran atípicos, es decir, la tasa de interés obtenida estaba por encima de 100%, se reemplazaron por la tasa de interés promedio para el año.

Los datos de la tasa de interés se toman de las estadísticas oficiales del Banco de la República de Colombia, quien es la institución encargada de la política monetaria, cambiaria y crediticia de Colombia.

En la Tabla 30 se muestran los resultados de la regresión. Los resultados encontrados indican que la tasa de interés cobradas a las empresas en el departamento de Bolívar no tiene una relación estadísticamente significativa con la calidad de la información contable. Este hallazgo muestra que, al momento de determinar la tasa de interés a cobrar a los clientes de acuerdo con cada perfil, los bancos no consideran la calidad de la información financiera dentro de su análisis, e indiscriminadamente asigna

una tasa de interés a clientes con mayor o menor calidad en sus estados financieros. Esto podría conllevar a ineficiencias en la asignación de recursos puesto que, al haber asimetrías de la información, y siendo los bancos los intermediarios informados (Guttentag & Lindsay, 1968; Benston & Smith, 1977; Leland & Pyle, 1977), este puede ser un comportamiento extensible a otros sectores de financiación, como el mercado público de valores.

Lo descrito anteriormente podría ser un ejemplo de un problema de selección adversa.

Tabla 30. Estimación por efectos aleatorios de la relación entre las tasas de interés y la calidad de la información contable

Tasa de interés _{i,t} = $\alpha + \beta_1 * \text{calidad contable}_{i,t-1} + \beta_2 * \text{AF}_{i,t} + \beta_3 * \text{tamaño}_{i,t} + \beta_4 * \text{CPI}_{i,t} + \beta_5 \text{Flujo de caja}_{i,t} + \epsilon_t$					
Variable explicativa	Signo esperado	Coef. Estimación	Errores estandar	P-value	
Calidad contable	-	-0,034	0,033	0,298	
Activos Fijos	-	0,000	0,045	0,997	
Tamaño	-	-0,065	0,017	0,000	***
CPI	-	-22,633	8,47	0,008	***
Flujo de caja	-	0,156	0,115	0,175	

Nota. *La variable dependiente Tasa de interés se calculó como el cociente entre los intereses pagados y la suma de los préstamos de corto plazo más la deuda a largo plazo. La calidad contable se calculó como la desviación estándar de los ajustes por devengos de los últimos 3 años multiplicado por -1 para que mayores valores reflejen mayor calidad contable. Activos fijos es el logaritmo de la propiedad planta y equipo. Tamaño es el logaritmo del total de activos. CPI es la cobertura de pago de intereses. Se calculó como el cociente entre beneficio operativo sobre intereses pagados. El flujo de caja es el flujo de caja de las operaciones. Todas las variables fueron estandarizadas por el nivel de activos para controlar por diferencias de tamaño. ***, ** y * indican que los coeficientes son significativos al 1 por ciento, 5 por ciento y 10 por ciento, respectivamente.

Dados estos resultados, se decide separar la muestra entre las empresas con la obligación de ser auditadas, y las que no cumplen con los requisitos normativos para ser auditadas²³, siguiendo los trabajos de Huguet y Gandía (2020). Los resultados se muestran en la Tabla 31. Al igual que en la regresión anterior, no se encuentran resultados

²³ En Colombia, las empresas que superan cierto umbral de ingresos operaciones o tamaño, están obligadas a contratar un revisor fiscal que hace las veces de auditor de la información financiera.

estadísticamente significativos que relacionen la calidad de la información contable y el costo de la deuda.

Tabla 31. Estimación por efectos aleatorios de la relación entre las tasas de interés y la calidad de la información contable para firmas auditadas

$$\text{Tasa de interés}_{i,t} = \alpha + \beta_1 * \text{calidad contable}_{i,t-1} + \beta_2 * \text{AF}_{i,t} + \beta_3 * \text{tamaño}_{i,t} + \beta_4 * \text{CPI}_{i,t} + \beta_5 \text{Flujo de caja}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Variable explicativa	Signo esperado	Coef. Estimación	Errores estandar	P-value	
Calidad contable	-	-0,044	0,037	0,239	
Activos Fijos	-	-0,034	0,041	0,409	
Tamaño	-	-0,0250	0,007	0,000	***
CPI	-	-22,28	10,76	0,038	***
Flujo de caja	-	0,009	7,498	0,932	

Nota. *La variable dependiente tasa de interés se calculó como el cociente entre los intereses pagados y la suma de los préstamos de corto plazo más la deuda a largo plazo. La calidad contable se calculó como la desviación estándar de los ajustes por devengos de los últimos 3 años multiplicado por -1 para que mayores valores reflejen mayor calidad contable. Activos fijos es el logaritmo de la propiedad planta y equipo. Tamaño es el logaritmo del total de activos. CPI es la cobertura de pago de intereses. Se calculó como el cociente entre beneficio operativo sobre intereses pagados. El flujo de caja es flujo de caja de las operaciones. Todas las variables fueron estandarizadas por el nivel de activos para controlar por diferencias de tamaño. ***, ** y * indican que los coeficientes son significativos al 1 por ciento, 5 por ciento y 10 por ciento, respectivamente.

6.4 Conclusiones

En este estudio se investiga la relación entre la calidad de la información contable y el endeudamiento, y si empresas con mayor calidad contable tienen mayor o menor acceso y en qué condiciones. La calidad de la información contable se mide a través de los ajustes por devengos discrecionales y la variabilidad de estos ajustes, siguiendo los trabajos de Dechow y Dichev (2002), y Verdi (2006).

Se encuentra que la calidad de la información contable está relacionada positivamente con el nivel de endeudamiento de las empresas analizadas en el estudio. A mayor calidad contable (menor variabilidad de los ajustes por devengo discrecionales), mayor es el nivel de endeudamiento de las empresas, después de considerar las variables de control y añadiendo *dummies* por año y sector.

Respecto al nivel de endeudamiento, en términos generales, se encuentra un nivel de endeudamiento relativamente bajo (18%) en todos los sectores analizados en el estudio. Los sectores con mayor endeudamiento son el de Madera, corcho y papel (39%),

seguido del sector editorial (33%) y construcción (30%). Por su parte, el sector con menor endeudamiento es el de correos y telecomunicaciones con 6%.

La calidad de la información contable también varía dependiendo del sector económico. El sector con mayor calidad de información contable es el de correo y telecomunicaciones, seguido del sector de productos químicos, caucho y plástico, el sector de hoteles y restaurantes. Por su parte, los sectores con menor calidad de información contable son el de maquinaria y equipo, el sector de la construcción, el sector de metales y productos metálicos.

Al evaluar entre la relación entre la calidad de la información contable y el costo de la deuda, no se encuentra evidencia estadísticamente significativa de una relación negativa entre estas variables. La única variable estadísticamente significativa cuando se evalúa este modelo es la cobertura de pago de intereses. Esto deja un ligero indicio de ineficiencia en los mercados de crédito al poder haber un problema de selección adversa donde las empresas con mayor calidad de información contable no se ven beneficiadas de la mayor transparencia en sus ingresos ya sea porque la medición de esta variable no es de amplio uso en los mercados crediticios o porque se ven perjudicadas por la calidad de la información de las empresas de los demás sectores con menor calidad presentándose una transferencia de riesgo, documentada en la literatura internacional (Fernandez & González, 2005; Duran & Lozano, 2014).

El acceso a los mercados crediticios es importante para el desarrollo de las empresas del sector real. Este trabajo pone en evidencia la importancia de presentar estados financieros de calidad, ya que la calidad contable genera mayor credibilidad ante el prestamista, permitiendo mayor acceso a endeudamiento, aunque no se encuentra evidencia que este mayor acceso esté acompañado de mejores condiciones de financiación. Asimismo, contribuye tangencialmente a los reguladores a llevar a cabo sus auditorías con mayor precaución en aquellos sectores donde la calidad contable es inferior, ya que esto podría implicar cierta manipulación en la presentación de la información financiera.

CAPÍTULO VII. CONCLUSIONES DE LA TESIS

La investigación contable en Latinoamérica ha crecido en los últimos años. Se evidencia un crecimiento en el número de artículos publicados relacionados con la investigación contable basada en el mercado. La calidad de la información contable es una de las líneas de investigación que despierta más interés en Latinoamérica. No obstante, se ha escrito poco sobre la eficiencia del mercado frente a los resultados contables y en un contexto en donde los mercados financieros se encuentran en desarrollo, se considera importante contribuir al desarrollo de la literatura que relaciona la información contable con la eficiencia de los mercados.

Típicamente, la calidad de la información contable se asocia al grado de consistencia que los estados financieros presentan sobre la situación económica propia de una empresa (Chen et al., 2010). La calidad de la información se puede concretar en su utilidad para la toma de decisiones, y en concreto, el resultado contable es una magnitud clave para los inversores. A su vez, las características institucionales de los países son aspectos determinantes de la calidad de la información contable. Algunos autores encuentran que la calidad contable es más alta en países donde la protección al inversor es mayor (Leuz et al., 2003; García Lara et al., 2005). Así, en economías abiertas con propiedad relativamente dispersa, fuerte protección de los inversores y grandes mercados de valores, hay mayor calidad contable que en países con propiedad relativamente concentrada, débil protección de los inversores y mercados de valores menos desarrollados.

En esta línea, y bajo el contexto de un grupo de países latinoamericanos, en esta tesis se estudia el rol de la calidad de la información contable en el riesgo idiosincrático, el riesgo de pérdidas y la financiación bancaria. Como afirman Lambert et al. (2012) en modelos de competencia perfecta, el determinante principal del riesgo de información es la precisión de la información contable, que afecta el costo de capital.

La calidad de la información contable se mide de diversas formas en la literatura. En esta tesis lo hacemos mediante la calidad de los resultados y de los devengos. Siguiendo a Dechow et al. (2010), se utiliza la persistencia del resultado, la magnitud y la volatilidad de los devengos anormales y el alisamiento del resultado como medidas de calidad contable.

Para medir el riesgo idiosincrático se usa la varianza de los retornos semanales de las empresas y la varianza ajustada de los excesos de retorno frente al índice de mercado. Por su parte, para medir el riesgo de pérdidas se utilizan dos variables: el coeficiente de asimetría negativo y la volatilidad condicional de los retornos, siguiendo el trabajo de Chen (2010) y Konchitchki et al. (2015).

Por su parte, el endeudamiento se mide por el cociente entre la suma de las obligaciones financieras a corto de plazo y las obligaciones financieras a largo plazo sobre el activo total.

Los resultados obtenidos indican que:

1. La calidad de la información contable presenta una relación negativa y estadísticamente significativa con el riesgo idiosincrático y con el riesgo de pérdida en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Los resultados son consistentes a través de diversas medidas de calidad contable y de riesgo usadas. A su vez, los resultados son consistentes con la evidencia empírica internacional que, en su mayoría, usando datos de empresas americanas, encuentra relaciones negativas entre la calidad de la información contable, y el riesgo idiosincrático (Rajgopal & Venkatachalam, 2011; Gill-de-Albornoz & Markarian, 2014) así como el riesgo de pérdidas (Konchitchki et al., 2015).

Los niveles promedio de riesgo idiosincrático encontrados son mayores a los encontrados por Rajgopal y Venkatachalam (2011), y Gill-de-Albornoz y Markarian (2014) para países desarrollados.

El cambio normativo de las normas contables locales hacia las NIIF durante el período de estudio hace interesante revisar si la implementación de las normas

internacionales tuvo alguna incidencia en la calidad de la información contable y su relación con el riesgo financiero. Se encuentran resultados que indican que, en efecto, la introducción de las NIIF fortalece la calidad de la información contable y que aumenta la magnitud y/o la significatividad estadística de su relación con el riesgo idiosincrático y el riesgo de pérdidas.

2. Usando datos de empresas colombianas, se encuentra que la calidad de la información contable está relacionada positivamente con el nivel de endeudamiento. Así, en promedio, empresas con mayor calidad contable tienen mayor endeudamiento, luego de controlar por diversas variables explicativas tales como el tamaño, los activos fijos, entre otros. Estos resultados son consistentes con lo encontrado en la literatura internacional para empresas de economías desarrolladas. Sin embargo, al analizar la calidad de la información contable y el costo de la deuda, no se encuentra evidencia estadísticamente significativa de una relación negativa entre estas variables que es el signo esperado de acuerdo a lo encontrado en Francis et al. (2005).

Siguiendo a Huguet y Gandía (2020) se separa la muestra entre las empresas con la obligación de ser auditadas y las que no cumplen con los requisitos normativos para ser auditadas, pero no se encuentran resultados estadísticamente significativos entre la calidad de la información contable y el costo de la deuda. Ello podría indicar un problema de selección adversa en las condiciones de acceso al endeudamiento.

A partir de los resultados obtenidos con el desarrollo de los tres estudios empíricos son varias las contribuciones que se pueden extraer. En primer lugar, contribuimos al entendimiento acerca de la influencia de la calidad de la información contable en la eficiencia de los mercados en un contexto de economías emergentes. En particular, mostramos evidencia del papel que juega la calidad contable en la volatilidad de los retornos y cómo los inversores ajustan sus expectativas a partir de la calidad de la información financiera, el uso de los devengos, la persistencia y el alisamiento del resultado. Al respecto, los inversores consideran que empresas con mayor volatilidad de los devengos anormales, menor persistencia y mayor alisamiento, son más arriesgadas

que aquellas con menor volatilidad de los devengos anormales, mayor persistencia y menor alisamiento de los resultados. Esto puede ayudar a las empresas a ajustar sus políticas contables para beneficiarse de menores costos de capital.

En segundo lugar, contribuimos al entendimiento de cómo las normas internacionales NIIF han aumentado la relevancia valorativa de la información contable y su uso para la medición de riesgos financieros en Latinoamérica. En particular, encontramos evidencia que antes de que se implementara las NIIF, la calidad de la información contable no tenía una relación significativa con las medidas de riesgo de pérdidas. No obstante, cuando se analiza el período en el que las NIIF fueron implementadas, la relación entre las variables de calidad contable y el riesgo financiero de pérdidas tomaron significancia estadística, mostrando que, a mayor calidad de la información contable, menor riesgo de pérdidas. Esto implica que el conjunto de normas contables que se utiliza para preparar la información financiera tiene una incidencia en la capacidad de los inversores de ajustar sus expectativas de retornos y sobre sus decisiones de inversión.

En tercer lugar, contribuimos al entendimiento del rol de la calidad de la información contable en el acceso al endeudamiento en un contexto de una economía abierta y pequeña. Si bien se encuentra que la calidad de la información contable está relacionada positivamente con el nivel de endeudamiento, no se encuentra evidencia de que la tasa de interés a la que se accede a esa financiación dependa de la calidad de la información contable. Por tanto, dados estos resultados, para el desarrollo de pequeñas economías pequeñas como la analizada en el estudio, es importante que los actores que participan en el otorgamiento de créditos, en particular los prestamistas, tengan herramientas prácticas que permitan distinguir las empresas con mayor calidad contable de aquellas con menor calidad contable. Consideramos que esto contribuiría a disminuir el posible problema de selección adversa que se encuentra durante el período de estudio.

REFERENCIAS

- Abad, D., Fuensanta J., Sánchez-Ballesta & Yagüe J., (2018). Real Earnings Management and Information Assymetry in the Equity Market, *European Accounting Review*, 27:2, 209-235.
- Admati, A. & Pfleiderer, P. (1988). Theory of intraday patterns: volume and price variability. *Review of Financial Studies* 1, 3-40.
- Aharony, J., Lee, C.-W. J., & Wong, T. J. (2000). Financial packaging of IPO firms in China. *Journal of Accounting Research*, 38, 103-126.
- Ahmed, A.S., Billings, B.K., Morton, R.M., Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *Account. Rev.* 77 (4), 867-890.
- Álvarez, H. Á., & Yepes, J. S. Á. (2010). El valor razonable, la eficiencia y la ineficiencia del mercado. El caso de Colombia en la perspectiva de la Ley 1314 de 2009. *Lúmina*, 0(11), 40-97. Retrieved from <http://revistasum.umanizales.edu.co/ojs/index.php/Lumina/article/view/1213>
- Alvarez, J. (2011). Análisis de la información financiera prospectiva según diversos enfoques. *Contabilidad y Auditoría*, 33(17).
- Alves, T. (2013). Utilidade da informação financeira na tomada de decisão: a percepção de gestores de PMEs de Luanda e de Lisboa. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 5(2).
- Amidu, M., Coffie, W., & Acquah, P. (2019). Transfer pricing, earnings management and tax avoidance of firms in Ghana. *Journal of Financial Crime*, Vol. 26 No. 1, 235-259. <https://doi.org/10.1108/JFC-10-2017-0091>

- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of financial markets*, 5(1), 31-56.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Amir, E., Harris, T., Venuti, E., 1993. A comparison of the value-relevance of U.S. versus non-U.S. GAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research* 31, 230-264.
- Anagnostopoulou, S. y Tsekrekos A. (2015). Accounting quality, information risk and implied volatility around earnings announcements. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* Volume 34, Pages 188-207.
- Anandarajan, A., Hasan, I., & McCarthy, C. (2007). Use of loan loss provisions for capital, earnings management and signalling by Australian banks. *Accounting and Finance*, 47, 357-379.
- Ang, A., Hodrick, R.J., Xing, Y., & Zhang, X. (2006). The cross-section of volatility and expected returns. *Journal of Finance* 51, 259-299.
- Ang, A., Hodrick, R.J., Xing, Y., & Zhang, X. (2009). High idiosyncratic volatility and low returns: international and further U.S. Evidence. *Journal of Financial Economics* 91, 1-23.
- Angilidis, T., 2010. Idiosyncratic risk in emerging markets. *Financial Review* 45, 1053-1078.
- Anilowski, C., Feng, M., & Skinner, D. J. (2007). Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 36-63.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.09.002>

- Artikis, P. G., & Papanastasopoulos, G. A. (2016). Implications of the cash component of earnings for earnings persistence and stock returns. *The British accounting review*, 48(2), 117-133.
- Atanasov, V. A., & Black, B. S. (2016). Shock-based causal inference in corporate finance and accounting research. *Critical Finance Review*, 5, 207-304.
- Atiase, R. K. (1985). Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior Around Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 21. <https://doi.org/10.2307/2490905>
- Atiase, R. K. (1987). Market Implications of Predisclosure Information: Size and Exchange Effects. *Journal of Accounting Research*, 25(1), 168. <https://doi.org/10.2307/2491265>
- Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of financial Markets*, 7(3), 271-299.
- Bali, T. G., Demirtas, K. O., & Levy, H. (2009). Is there an intertemporal relation between downside risk and expected returns? *Journal of financial and quantitative analysis*, 44(4), 883-909.
- Bali, T., & Cakici, N., 2008. Idiosyncratic risk and the cross-section of expected returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.43, 29–58
- Ball, R. (1972). Changes in Accounting Techniques and Stock Prices. *Journal of Accounting Research*, 10, 1–38. <https://doi.org/10.2307/2489860>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Ball, R., & Brown, P. (2019). Ball and Brown (1968) after fifty years. *Pacific Basin Finance Journal*, 53(December 2018), 410–431. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.12.008>

- Ball, R., & Brown, P. R. (2014). Ball and Brown (1968): A Retrospective. *The Accounting Review*, 89(1), 1-26. <https://doi.org/10.2308/accr-50604>
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of Accounting Research*, 44(2), 207-242. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00198.x>
- Ball, R., & Watts, R. (1972). Some time series properties of accounting income. *The Journal of Finance*, 27(3), 663-681. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00991.x>
- Ball, R., Kothari, S., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1-51. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- Ball, R., Robin, A., & Wu, J. S. (2003). Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3 SPEC. ISS.), 235-270. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.10.003>
- Balsam, S. (1998). Discretionary accounting choices and CEO compensation. *Contemporary Accounting Research*, 15, 229-252.
- Bamber, L. S. (1987). Unexpected Earnings, Firm Size, and Trading Volume around Quarterly Earnings. Source: *The Accounting Review*, 62(3), 510-532.
- Barbei, A. (2008). Las mediciones y la calidad de la información contable: un análisis desde la perspectiva de la regulación contable internacional. *Contabilidad y Auditoría*, (28), 37 Págs.
- Barnea, A., Ronen, J., & Sadan, S. (1976). Classificatory Smoothing of Income with Extraordinary Items. *Accounting Review* 51, p. 110-122.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view.

-
- Journal of Accounting and Economics, 31(1-3), 77-104.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 77-104.
- Barth, M. E., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), 206-224.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of accounting research*, 46(3), 467-498.
- Barth, M. E., Landsman, W., Lang, M., & Williams, C. (2006). Accounting quality: International accounting standards and US GAAP. Manuscript, Stanford University, 1-46.
- Barth, M. E., Li, K., & McCLURE, C. (2022). Evolution in value relevance of accounting information. *The Accounting Review*. Forthcoming
- Barth, M., Konchitchki, Y., y Landsman, W. (2013) Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics* 55. 206-224.
- Barton, J., Hansen, T., & Pownall, G. (2010). Which Performance Measures Do Investors Around the World Value the Most and Why? *The Accounting Review*, 85(3), p. 753-789.
- Bartov, E. (1992). Patterns as an in Unexpected for Earnings Post- Explanation Announcement Drift. *The Accounting Review*, 67(3), 610-622. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/247981>
- Barry, C., & Brown, S. (1984). Differential Information and the Small Firm Effect. *Journal of Financial Economies*, Vol. 13, p. 407-422.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37.

- Battalio, R. H., Lerman, A., Livnat, J., & Mendenhall, R. R. (2012). Who, if anyone, reacts to accrual information? *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 205-224. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.06.007>
- Bawa, V.S. (1975) Optimal Rules for Ordering Uncertain Prospects. *Journal of Financial Economics*, 2, 95-121.
- Beattie, V., Brown, S., Ewers, D., & John, B. (1994). Extraordinary Items and Income Smoothing: A Positive Accounting Approach. *Journal of Business Finance & Accounting* 21, p. 791-811.
- Beatty, A., Ramesh, K., y Weber, J. (2002). The Importance of Accounting Changes in Debt Contracts: The Cost of Flexibility in Covenant Calculations. *Journal of Accounting and Economics* 33 (2): 205-227
- Beatty, A. L., Ke, B., & Petroni, K. R. (2002). Earnings Management to Avoid Earnings Declines across Publicly and Privately Held Banks. *The Accounting Review*, 77(3), 547-570.
- Beaver, W. H. (1970). The Time Series Behavior of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 8, 62. <https://doi.org/10.2307/2674693>
- Beaver, W. H. (1998). *Financial Reporting: An Accounting Revolution*. 3th Prentice Hall International.
- Beaver, W. H., Clarke, R., & Wright, W. F. (1979). The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors. *Journal of Accounting Research*, 17(2), 316. <https://doi.org/10.2307/2490507>
- Beaver, W. H., Lambert, R. A., & Ryan, S. G. (1987). The information content of security prices: a second look. *Journal of Accounting and Economics*, 9(2), 139-157. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(87\)90003-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(87)90003-6)

- Beaver, W. H., McNally, M. L., & Stinson, C. H. (1997). The information content of earnings and prices: A simultaneous equations approach. *Journal of Accounting and Economics*, 23(1), 53–81. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00424-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00424-7)
- Beaver, W., Lambert, R., & Morse, D. (1980). The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2(1), 3–28. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(80\)90013-0](https://doi.org/10.1016/0165-4101(80)90013-0)
- Beisland, L. A. (2009). A review of the value relevance literature. *The Open Business Journal*, 2(1).
- Bekaert, G., Hodrick, R., & Zhang, X. (2012). Aggregate idiosyncratic volatility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* V47(6), 1155–1185.
- Beneish, M. D., & Eric Press. (1993). Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants. *The Accounting Review*, 68(2), 233–257. <http://www.jstor.org/stable/248399>
- Bennett, J., & Sias, R. (2004). Why has firm-specific risk increased over time? Unpublished working paper. Washington State University, Pullman, WA.
- Benston, G., & Smith, C. (1977). A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation. *Journal of Finance* 32, 215–32.
- Bergés Lobera, A., & Maravall Herrero, F. (1985). Decisiones de inversión y decisiones de financiación en la empresa industrial española. *Investigaciones económicas*, No. 26, enero-abril, pp, 5-20.
- Bergstresser, D., y Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80, 511–529.
- Berkman, H., & Truong, C. (2009). Event day 0? After-hours earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 71–103. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00312.x>

- Bernard, V. (1987). Cross-sectional dependence and problems in inference in market-based accounting research. *Journal of Accounting Research* 25, 1-48.
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1989). Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research*, 27(1989), 1. <https://doi.org/10.2307/2491062>
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review* 83 (1): 1-28.
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Larson, C. R. (2003). Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 285-319.
- Bhojraj, S., & Libby, R. (2005). Capital market pressure, disclosure-induced earnings/cash flow conflicts, and managerial myopia. *The Accounting Review* 80, 1-20.
- Biondi, M. (1995). Aportes para mejorar la utilidad de la información que suministran los estados contables. Medios para lograrlo. Un sustancial cambio del paradigma que orienta a la contabilidad. *Contabilidad y Auditoría*, (1), 17 Págs.
- Biondi, M. (2001). Estados contables proyectados. Lineamientos generales una tarea interdisciplinaria. *Contabilidad y Auditoría*, (14), 10 Págs.
- Biondi, M. (2007). Información contable proyectada o prospectiva. 11-57.
- Biondi, M., & Viegas, J. (2004). "Bases teóricas para la preparación de la información contable proyectada o prospectiva." *Contabilidad y Auditoría*, (19), 12 Págs.
- Blanchard, O., & Watson, M. (1983). Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets.
- Bloomfield, R. (2008). Discussion of "annual report readability, current earnings, and earnings persistence". *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 248-252.
- Bloomfield, R. J. (2002). The 'incomplete revelation hypothesis' and financial reporting.

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2002). *Investments* (5th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bowen, R., Davis, A., & Rajgopal, S., 2002. Determinants of revenue reporting practices for internet firms. *Contemporary Accounting Research*, 19, 4, p. 523–562.
- Bowman, R. (1979). The Theoretical Relationship Between Systematic Risk and Financial (Accounting) Numbers. *Journal of Finance*. 34. 617-30.
- Boz, G., Menéndez, C., Orgaz, N., & Prior, D. (2015). ¿Influyen las Normas Internacionales de Información Financiera en el riesgo de las acciones? *Contaduría y Administración*, 60(3), 556–577. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.05.010>
- Bradshaw, M. T., Drake, M. S., Myers, J. N., & Myers, L. A. (2012). A re-examination of analysts' superiority over time-series forecasts of annual earnings. *Review of Accounting Studies*, 17(4), 944–968. <https://doi.org/10.1007/s11142-012-9185-8>
- Brandt, M.W., Brav, A., Graham, J., & Kumar, A. (2010). The idiosyncratic volatility puzzle: time trend or speculative episodes? *Review of Financial Studies* 23 (2), 863–899.
- Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A. (1996). Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns. *Journal of financial economics*, 41(3), 441-464.
- Brown, L. D., & Rozeff, M. S. (1979). Univariate Time-Series Models of Quarterly Accounting Earnings per Share: A Proposed Model. *Journal of Accounting Research*, 17(1), 179. <https://doi.org/10.2307/2490312>
- Brown, P. (2011). International Financial Reporting Standards: what are the benefits? *Accounting and business research*, 41(3), 269-285.
- Brown, G., & Kapadia, N. (2007). Firm-specific risk and equity market development. *Journal of Financial Economics* 84, 358–388.

- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.
- Burns, N., y Kedia, S. (2005). The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics*, 79, 35-67.
- Bushman, J.D., Robert, M., Piotroski, A., & Smith, J. (2011). Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses. *Journal of Business Finance & Accounting*. Volume38, Issue1-2 Pages 1-33.
- Byard, D., Li, Y., & Yu, Y. (2011). The effect of mandatory IFRS adoption on financial analysts' information environment. *Journal of accounting research*, 49(1), 69-96.
- Cabedo, D., & Tirado, J. M. (2014). Risk disclosure and cost of equity The Spanish case. *Contaduría y Administración*, 59(4), 105-135. [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)70157-3](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)70157-3)
- Cahan, S., (1992). The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: A refined test of the political cost hypothesis, *Accounting Review* 67, 77-95.
- Callahan, C., Leone, J., Yang, L y Zhang J. (2014). Accounting quality, debt covenants design, and the cost of debt. http://www.af.polyu.edu.hk/files/jiar2014/cc072%20AcctQualityDebt%20CovStrictness%20_final.pdf
- Callao Gastón, S., Gasca Galán, M. M., & Jarne Jarne, J. I. (2008). Consecuencias de las deficiencias de la información contable en los precios de las acciones. *Contaduría Universidad de Antioquia*, (July-December), 53-79.
- Campbell, J., Lettau, M., Malkiel, B., & Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. *Journal of Finance* 56, 1-43.
- Cardona, J. (1987). Evolución de la información contable, estudio comparativo. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 10, 13-29.

- Cardona, J. (2018). The impact of IFRS on financial report quality in Latin America and the Caribbean. *Contaduría y administración*, vol.63, 841-861. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1233>
- Cardoso, D., Miranda, L. C., Rattacaso, D., & Marques, L. C. (2010). Para que serve a informação contábil nas micro e pequenas empresas? *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(13), 89-106. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2010v7n13p89>
- Cardoso, R., Riccio, E., & Alessandro, B. (2008). O processo decisório em um ambiente de informação contábil: Um estudo usando a teoria dos prospectos. *Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*, 5(2), 85-95. <https://doi.org/10.4013/base.20082.01>
- Carhart, M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance* (52), issue 1, pp 57-82.
- Carvalho, F.L., Kalatzis, A.E.G., & Albuquerque, A.A. (2014). The relationship between earnings quality and the probability of efficient investment decisions in Latin America', *Latin American J. Management for Sustainable Development*, Vol. 1, Nos. 2/3, 229-250.
- Casal, M., & Maestromey, M. (2011). El resultado global y la utilidad de la información contable. 1, 57-74.
- Casal, R. (2006). Universidad, docencia e investigación en Venezuela: Departamento de Contabilidad y Finanzas de la Universidad de Los Andes. *Ciencia, Docencia y Tecnología*, 17(33), 47-66.
- Cassar, G., Ittner, C., y Cavalluzzo, K. (2015). Alternative information sources and information asymmetry reduction: Evidence from small business debt. *Journal of Accounting and Economics* Volume 59, Pages 242-263.
- Cavalcante, J., & Coelho, A. C. (2018). Value-relevance of disclosure: Risk factors and risk management in Brazilian firms. *Revista Contabilidade e Finanças*, 29(78), 390-404. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806150>

- Cavallari, A., Siqueira, I., & Murcia, F. D.-R. (2012). Análise da relação entre as informações contábeis e o risco sistemático no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), 199-211. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772012000300005>
- Cea, J. L. (2013). La utopía contable al desnudo: ni información de alta calidad, ni intrínsecamente comparable, ni suficiente ni adecuada para la toma de decisiones de inversión financiera. *Revista Visión Contable*, (11), 50-78. <https://doi.org/10.24142/rvc.n11a2>
- Chambers, A. E., & Penman, S. H. (1984). Timeliness of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 22(1), 21. <https://doi.org/10.2307/2490700>
- Chaney, P., & Lewis, C. (1995). Earnings management and firm valuation under asymmetric information. *Journal of Corporate Finance*, 1995, vol. 1, issue 3-4, 319-345.
- Charles, S. L., Glover, S. M., & Sharp, N. Y. (2010). The association between financial reporting risk and audit fees before and after the historic events surrounding SOX. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 29(1), 15-39.
- Chava, S., & Roberts, M. R. (2008). How does financing impact investment? The role of debt covenants. *Journal of Finance* 63(5), 2085-2121.
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345-381.
- Chen, C-L., Weng, P-Y., & Lin, Y-C. (2020). Global Financial Crisis, Institutional Ownership, and the Earnings Informativeness of Income Smoothing. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 2020;35(1):53-78.

- Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y., & Lin, Z. (2010). The role of international financial reporting standards in accounting quality: Evidence from the European Union. *Journal of international financial management & accounting*, 21(3), 220-278.
- Cheng, Q., & Warfield, T. (2005). Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review*, 80, 441-476.
- Chiou, C., & Su, R. (2007). On the relation of systematic risk and accounting variables. *Managerial Finance*. 33. 517-533.
- Choo, T., & Peter, L. (1998). Accounting for Extraordinary Items in Singapore: Empirical Findings and International Implications. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 7, p. 215-232.
- Christensen, P., Frimor, H., & Sabac, F. (2013). The stewardship role of analyst forecasts, and discretionary versus non-discretionary accruals. *European Accounting Review*, 22, 257-296.
- Christie, A., (1982). The Stochastic Behavior of Common Stock Variances: Value, leverage, and Interest Rate Effects. *Journal of Financial Economics* 10, 407-432.
- Christie, A. A. (1987). On cross-sectional analysis in accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 9(3), 231-258. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(87\)90007-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(87)90007-3)
- Christodoulou, D., Ma, L., & Vasnev, A. (2018). Inference-in-residuals as an estimation method for earnings management. *Abacus*, volume54, Issue2 Pages 154-180.
- Chung, K.H. (1993). Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 20, núm. 1, 83-98.
- Cibulskienė, D., & Brazauskas, M. (2016). A theoretical approach to quantitative downside risk measurement methods. *Central and Eastern European Journal of Management and Economics (CEEJME)*, (2), 105-123.

- Coelho, A., & Siqueira, I. (2007). Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 38–49. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772007000400004>
- Cohen, D. A. (2008). Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 15(2), 69-90.
- Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of accounting and economics*, 11(2-3), 143-181.
- Collins, D. W., Kothari, S. P., & Rayburn, J. D. (1987). Firm size and the information content of prices with respect to earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 9(2), 111-138. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(87\)90002-4](https://doi.org/10.1016/0165-4101(87)90002-4)
- Contreras, H. (2017). Eficiencia en el Mercado de Capitales: un Ejercicio práctico sobre las Empresas que componen el IPSA. *Contabilidad y Sistemas*, 11.
- Core, J., Guay, W., & Verdi, R. (2007). Is Accruals Quality a Priced Risk Factor? *Journal of Accounting and Economics*. 46. 2-22.
- Cornell, B., & Landsman, W. (1989). Security price response to quarterly earnings announcements and analysts' forecast revisions. *Accounting Review*, 64(4), 680–692.
- Cornejo-Saavedra, E.E. (2018). Earnings management para evitar reportar pérdidas: Chile, 2010-2014. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, Vol. 23 No. 45, 167-181. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-11-2017-0107>
- Costa, M., Rezende, A., Marques, L. C., & Soares, J. (2013). Prices lead earnings no Brasil? *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(63), 243–256. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772013000300007>

- Costello, A., & Wittenberg-Moerman, R. (2011). The Impact of Financial Reporting Quality on Debt Contracting: Evidence from Internal Control Weakness Reports. *Journal of Accounting Research* 49, 97-136.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R.S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, núm. 4, 36-46.
- Cuñat, V. (1990). Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas. *Investigaciones Económicas*, vol. 23, núm. 3, 351-392.
- Da Costa, F. M., Dos Reis, D. J. S., & Teixeira, A. M. C. (2012). Implicações De Crises Econômicas Na Relevância Da Informação Contábil Das Empresas Brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 6(2), 141-153. <https://doi.org/10.17524/repec.v6i2.632>
- Da Silva Barbosa, J., Dalava, A. O., de Oliveira, C. E., & de Souza, E. M. (2015). Divulgação voluntária e qualidade da informação contábil: Estudo com empresas do segmento BOVESPA Mais. *Revista de Informação Contábil*, 9(3), 16.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2013). Adopting a label: Heterogeneity in the economic consequences around IAS/IFRS adoptions. *Journal of accounting research*, 51(3), 495-547.
- De la Fuente Mella, H., Palavecinos, B. S., Espinoza, R. C., & Rosso, D. C. (2015). Valor razonable y la calidad de información revelada: efectos de la aplicación anticipada de la NIIF 13 en Chile. *CAPIC REVIEW*, 13, 31-40.
- Dean, W., & Thompson, P. (1995). "The Varieties of Risk." Working paper, University of Alberta.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of accounting and economics*, 17(1), 113-143.

- Dechow, P. M, Sloan, R.G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3-42. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90016-7)
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). Earnings quality. The Research Foundation of CFA Institute. <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2004/rf-v2004-n3-3927-pdf.pdf>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401.
- Dechow, P., y Dichev I. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77, supplement, 35-59.
- Dechow, P.M., Richardson, S.A., Tuna, I., (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Rev. Account. Stud.* 8, 355-384.
- Defond, M., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals: Accounting choices in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.
- Degenhart, L., Mazzuco, M. S. A., & Klann, R. C. (2017). The relevance of accounting information and the corporate social responsibility of Brazilian companies. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*, 14(3), 157-168. <https://doi.org/10.4013/base.2017.143.01>
- Demerjian, P. R., Donovan, J., & Lewis-Western, M. F. (2020). Income Smoothing and the Usefulness of Earnings for Monitoring in Debt Contracting. *Contemporary Accounting Research*. Volume37, Issue2, 857-884.

- Diamond, D.W., & Verrecchia, R.E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance* 46, 1325–1359.
- Dichev, I. D. (2020). Fifty years of capital markets research in accounting: Achievements so far and opportunities ahead. *China Journal of Accounting Research*.
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of accounting and Economics*, 47(1-2), 160-181.
- Dichev, I., & Skinner, D. (2002). Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40 (4), 1091–1123.
- Domingues, J. C. D. A., & Ribeiro, E. M. S. (2016). The relevance of accounting and supplementary information in the valuation of global oil companies. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*, 13(2), 122–137. <https://doi.org/10.4013/base.2016.132.03>
- Domingues, A., de Melo, A. & Brandão, E. (2016). Idiosyncratic Volatility and Earnings Quality: Evidence from United Kingdom. FEP Working Papers, Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto, <https://EconPapers.repec.org/RePEc:por:fepwps:579>
- DuCharme, L., Malatesta, P., & Sefcik, S. (2004). Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *Journal of Financial Economics* 71, 27–49.
- Duffie, G. (1995). Stock returns and volatility: a firm-level analysis. *Journal of Financial Economics* 37, 399–420.
- Duran, M., & Lozano, A. (2014). Risk shifting in the US banking system: An empirical analysis. *Journal of Financial Stability*, vol 13 64-74.
- Duran, R., Valdés, A., & Herrera, H. (2007). Value Relevance of the Ohlson model with Mexican data. *Contaduría y Administración*, (223), 33–52.
- Dutta, S., Fan, Q. (2014). Equilibrium earnings management and managerial compensation in a multiperiod agency setting. *Rev. Account. Stud.* 19, 1047–1077.

- Dye, R. (2002). Classifications manipulation and Nash accounting standards. *Journal of Accounting Research*, 40, 4 (September): 1125-1163.
- Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583.
- Easton, P., Eddey, P., & Harris, T. (1993). An investigation of revaluations of tangible long-lived assets. *Journal of Accounting Research*, 31 (Supplement): 1-38.
- El Diri, M. (2018). Motives of Earnings Management. In: *Introduction to Earnings Management*. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-319-62686-4_4
- Elliott, J., & Shaw, W. (1988). Write-off as accounting procedures to manage perceptions. *Journal of Accounting Research*, 26 (Supplement): 91-119.
- Elliott, J., & Hanna, D. (1996). Repeated accounting write-offs and the information content of earnings. *Journal of Accounting Research*, 34 (Supplement): 135-155.
- Ervin, L., Keith, F., & Tracy, S. (1998). Earnings Management Using Asset Sales: An International Study of Countries Allowing Noncurrent Asset Revaluation. *Journal of Business Finance and Accounting* 25, 1287-1317.
- Eskew, R. K. (1979). The forecasting ability of accounting risk measures: Some additional evidence. *Accounting Review*, 107-118.
- Eskew, R. K., & Wright, W. F. (1976). An Empirical Analysis of Differential Capital Market Reactions to Extraordinary Accounting Items. *The Journal of Finance*, 31(2), 651. <https://doi.org/10.2307/2326632>
- Espinosa, C., Maquieira, C., Diaz, F. & Abarca, A. (2015). Adoption of IFRS in an emerging market: the Chilean case. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, Vol. 28 No. 4, 442-460. <https://doi.org/10.1108/ARLA-11-2014-0191>
- Fama, E., & Miller, M., (1972). *The Theory of Finance*. Dryden Press, Hinsdale, IL.
- Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets: II The comments of Fischer Black. *The Journal of Finance*, XLVI(5), 1575-1617. <https://doi.org/10.2307/2328565>

- Fama, E., French, K., 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds. *Journal of Financial Economics*, Vol.33, pp.3-56.
- Fama, E., & French, K., (1998) Value versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance*, 53, 1975-1999.
- Farrelly, G. E., Ferris, K. R., & Reichenstein, W. R. (1985). Perceived risk, market risk, and accounting determined risk measures. *Accounting Review*, 278-288.
- Fernandes, A., Da Silva, M., & Veiga, J. (2013). Análise Da Relevância Da Informação Contábil No Setor Brasileiro De Energia Elétrica No Período De 2005 a 2009: Um Estudo Comparativo Entre As Informações De Lucro E De Caixa. *Contabilidade Vista & Revista*, 24(2), 63-90.
- Fernandes, F. C., Klann, R., & Salmeron, M. (2011). A Utilidade da Informação Contábil para a tomada de decisões: uma pesquisa com gestores alunos. *Contabilidade Vista & Revista*, 22(3), 99-126.
- Fernandez, A., & González, F. (2005). How accounting and auditing systems can counteract risk-shifting of safety-nets in banking: Some international evidence. *Journal of Financial Stability*. 1. 466-500.
- Ferreira, L., & Silva, Z. (2004). A Informação Contabilística Nas Decisões Financieras das Pequenas Empresas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 36(87 a 96), 87-96.
- Ficco, C., & Sader, G. (2019). Relevancia valorativa de los intangibles: Análisis pre-NIIF y NIIF en el mercado de capitales argentino. *Capic review*, 17, 1-15.
- Foster, G., Olsen, C., & Shevlin, T. (1984). Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns. Source: *The Accounting Review*, 59(4), 574-603. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/247321>%5Cn<http://about.jstor.org/terms>
- França, J. A. (2000). Os efeitos da normatização contábil dissonante na contabilidade da informação. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 3(2).

- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327.
- Francis, J., Olsson, P., & Schipper, K. (2008). *Earnings quality*. Now Publishers Inc.
- Frankel, R., & Litov, L. (2009). Earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 47(1-2), 182-190.
- Franz, D, HassabElnaby, H., & Lobo, G., (2014). Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Review of Accounting Studies* 19, 473–505.
- Fried, D., & Givoly, D. (1982). Financial analysts' forecasts of earnings. A better surrogate for market expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 4(2), 85-107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(82\)90015-5](https://doi.org/10.1016/0165-4101(82)90015-5)
- Friedlan, J. (1994). Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemporary Accounting Research* 11, 1-31.
- Fu, F. (2009). Idiosyncratic risk and the cross-section of expected stock returns. *Journal of Financial Economics* 91, 24-37.
- Fuad, F., Juliarto, A. & Harto, P. (2019). Does IFRS convergence really increase accounting qualities? Emerging market evidence. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, Vol. 24 No. 48, 205-220. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-10-2018-0099>
- Fudenberg D., & Tirole, J. (1995). A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political Economy*, 103(1), 75-93. 10.1086/261976
- García Lara, J. M., García Osma, B., & Mora, A. (2005). The effect of earnings management on the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3-4), 691-726.
- García, T. H., & Fonseca, M. (2015). Evaluación de la utilidad de la información financiera: evidencia para empresas medianas y pequeñas de Ecuador. *Capic Review*, 13, 59-68.

- Garrod N., Giner B. & Larrán, M. (2003). The value relevance of earnings, operating cash flow and accruals: A study on UK data. *South African Journal of Accounting Research*, 17:1, 1-22.
- Garza, H., Cortez, K., Méndez, A., & Rodríguez, M. (2017). Efecto en la calidad de la información ante cambios en la normatividad contable: caso aplicado al sector real mexicano. *Contaduría y Administración*, 62(3), 746-760. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.11.012>
- Gassen J., & Fuelbier, R. U. (2015). Do Creditors prefer smooth earnings? Evidence from European Private Firms. *Journal of International Accounting Research*, 14(2), 151-180. 10.2308/jiar-51130
- Gassen, J. (2014). Causal inference in empirical archival financial accounting research. *Accounting, Organizations and Society*, 39(7), 535-544.
- Gaver, J.J., & Gaver, K.M. (1993). Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*, núm. 16, 125-160.
- Ge, W. (2006). Off-balance-sheet activities, earnings persistence and stock prices: Evidence from operating leases. University of Michigan.
- Gilliam, T.A., Heflin, F., & Paterson, J.S., (2015). Evidence that the zero-earnings discontinuity has disappeared. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 60 (1), 117-132.
- Gill-de-Albornoz, B., & Illueca, M. (2007): "La calidad de los ajustes por devengo no afecta al coste de la deuda de las PYMES españolas", *Investigaciones Económicas*, 31(1), 79-118.
- Gill-de-Albornoz, B., & Markarian, G. (2014). Income Smoothing and Idiosyncratic Volatility. Working paper. SSRN Electronic Journal.

- Giner, B. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European accounting review*, 6(1), 45-68.
- Giner, B. (2017). Información para valoración vs. rendición de cuentas, ¿son compatibles ambos objetivos? *Contaduría Universidad de Antioquia*, 0(71), 13-29.
- Giner, B., Reverte, C., & Arce, M. (1999). El papel del análisis fundamental en la investigación del mercado de capitales: análisis crítico de su evolución. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 31(114), 1111-1150.
- Giner, B., y Pardo, F., 2015. How Ethical are Managers' Goodwill Impairment Decisions in Spanish-Listed Firms? *Journal of Business Ethics*, vol. 132, issue 1, p. 21-40
- Godfrey, J., & Jones, K. (1999). Political Cost Influence on Income Smoothing via Extraordinary Item Classification. *Accounting & Finance* 39, p. 229-254.
- Gómez, F., & Católico, D. (2009). Revelación y divulgación de la información financiera y no financiera on-line de las 500 empresas más representativas en Colombia. *Cuadernos de Contabilidad*, 10(27), 269-318.
- Gómez, M. (2006). La teoría de los stakeholders y la emisión de información para todos los interesados: ¿discurso o transparencia normativa? *Contaduría Universidad de Antioquia*, 49, 95-102.
- Gonedes, N. J. (1974). Capital Market Equilibrium and Annual Accounting Numbers: Empirical Evidence. *Journal of Accounting Research*, 12(1), 26. <https://doi.org/10.2307/2490526>
- Gonedes, N. J. (1975). Risk, Information, and the Effects of Special Accounting Items on Capital Market Equilibrium. *Journal of Accounting Research*, 13(2), 220. <https://doi.org/10.2307/2490362>

- Gonedes, N. J. (1978). Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items. *Journal of Accounting Research*, 16(1), 26. <https://doi.org/10.2307/2490411>
- Gonedes, N. J., Dopuch, N., & Penman, S. H. (1976). Disclosure Rules, Information-Production, and Capital Market Equilibrium: The Case of Forecast Disclosure Rules. *Journal of Accounting Research*, 14(1), 89. <https://doi.org/10.2307/2490459>
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? *Journal of business ethics*, 121(3), 419-440.
- Goyal, A., & Santa-Clara, P. (2003). Idiosyncratic Risk Matters. *Journal of Finance*, Vol. 58, 975-1007.
- Gow, I. D., Ormazabal, G., & Taylor, D. J. (2010). Correcting for cross-sectional and time-series dependence in accounting research. *The Accounting Review*, 85(2), 483-512.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3-73.
- Grant, E. B. (1980). Market Implications of Differential Amounts of Interim Information. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 255. <https://doi.org/10.2307/2490401>
- Gray, P., Koh, P. S., & Tong, Y. H. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1-2), 51-72.
- Griffin, P. A. (1977). The Time-Series Behavior of Quarterly Earnings: Preliminary Evidence. *Journal of Accounting Research*, 15(1), 71. <https://doi.org/10.2307/2490556>
- Gu, Z., Chi-Wen Jevons, L., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24, 313-334.

- Guay, W., Kothari, S., & Watts, R. (1996). A Market-based Evaluation of Discretionary Accrual Models", *Journal of Accounting Research* 34 (Supplement), 83-105.
- Guidry, F., Leone, A., & Rock, S. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 113-142
- Gul, F. A., Chen, C. J., & Tsui, J. S. (2003). Discretionary accounting accruals, managers' incentives, and audit fees. *Contemporary accounting research*, 20(3), 441-464.
- Gulko, N., Hyde, C., & Seppala, N. (2017) Disclosure of corporate risks and governance before, during and after the global financial crisis: case study in the UK construction industry in 2006-2009. *International Journal of Disclosure and Governance* 14, 207-223. <https://doi.org/10.1057/s41310-017-0021-z>
- Gutiérrez, B., & Barrera, C. (2018). Metodología de estudio de eventos como medición del impacto del dictamen del revisor fiscal en el mercado accionario colombiano en 2009-2016. *Cuadernos de Contabilidad*, 19(47), 149-170. <https://doi.org/10.11144/Javeriana.cc19-47.meem>
- Guttentag, J. M., & Lindsay, R. (1968). "The uniqueness of commercial banks". *Journal of Political Economy*, Vol. 71, 991-1014.
- Hagerman, R. L., Zmijewski, M. E., & Shah, P. (1984). The Association between the Magnitude of Quarterly Earnings Forecast Errors and Risk-Adjusted Stock Returns. *Journal of Accounting Research*, 22(2), 526. <https://doi.org/10.2307/2490662>
- Hail, L. (2002). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, 11(4), 741-773.
- Hail, L., & Leuz, C. (2006). International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of accounting research*, 44(3), 485-531.

- Hansen, J.C. (2010). The effect of alternative goals on earnings management studies: An earnings benchmark examination. *J. Account. Public Policy* 29, 459–480.
- Harlow, W. V. (1991). Asset allocation in a downside-risk framework. *Financial analysts journal*, 47(5), 28-40.
- Harlow, W. V., & Rao, R. K. (1989). Asset pricing in a generalized mean-lower partial moment framework: Theory and evidence. *Journal of financial and quantitative analysis*, 24(3), 285-311.
- Harrison, T. (1977). Different Market Reactions to Discretionary and Nondiscretionary Accounting Changes. *Journal of Accounting Research*, 15(1), 84. <https://doi.org/10.2307/2490557>
- Hasanzade, M., Darabi, R., & Mahfoozi, G. (2014). Factors affecting the earnings response coefficient: An empirical study for Iran. *European Online Journal of Natural and Social Sciences: Proceedings*, 2(3 (s)), 2551.
- He, G. (2015). The effect of CEO inside debt holdings on financial reporting quality". *Review of Accounting Studies*, Volume 20, Issue 1, pp 501-536.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 85-107.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.
- Heinkel, R. (1982). A Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information. *The Journal of Finance*, vol. 37, núm. 5, 1141-1151.
- Herrmann, D., & Inoue, T. (1996). Income smoothing and incentives by operating condition: An empirical test using depreciation changes in Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 5, 2: 161–177.

- Herskovic, B., Kelly, B., Lustig, H., & Van Nieuwerburgh, S. (2016). The common factor in idiosyncratic volatility: Quantitative asset pricing implications, *Journal of Financial Economics*, 119 (2) 249–283.
- Hincapié, J. P. (2017). Influencias del criterio de razonabilidad en la representación contable y la toma racional de decisiones. *Contexto*, 6, 57–69. <https://doi.org/10.18634/ctxj.6v.0i.800>
- Hogan, C. E., & Wilkins, M. S. (2008). Evidence on the audit risk model: Do auditors increase audit fees in the presence of internal control deficiencies? *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 219-242.
- Hogan, W. W., & Warren, J. M. (1974). Toward the development of an equilibrium capital-market model based on semivariance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(1), 1-11.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics* 31: 3-75.
- Holthausen, R. W., & Verrecchia, R. E. (1990). The Effect of Informedness and Consensus on Price and Volume Behavior. *The Accounting Review*, 65(1), 191–208.
- Hong, H., & Stein, J. C. (1999). Differences of opinion, rational arbitrage and market crashes. NBER. Working paper.
- Horton, J., & Serafeim, G. (2010). Market reaction to and valuation of IFRS reconciliation adjustments: first evidence from the UK. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 725-751.
- Hou, K., & Loh, R. (2016). Have we solved the idiosyncratic volatility puzzle? *Journal of Financial Economics* 121, 167–194.
- Hribar, P., Kravet, T., & Wilson, R. (2014). A new measure of accounting quality. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 506-538.

- Huguet, D., & Gandía, J. (2020). Audit fees and cost of debt: differences in the credibility of voluntary and mandatory audits. *Ekonomiska Istraživanja / Economic Research*. 33. 3071-3092. 10.1080/1331677X.2019.1678501.
- IASB. (2008). Exposure Draft of An Improved Conceptual Framework for Financial Reporting. Chapters 1 and 2, London, May 2008.
- Irvine, P. (2009). Idiosyncratic Return Volatility, Cash Flows, and Product Market Competition. *Review of financial studies*, vol. 22, No. 3, p. 1149-1177.
- Ismail, B. E., & Kim, M. K. (1989). On the association of cash flow variables with market risk: further evidence. *Accounting Review*, 125-136.
- Jackson, A. (2018). Discretionary Accruals: Earnings Management... or not? *Abacus*, volume54, Issue2 Pages 136-153.
- Jaggi, B., & Baydoun, N. (2001). Evaluation of Extraordinary and Exceptional Items Disclosed by Hong Kong Companies. *Abacus* 37, p. 217-232.
- Jaggi, B., Chin, C., Lin, H., & Lee, P. (2006). Earnings Forecast Disclosure Regulation and Earnings Management: Evidence from Taiwan IPO Firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 26, p. 275-299.
- Jara-Bertin, M. & Arias Moya, J. (2013). The effect of mandatory IFRS adoption on accounting conservatism of reported earnings: Evidence from Chilean firms. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, Vol. 26 No. 1, 139-169. <https://doi.org/10.1108/ARLA-05-2013-0043>
- Jara-Bertin, M. & Sepulveda, J. P. (2016). Earnings management and performance in family-controlled firms: Evidence from an emerging economy. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, Vol. 29 No. 1, 44-64. <https://doi.org/10.1108/ARLA-08-2015-0229>.
- Jensen, M., & Meckling, H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228.
- Joy, O. M., Litzenberger, R. H., & McEnally, R. W. (1977). The Adjustment of Stock Prices to Announcements of Unanticipated Changes in Quarterly Earnings. *Journal of Accounting Research*, 15(2), 207. <https://doi.org/10.2307/2490349>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. H. (1990). Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1325-1348. <http://www.jstor.org/stable/2937761>
- Kataoka, S. (1963). A stochastic programming model. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 181-196.
- Keating, S., & Zimmerman, J. (1999). Depreciation policy changes: Tax, earnings management, and investment opportunity incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 28, 3 (December): 359-389.
- Keung, E., Lin, Z. X., & Shih, M. (2010). Does the stock market see a zero or small positive earnings surprise as a red flag? *Journal of Accounting Research*, 48(1), 91-121.
- Khurana, I., & Wang, C. (2015). Debt Maturity Structure and Accounting Conservatism. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42: 167-203.
- Kim, J., & Sohn, B. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32, 518-543.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of accounting and economics*, 17(1-2), 41-67.
- Kim, Y. S., Kim, Y., & Yi, H., (2021). "Vice or virtue? The impact of earnings management on bank loan agreements. *International Review of Economics & Finance*, Elsevier, vol. 73(C), pages 303-324.

- Kirschenheiter, M., & Melumad, N. D. (2002). Can 'big bath' and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies? *Journal of Accounting Research*, 40(3), 761-796. 10.1111/1475-679X.00070
- Konchitchki, Y., Luo, Y., Ma, M. L., & Wu, F. (2015). Accounting-based downside risk, cost of capital, and the macroeconomy. *Review of Accounting Studies*, 21(1), 1-36.
- Koonce, L., McAnally, M. L., & Mercer, M. (2005). How do investors judge the risk of financial items? *The Accounting Review*, 80(1), 221-241.
- Kormendi, R., & Lipe, R. (1987). Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *Journal of Business*, 323-345.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 105-231.
- Kothari, S. P., & Warner, J. B. (2007). Econometrics of event studies. In *Handbook of empirical corporate finance* (3-36). Elsevier.
- Kothari, S. P., & Wasley, C. (2019). Commemorating the 50-Year Anniversary of Ball and Brown (1968): The Evolution of Capital Market Research over the Past 50 Years. *Journal of Accounting Research*. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12287>
- Kothari, S. P., Ramanna, K., & Skinner, D. J. (2010). Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 50: 246-286.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>
- Krishnan, R. (2005). The effect of changes in regulation and competition on firms' demand for accounting information. *The Accounting Review*, 80(1), 269-287.
- Krishnan, G., Srinidhi, B., Su, L., 2008. Inventory Policy, Accruals Quality and Information Risk. *Review of Accounting Studies* 13, p. 369-410.

- Kun, Y., Moshe, H., & Scott, S. (2018). Income smoothing may result in increased perceived riskiness: Evidence from bid-ask spreads around loss announcements. *Journal of Corporate Finance*, Volume 48, 442-459.
- Kwon, S. S., Yin, Q. J., & Han, J. (2006). The effect of differential accounting conservatism on the “over-valuation” of high-tech firms relative to low-tech firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27, 143-173.
- Lacerda, R., Vogel, L., Almeida, O., Colauto, R., & Angotti, M. (2013). A importância da informação contábil no processo de tomada de decisão nas micro e pequenas empresas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(19), 119-140. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2013v10n19p119>
- Lam, A. (2007). Convergencia y armonización de la normativa contable: hacia la contabilidad internacional. *Contabilidad y Negocios : Revista Del Departamento Académico de Ciencias Administrativas*, 2(4), 7-15.
- Lambert, R. A. (1984). Income smoothing as rational equilibrium behavior. *Accounting review*, 604-618.
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of finance*, 16(1), 1-29.
- Lambert, R., Leuz, C. & Verrecchia, R. (2007). Accounting Information, Disclosure and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 45 (2): 385-420.
- Landsman, W. R., & Magliolo, J. (1988). Cross-Sectional Capital Market Research and Model Specification. *Accounting Review*, 63(4), 586.
- Landsman, W. R., & Maydew, E. L. (2002). Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades? *Journal of Accounting Research*, 40(3), 797-808. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00071>

- Lang, M., Lins, K. V., & Maffett, M. (2012). Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 729-774.
- Lang, M., Raedy, J. S., & Yetman, M. H. (2003). How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 363-386.
- Leland, H.E., & Pyle, D.H. (1977). Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, vol. 32, núm. 2, 371-387.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P.D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527. 10.1016/S0304-405X(03)00121-1
- Leuz, C. (2003). IAS versus US GAAP: information asymmetry-based evidence from Germany's new market. *Journal of Accounting Research*, 41(3), 445-472.
- Lev, B., & Ohlson, J. A. (1982). Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension. *Journal of Accounting Research*, 20(1982), 249. <https://doi.org/10.2307/2674685>
- Lev, B., Li, S., & Sougiannis, T. (2005). Accounting estimates: pervasive, yet of questionable usefulness.
- Lev, B., Li, S., & Sougiannis, T. (2010). The usefulness of accounting estimates for predicting cash flows and earnings. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 779-807.
- Levitt, A. (1998). The importance of high-quality accounting standards. *Accounting horizons*, 12(1), 79.
- Li, S., & Richie, N. (2016). Income smoothing and the cost of debt. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 175-190. 10.1016/j.cjar.2016.03.001
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and economics*, 45(2-3), 221-247.

- Lipe, R. (1990). The Relation between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information. *The Accounting Review*, 65(1), 49–71.
- Lobo, G. J. (1992). Analysis and comparison of financial analysts', time series, and combined forecasts of annual earnings. *Journal of Business Research*, 24(3), 269-280.
- Macedo, M. A., Machado, M. A. V., & Machado, M. R. (2013). Análise Da Relevância Da Informação Contábil No Brasil Num Contexto De Convergência Às Normas Internacionais De Contabilidade. *Revista Universo Contábil*, (83), 65–85. <https://doi.org/10.4270/ruc.2013104>
- Machado, A. Z., Flach, L., & Sallaberry, J. D. (2020). Relevância ou irrelevância dos dividendos: Uma análise com as empresas do Icon. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 11(3).
- Macías-Moncada. (2011). Referentes para la investigación contable latinoamericana: Una mirada al campo científico anglosajón. En las memorias del XVI Congreso internacional de investigación en contaduría, administración e informática, 5 al 7 de octubre. Ciudad Universitaria, México, D.F.
- Makar, Stephen & Alam, Pervaiz & Pearson, Michael. (2011). Antitrust Merger Investigations And The Quality Of Reported Earnings. *Journal of Applied Business Research (JABR)*. 14. 89. 10.19030/jabr.v14i4.5655.
- Maldonado, S., Escobar, N., & Marín, M. (2012). Divulgación de información contable-financiera en el sitio web de empresas cotizadas de Chile y México: un estudio exploratorio. *Cuadernos de Contabilidad*, 13(33), 395–431.
- Mao, J. C. (1970). Survey of capital budgeting: Theory and practice. *Journal of finance*, 349-360.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), 77-91.

- Marques, M., Rodrigues, L.L., & Craig, R. (2011). Earnings management induced by tax planning: The case of Portuguese private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* Vol. 20, No. 2, 83-96.
- Marques, L., Gonçalves, M., & Klann, R. C. (2017). Conservadorismo Contábil: Uma Comparação Entre Setores. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 9(3).
- Martinez, A. L. (2008). The effect of earnings projection revisions on stock returns in Brazil. *Brazilian Business Review*, 5(2), 121-135.
- Martínez-Ferrero, J., Garcia-Sanchez, I., & Cuadrado-Ballesteros, B. (2015). Effect of Financial Reporting Quality on Sustainability Information Disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22, 45-64.
- Martins, E., Martins, V. A., & Martins, É. A. (2007). Normatização contábil: ensaio sobre sua evolução e o papel do CPC. *Revista de Informação Contábil*, 1(1), 7-30.
- Matsumoto, D. A. (2002). Management's Incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review*. 77(3): 483-514.
- May, R. G. (1971). The Influence of Quarterly Earnings Announcements on Investor Decisions as Reflected in Common Stock Price Changes. *Journal of Accounting Research*, 9, 119. <https://doi.org/10.2307/2490094>
- McVay, S. (2006). Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. *The Accounting Review*, 81, 3 (May): 501-531.
- Mazzioni, S., & Klann, R. C. (2016). Determinantes da qualidade da informação contábil no contexto internacional. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(29), 03. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2016v13n29p3>
- Mazzioni, S., Diel, F. J., & de Oliveira, J. M. S. (2016). Attributes of the Quality of Accounting Information in Firms that Participate in the Brazilian Stock Market. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 19(2), 230-253.

- McNichols, M. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77, 61-69.
- Medina, C. (2015). Conservadurismo contable, concentración de propiedad y estructuras piramidales: el caso de Chile. *Estudios de Administración*, 22(1).
- Menéndez Requejo, S. (1999). Riesgo moral y selección adversa en la decisión de endeudamiento. IX Congreso Nacional ACEDE.
- Merton, R.C. (1974). On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates. *The Journal of Finance*, 29: 449-470.
- Michaely, R., Rubin, A., & Vadrashko, A. (2016). Further evidence on the strategic timing of earnings news: Joint analysis of weekdays and times of day. *Journal of Accounting and Economics*, 62(1), 24-45.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.04.002>
- Miller, K. D., & Reuer, J. J. (1996). Measuring organizational downside risk. *Strategic Management Journal*, 17(9), 671-691.
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, vol. 68, núm. 3, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, vol. 53, no. 3, American Economic Association, 433-492, 1963.
- Morais C., Amorim, K., Viana, D., Domingos, S., Ponte, V. (2019). Accounting Information Quality of Latin American Firms: The Influence of The Regulatory Environment. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*. 7(2), 41-60 DOI: 10.22478/ufpb.2318-1001.2019v7n2.41086
- Moreira, A., & Reginato, L. (2008). Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. *Universo Contábil*, 4(3), 1-46. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20084>

- Moura, G. D., de Zanchi, M. M., Mazzioni, S., Macêdo, F. F. R. R., & Krueger, S. D. (2017). Determinantes da Qualidade da Informação Contábil em Grandes Companhias Abertas Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 11(3), 329-346. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i3.1572>
- Muñoz, O. (2011). La información contable prospectiva. Consideraciones para el uso de la información interna en la elaboración de estados prospectivos. *Contabilidad y Decisiones*, (3).
- Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, núm. 13, 187-221.
- Nartea, G.V., Ward, B., & Yao, L. (2011). Idiosyncratic volatility and cross-sectional stock returns in Southeast Asian stock markets. *Accounting and Finance* 51, 1031-1054.
- Nartea, G., Wu, J., & Liu, Z. (2013). Does Idiosyncratic Volatility Matter in Emerging Markets? Evidence from China. *Journal of International Financial Markets Institutions and Money*. 27. 137-160.
- Nascimento, H. H. V., Botelho, D. R., & Lima, D. V. (2011) convergência às normas internacionais de contabilidade governamental: análise e comparação das estruturas das normas brasileiras atuais e propostas. *Revista de Informação Contábil*, 5(2), 21-42.
- Nichols, C., & Wahlen, J. (2004). How Do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence. *Accounting Horizons*. 18. 263-286.
- NIIF Informe Técnico. (2022). Norma Internacional de Información Financiera 13. Medición del Valor Razonable. <https://www.ctcp.gov.co/proyectos/contabilidad-e-informacion-financiera/documentos-organismos-internacionales/compilacion-marcos->

- [tecnicos-de-informacion-financi/1534363802-6328#:~:text=24%20El%20valor%20razonable%20es,salida\)%20independienteme nte%20de%20si%20ese](#)
- Nini, G., D.C. Smith, A., & Sufi, A. (2009). Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics* 92(3), 400-420.
- O'Brien, P. C. (1988). Analysts' forecasts as earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 10(1), 53-83. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(88\)90023-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(88)90023-7)
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book-values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(11), 661-687.
- Ohlson, J. A., & Zhang, X. J. (1998). Accrual accounting and equity valuation. *Journal of Accounting Research*, 36, 85-111.
- Okafor, C. A., & Ogedu, K. (2011). Potential effects of the adoption and implementation of international financial accounting standards (IFRS) in Nigeria. *Jorind*, 9(2), 345-358.
- Olsen, R. A. (1997). Investment risk: The experts' perspective. *Financial Analysts Journal*, 53(2), 62-66.
- Ospina, G., & Gil, O. (1990). Las cualidades de la información contable en Colombia. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 16, 99-141.
- Ospina, J., & Villaquirán, C. (2010). La utilidad de la información contable en el proceso de cambio organizacional . Un estudio de caso. 105-136.
- Patell, J. M. (1976). Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Test. *Journal of Accounting Research*, 14(2), 246. <https://doi.org/10.2307/2490543>
- Patell, J. M., & Wolfson, M. A. (1982). Good News, Bad News, and the Intraday Timing of Corporate Disclosures. *The Accounting Review*, 57(3), 509-527. <https://doi.org/10.2469/faj.v31.n1.52>

- Pastor, L., & Veronesi, P. (2003). Stock valuation and learning about profitability. *Journal of Finance* 58, 1749–1789.
- Paulo, E. P., & Leme, J. R. (2009). Gerenciamento De Resultados Contábeis E O Anúncio Dos Resultados Contábeis Pelas Companhias Abertas Brasileiras. *Universo Contábil*, 5(4), 27–43. <https://doi.org/10.4270/ruc.2009429>
- Penman, S.H. (2010). Financial Forecasting, Risk and Valuation: Accounting for the Future. *Abacus* 46 (2), 211-228. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2010.00316.x>
- Penman, S. H., & Zhang, X. J. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The accounting review*, 77(2), 237-264.
- Pérez, V. G., & Pinto, G. R. (2015). Evaluación cualitativa del conservadurismo contable en Chile. *Capic Review*, 13, 79-88.
- Piotroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 1-41.
- Pompa, M., & Soares, R. (2008). Divulgação de informações sobre ativos intangíveis e sua utilidade para analistas de investimentos. *Universo Contábil*, 4(4). <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Porter, R. B. (1974). Semivariance and stochastic dominance: A comparison. *The American Economic Review*, 200-204.
- Potin, S. A., Bortolon, P. M., & Neto, A. S. (2016). Hedge accounting in the Brazilian stock market: Effects on the quality of accounting information, disclosure, and information asymmetry. *Revista Contabilidade e Finanças*, 27(71), 202–216. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201602430>
- Pownall, G., & Waymire, G. (1989). Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices: Evidence from Management Earnings Forecasts, 1969-73. *Journal of Accounting Research*, 27(2), 227. <https://doi.org/10.2307/2491233>

- Rahman, A., Perera, H., & Ganesh, S. (2002). Accounting practice harmony, accounting regulation and firm characteristics. *Abacus*, 38(1), 46-77.
- Rathke, A., Fátima Santana, V., Estima Costa, I. & Zoboli Dalmácio, F. (2016). International Financial Reporting Standards and Earnings Management in Latin America. *Revista de Administração Contemporânea* [online]. v. 20, n. 3 368-388. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2016140035>.
- Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 1-20.
- Raonic, I., Mcleay, S., & Asimakopoulos, I. (2004). The Timeliness of Income Recognition by European Companies: An Analysis of Institutional and Market Complexity. *Journal of Business Finance & Accounting* 31, p. 115-148.
- Rezende, A. J. (2005). A relevância da informação contábil no processo de avaliação de empresas da nova e velha economia-uma análise dos investimentos em ativos intangíveis e seus efeitos sobre value-relevance do lucro e patrimônio líquido. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 33-52.
- Ribeiro, M. (2002). Informações contábil-financeiras e custo de captação em mercados de bonds. *Revista Contabilidade & Finanças*, 13(30), 54-70. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772002000300005>
- Ribeiro, O., & Shiguero, A. (2006). Emissões públicas de ações, volatilidade e insider information na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 25-36. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772006000100003>
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of accounting and economics*, 39(3), 437-485.
- Ricks, W. (1982) The Market's Response to the 1974 LIFO Adoptions. *Journal of Accounting Research* 20 (1982): 367-87.

- Riedl, E., & Serafiem, G. (2011). Information Risk and Fair Values: An Examination of Equity Betas. *Journal of Accounting Research*, 49(4), 1083-1122
- Rodrigues, J. M., Elias, W. G., & Campos, E. S. (2015). Relevância da Informação Contábil: uma análise dos efeitos da contabilização dos gastos com pesquisa e desenvolvimento com a aplicação da Lei 11.638/07 no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 7(3).
- Rodríguez, K., Méndez A., & Garza, H., (2017). Does an IFRS adoption increase value relevance and earnings timeliness in Latin America? *Emerging Markets Review*, Volume 30, 2017, 155-168.
- Rodríguez, J. (2018). Elementos clave para definir el concepto de utilidad en la información financiera. *Actualidad Contable FACES*, 1(36), 136-150.
- Rogers, J. L., Skinner, D. J., & Van Buskirk, A. (2009). Earnings guidance and market uncertainty. *Journal of Accounting and Economics*, 48(1), 90-109. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.07.001>
- Ronen, J., & Sadan, S. (1981). *Smoothing income numbers: Objectives, means, and implications*. Addison-Wesley Publishing Company.
- Ross, S.A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive- Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, núm. 8, 23-40.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. (2005). *Corporate finance*. McGraw-Hill Inc.7th Ed.
- Roy, A. D. (1952). Safety first and the holding of assets. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 431-449.
- Saaty, T.L. (1980): *The Analytic Hierarchy Process*. McGraw-Hill, New York.
- Saavedra, M., & Saavedra, M. (2015). Investigación contable en Latinoamérica. *Actualidad Contable FACES*, 18(31), 99-121.

- Sadka, R. (2006). Momentum and post-earnings-announcement drift anomalies: The role of liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 309-349. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.04.005>
- Sadka, R. (2011). Liquidity risk and accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, 52(2-3), 144-152.
- Sánchez, F., Giner, B. & Gill de Albornoz-Noguer, B. (2022). "The effect of mandatory adoption of IFRS on the magnitude of accruals", *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, Vol. 35 No. 1, 1-19. <https://doi.org/10.1108/ARLA-01-2021-0021>
- Sanz, C. J., & Bernal, J. A. (2008). Un análisis de la transparencia informativa por medio de las páginas web corporativas. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 52(1), 85-104. <https://doi.org/10.4067/S0718-34372009000100001>
- Saona, P., & Muro, L. (2018). Firm-and country-level attributes as determinants of earnings management: An analysis for Latin American firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(12), 2736-2764.
- Sarlo, A., Campanharo, A., Loss, L., & Broedel, A. (2005). O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(37), 46-58. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772005000100004>
- Sarlo, A., Lopes, A., & Dalmácio, F. (2010). A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. *Base - Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*, 7(4), 301-314. <https://doi.org/10.4013/base.2010.74.04>
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting horizons*, 17, 97-110.

- Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73(4), 459-474. <http://www.jstor.org/stable/248186>
- Sevin, S., & Schroeder, R. (2005). Earnings Management: Evidence from SFAS No. 142 Reporting. *Managerial Auditing Journal* 20, p. 47-54.
- Shi, C., & Zhang, S. (2007). Accounting restatements and the cost of debt capital. Disponible en: <http://www.capana.net/download/confpaper1.pdf>
- Shuto, A. (2007). Executive Compensation and Earnings Management: Empirical Evidence from Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 16, p. 1-26.
- San Martin, J. M. (2018). The effect of ownership composition on earnings management: evidence for the Mexican stock exchange. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, Vol. 23 No. 46, 289-305. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-01-2017-0011>
- Sierra, E. M. G. (2001). Evolución de la normativa contable en Colombia. *Innovar: Revista de ciencias administrativas y sociales*, 47-65.
- Silva, A. F., Macedo, M. A. da S., & Marques, J. A. V. da C. (2012). Análise Da Relevância Da Informação Contábil No Setor Brasileiro De Energia Elétrica No Período De 2005 a 2007: Uma Discussão Com Foco Nas Variáveis LI, Fco E Ebitda. *Revista Universo Contábil*, (21), 06-24. <https://doi.org/10.4270/ruc.2012210>
- Simões, M. D., Macedo-Soares, T. D. L., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2012). Assessment of market efficiency in Argentina, Brazil and Chile: an event study of mergers and acquisitions. *BAR-Brazilian Administration Review*, 9(2), 229-245.
- Skinner, D. J. (1994). Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research*, 32(1), 38. <https://doi.org/10.2307/2491386>

- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, 71(3), 289–315. <https://doi.org/10.2469/dig.v27.n1.5>
- Slovic, P. (1987). Perception of Risk. *Science*, 236, 4799, 280-285
- Speroni, M. C. (2013) o que determina o desenvolvimento do sistema de informação contábil nas pequenas e médias empresas? Análise do caso argentino. *Revista de Informação Contábil*, 7(2), 19-38.
- Stein, J. (1992). Convertible bonds as backdoor equity financing. *Journal of Financial Economics* 32, 3–21, August.
- Stober, T. (1992). Summary financial statement measures and analysts' forecasts of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 15, 347–372.
- Strong, N., & Walker, M. (1993). The explanatory power of earnings for stock returns. *Accounting Review: A Quarterly Journal of the American Accounting Association*, 68(2), 385–399. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/248407>
- Subramanyam, K. R., & Wild, J. J. (1996). Going-concern status, earnings persistence, and informativeness of earnings. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 251-273.
- Sunder, S. (1973). Relationship between Accounting Changes and Stock Prices: Problems of Measurement and Some Empirical Evidence. *Journal of Accounting Research*, 11, 1. <https://doi.org/10.2307/2490025>
- Sweeney, A., (1994). Debt Covenant Violations and Managers' Accounting Responses." *Journal of Accounting and Economics* 17, 281–308
- Hang, T. Y., & Firth, M. (2012). Earnings persistence and stock market reactions to the different information in book-tax differences: Evidence from China. *The International Journal of Accounting*, 47(3), 369-397.

- Tarca, A. (2004). International convergence of accounting practices: Choosing between IAS and US GAAP. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15(1), 60-91.
- Telser, L. G. (1955). Safety first and hedging. *The Review of Economic Studies*, 23(1), 1-16.
- Thomas, J., & Zhang, X. (2000). Identifying Unexpected Accruals: A Comparison of Current Approaches, *Journal of Accounting and Public Policy* 19(4), 347-376.
- Teoh, S. H., Wong, T. J., & Rao, G. R. (1998). Are accruals during initial public offerings opportunistic? *Review of accounting studies*, 3(1), 175-208.
- Terreno, D. (2010). Modelo Ohlson (1995): una comprobación empírica para Argentina. *Contabilidad y Decisiones*, (2).
- Tse, K. S., Uppal, J., & White, M. A. (1993). Downside risk and investment choice. *Financial Review*, 28(4), 585-605.
- Tucker, J.W., & Zarowin, P.A. (2006). Does income smoothing improve earnings informativeness? *The Accounting Review*, 81(1), 251-270.
10.2308/accr.2006.81.1.251
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *The Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 297-323.
- Valle, C. (2016). Literature review of earnings management: Who, why, when, how and what for? *Finnish Business Review*. Disponible en: <http://verkkolehdet.jamk.fi/finnish-business-review/files/2016/03/FBR-2015-5.pdf>
- Vander Bauwhede, H., De Meyere, M., & Van Cauwenberge, P. (2015). Financial reporting quality and the cost of debt of SMEs. *Small Business Economics* Volume 45, Issue 1, pp 149-164.

- Vásquez, N., & García, D. A. (2012). La relevancia de la información financiera en la valoración del precio de las acciones de Chile y México. *Estudios de Administración*, 19(1).
- Vassalou, M., & Xing, Y. (2004). Default risk in equity returns. *The journal of finance*, 59(2), 831-868.
- Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. V. (2008). The risk perceptions of individual investors. *Journal of Economic Psychology*, 29(2), 226-252.
- Verdi, R. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=930922>
- Verón, C. S., & Marcolini, S. B. (2017). Evolución del conservadurismo de balance en Argentina y Chile: la incidencia de las NIIF. *Capic Review*, 15, 87-97. <https://doi.org/10.35928/cr.vol15.2017.16>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 97-180.
- Viegas, J. C. (2009). La administración y la contabilidad. Información contable proyectada o prospectiva. *SaberEs*, (1).
- Viegas, J., & Pérez, J. (2009). Un modelo para el análisis de calidad y riesgo de la información contable prospectiva. *Contabilidad y Decisiones*, (1), 11-32.
- Viegas, J., Rial, L., & Gajst, I. (2000). La información prospectiva: proyecciones o pronósticos. *Contabilidad y Auditoría*, 6(12), 26 Págs.
- Vílchez, P. (2008). La armonización de normas contables en los países de America. *Revista Del Departamento Académico de Ciencias Administrativas*, 5(3), 5-10.
- Vozlyublennaia, N. (2013). Do firm characteristics matter for the dynamics of idiosyncratic risk? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 27, 35-46.

- Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, 43:4, 445-481..
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112-134. <http://www.jstor.org/stable/245729>
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. (1990). Positive Accounting Theory: A ten-year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- Watts, R. L., & Leftwich, R. W. (1977). The Time Series of Annual Accounting Earnings. *Journal of Accounting Research*, 15(2), 253. <https://doi.org/10.2307/2490352>
- Waymire, G. (1984). Additional Evidence on the Information Content of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 22(2), 703. <https://doi.org/10.2307/2490672>
- Wei, S., & Zhang, C. (2006). Why Did Individual Stocks Become More Volatile? *The Journal of Business*, 79(1), 259-292.
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary accounting research*, 11(2), 801-827.
- Whittred, G., & Chan, Y. (1992). Asset revaluation and the mitigation of undervaluation. *Abacus*, 28, 1 (March): 58-73.
- Wilson, G. P. (1986). The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date. *Journal of Accounting Research*, 24, 165. <https://doi.org/10.2307/2490736>
- Wilson, G. P. (1987). The Incremental Information Content of the Accrual and Funds Components of Earnings After Controlling for Earnings. *The Accounting Review*, 62(2), 293. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/247928>.

- Wirth, M. (1999). Posible Contribución De La Teoría Contable Para La Determinación Del Valor De Una Empresa. *Contabilidad y Auditoría*, 0(9), 34 Págs.
- Wittenberg-Moerman, R., 2008. The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt trading: evidence from the secondary loan market. *Journal Accounting and Economics* 46, 240–260.
- Xie, H. (2001). The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review*, 76(3), 357–373. <https://doi.org/10.2308/accr.2001.76.3.357>
- Xu, Y., & Malkiel, B. (2003). Investigating the Behavior of Idiosyncratic Volatility. *The Journal of Business*, 76(4), 613-645.
- Yokoyama, K. Y., Baioco, V. G., Rodrigues Sobrinho, W. B., & Sarlo Neto, A. (2015). A Influência do Tamanho da Empresa na Informação Contábil: Evidências em Empresas Large Caps e Small Caps Listadas na BM&FBovespa. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 9(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v9i3.1275>
- Zeff, S. A. (1985). Evolución de la Teoría Contable. La investigación empírica. *Contaduría Universidad de Antioquia*, (6), 25-54.
- Zeghal, D., & Meriem, E. (2016). The Effect of the 2007/2008 Financial Crisis on Enterprise Risk Management Disclosure of Top US Banks. *Journal of Modern Accounting and Auditing*. 12. 10.17265/1548-6583/2016.01.003.
- Zhang, I. X., & Zhang, Y. (2018). Insider trading restrictions and insiders' supply of information: evidence from earnings smoothing. *Contemporary Accounting Research*, 35(2), 898-929.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal Accounting and Economics* 45, 27–54.
- Zóboli, F., & Rezende, A. (2008). A relação entre o timeliness e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa: evidências no mercado

acionário brasileiro. BASE Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos, 5(3), 163–174. <https://doi.org/10.4013/base.20083.01>