



**UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN**  
**DEPARTAMENTO DE GESTIÓN EMPRESARIAL**  
**Ingeniería Comercial**

**RELACIÓN ENTRE LA GESTIÓN DE GANANCIAS Y EL RIESGO  
CORPORATIVO EN LATINOAMÉRICA**

Tesis para optar al título profesional de Ingeniero Comercial



POR: René S. Garcías Molina

Profesor Guía: Jorge A. Muñoz Mendoza

Marzo, 2021

Los Ángeles, Chile



Se autoriza la reproducción total o parcial, con fines académicos, por cualquier medio o procedimiento, incluyendo la cita bibliográfica del documento.



*A mi madre Paola y a mi padre René*

*A mis hermanas Pamela y Carla*

*A mi hermano Francisco*

*A mi madrina Blanca*

*A mi profesor de tesis Jorge*

*René S. Garcías Molina*

## AGRADECIMIENTOS

A mis padres *René y Paola*, por darme la vida, quererme mucho, creer siempre en mí y en mis habilidades. Sin duda, cada uno de mis logros se los debo a ellos. Papá y Mamá, muchas gracias.

A mi profesor guía *Jorge Muñoz*, por todo el apoyo y la oportunidad de trabajar con usted, por todos los consejos y conocimiento entregado, estaré siempre agradecido.

A mi hermanos *Pamela, Carla y Francisco*, que son sin duda unas de mis más grandes motivaciones en la vida.

A mi madrina *Blanca*, por cada uno de los consejos que me ha dado a lo largo de los años, por su paciencia e infinito cariño.

A mis amigos *Alejandra Contreras, Clara Araneda, M. Isabel Kuncar, Alejandro Burkhardt, Leonardo Contreras y Sebastián Pulgar*, porque sin ustedes mi paso por la universidad no hubiese sido lo mismo. Les debo muchos amigos.

A mi amiga del alma *Patricia Sepúlveda*, por soportarme siempre, por estar siempre cuando más te he necesitado, por enseñarme a ser mejor persona, por bancarme en cada una de mis ideas no muy cuerdas. Me quedo corto de palabras para decirte todo lo que significas para mí. Muchas gracias.

*René S. Garcías Molina*

## Tabla de Contenido

Tabla de Contenido .....	4
Índice de Tablas .....	5
1. Introducción .....	8
2. Marco teórico e hipótesis .....	11
2.1 Efectos de las prácticas de AEM sobre el riesgo corporativo .....	11
2.2 Efectos del desarrollo institucional y financiero sobre el riesgo empresarial .....	14
3. Datos y métodos .....	16
3.1 Muestra de datos .....	16
3.2 Metodología econométrica .....	18
4. Resultados empíricos .....	21
4.1 Tabla de descripción .....	21
4.2 Efecto de la gestión de ganancias sobre el riesgo empresarial ...	23
4.3 Efecto del desarrollo institucional y financiero sobre el riesgo empresarial .....	25
5. Discusión .....	28
6. Conclusiones .....	30
Referencias .....	31

## Índice de Tablas

3.1 Variables .....	17
4.1 Estadística descriptiva.....	22
4.2 Efecto de la gestión de ganancias sobre el riesgo empresarial .....	24
4.3 Impacto del entorno institucional sobre el riesgo empresarial .....	26
4.4 Impacto del desarrollo financiero en el riesgo empresarial .....	26



# **Relación entre la gestión de ganancias y el riesgo corporativo en Latinoamérica**

René S. Garcías Molina

## **Resumen**

Analizamos los efectos de las prácticas de gestión de ganancias y del desarrollo institucional y financiero sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas. Usamos el estimador de Arellano y Bond (1991) para un panel de datos compuesto de 914 empresas entre 2005 y 2017. Los resultados indican que las prácticas de gestión de ganancias incrementan significativamente el riesgo corporativo. El efecto no lineal sugiere que el impacto de estas actividades depende del nivel y dirección de la manipulación contable. El desarrollo institucional y financiero reduce el riesgo corporativo. El desarrollo institucional puede mitigar el impacto de la gestión de ganancias sobre el riesgo corporativo. Estos resultados tienen implicancias relevantes para firmas, inversionistas y formuladores de política de países Latinoamericanos.

Palabras claves: *riesgo corporativo, gestión de ganancias, entorno institucional, desarrollo financiero.*

# **Relationship between earnings management and corporate risk in Latin America**

René S. Garcías Molina

## **Abstract**

We analyze the effects of accrual-based earnings management practices, and the institutional and financial development on corporate risk of the Latin American companies. We use the Arellano and Bond (1991) estimator for panel data for 914 companies between 2005 and 2017. The results indicate that earnings management significantly increases corporate risk. Its non-linear effect suggests that the impact of earnings management on corporate risk depends on the level and direction of the accounting manipulation. Higher institutional and financial development systemically reduce the risk of Latin American companies. Institutional development can mitigate the accounting manipulation on corporate risk. These results have relevant implications for firms, investor and policymaker of Latin American countries.

**Keywords:** *corporate risk, earnings management, institutional environment, financial development.*



# Capítulo 1

## Introducción

El riesgo corporativo en los mercados latinoamericanos es un foco de investigación relevante. La baja protección legal para los inversores, la alta concentración de la propiedad y los gobiernos corporativos frágiles facilitan las prácticas de gestión de ganancias basadas en valores devengados (AEM). Sin embargo, sus efectos sobre el riesgo empresarial no se han investigado en estos mercados.

Las prácticas de AEM representan la manipulación contable de los estados financieros (Shen & Chih, 2007). La relación entre el AEM y el riesgo corporativo no muestra consenso. Algunos estudios empíricos apoyan que las prácticas de AEM son una fuente de mayor riesgo generado por las debilidades del gobierno corporativo de la empresa (Bedard & Johnstone, 2004), pero otras investigaciones proponen que los gerentes manipulan las ganancias para reducir el riesgo asociado con el crecimiento de una empresa o el incumplimiento potencial de los contratos de deuda (Chen, Tseng & Hsieh, 2015). Este hecho supondría que las prácticas de AEM podrán tener un efecto no lineal sobre el riesgo empresarial que depende del tipo o dirección de manipulación contable. Esta relación no ha sido explorada en los mercados latinoamericanos y las implicancias de su análisis podrían ser relevantes para el gobierno corporativo y el control gerencial de las empresas.

El desarrollo institucional y financiero también puede determinar sistemáticamente el riesgo corporativo de las empresas. Los estudios empíricos destacan que un mayor desarrollo institucional y financiero promueve la inversión extranjera directa, reduce las restricciones financieras de las empresas y reduce sistemáticamente el riesgo empresarial (Lerskullawat, 2019). Estudios más recientes también destacan que dicho desarrollo puede condicionar las prácticas de AEM por parte de los gerentes (Saona & Muro, 2018; Muñoz, Sepúlveda, Veloso & Delgado, 2020). Esto significaría que el desarrollo institucional y financiero podría afectar el impacto de AEM en el riesgo de las empresas. Dado el bajo desarrollo del mercado latinoamericano en esta área, las mejoras institucionales y financiera podrían tener un impacto relevante en el riesgo de las empresas y en el rol de

las AEM sobre él (Jeanjean & Stolowy, 2008). Sin duda, el análisis de estas relaciones podría tener implicancias relevantes para el diseño de normativas orientadas al fortalecimiento institucional y financiero de la región, y así mejorar el gobierno corporativo de las empresas.

Por tanto, el objetivo de esta investigación es analizar el efecto de AEM, así como el desarrollo institucional y financiero sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas. La contribución del artículo a la evidencia empírica para los mercados emergentes se indica en dos puntos. Primero, evaluamos el impacto de AEM en el riesgo corporativo. Además, analizamos el potencial efecto no lineal de estas prácticas sobre el riesgo corporativo. En segundo lugar, analizamos el efecto de mitigación del desarrollo institucional y financiero en la relación entre AEM y riesgo corporativo.

Utilizamos una muestra de 914 empresas latinoamericanas del período 2005-2017, extraída de la base de datos de Economática®. Las cualidades institucionales y financieras de los países se obtuvieron de las bases de datos del Banco Mundial. Nuestros resultados indican que las AEM tienen un efecto positivos y no lineal sobre el riesgo corporativo. La forma de U invertida sugiere que el efecto positivo inicial de las AEM sobre el riesgo corporativo se revierte para acumulaciones discrecionales positivas más altas. Este segundo efecto implica que los administradores utilicen acumulaciones discrecionales positivas como una estrategia destinada a reducir el riesgo corporativo. Un mayor desarrollo institucional y financiero reduce el riesgo empresarial. Sin embargo, solo el desarrollo institucional puede mitigar el impacto de las AEM en el riesgo corporativo de las empresa. Estos resultados son relevantes para inversores y reguladores. Nuestros resultados permiten a estos grupos de interés evaluar los efectos de la manipulación contable sobre el riesgo corporativo. Para los reguladores, proporcionamos evidencia para el diseño de regulaciones destinadas a fortalecer el desarrollo institucional y financiero como un medio de reducción de riesgos.

Este artículo está estructurado de la siguiente manera. La sección 2 presenta un revisión de literatura sobre la relación entre AEM, desarrollo institucional y financiero con el riesgo corporativo. Esta sección incluye también, las

hipótesis de investigación. La Sección 3 presenta los datos y las metodologías de análisis, mientras que la Sección 4 muestra los resultados obtenidos. Finalmente, la Sección 5 presenta las conclusiones e implicaciones de esta investigación.



## Capítulo 2

### Marco teórico e hipótesis

#### 2.1. Efectos de la práctica de AEM sobre el riesgo corporativo

La literatura empírica sobre la gestión de utilidades distingue dos tipos de prácticas en esta área: la gestión de utilidades basada en valores devengados (AEM) y la gestión de utilidades reales (REM). AEM corresponde a una alteración deliberada y discrecional de la información financiera a través de devengos de ganancias que no alteran los flujos de efectivo (Shen & Chih, 2007). REM corresponde a la manipulación contable a través de inversiones reales o actividades de producción o decisiones que alteran el flujo de caja (Roychowdhury, 2006). Normalmente, AEM puede camuflarse dentro de las operaciones normales de las empresas y esto hace que REM sea más difícil de detectar por inversores externos. Por esta razón, utilizamos AEM porque su impacto en el riesgo sería más relevante para el mercado, los inversores externos y los acreedores (Agustia, Abdi, & Permatasari, 2020). La AEM está estrechamente relacionada con los conflictos de agencia, las debilidades del gobierno corporativo de las empresas y la redistribución de la riqueza entre los accionistas (Jensen & Meckling, 1976; Bedard y Johnstone, 2004). Los estudios empíricos indican que AEM se utiliza para aumentar las compensaciones gerenciales (Holthausen, Larcker y Sloan, 1995); altera la percepción del mercado sobre el valor de la empresa (Teoh, Welch y Wong, 1998); reducir el pago de impuestos (Guenther, 1994), facilitar el fraude financiero (Ullah, Massoud y Scholnick, 2014); evitar los costos de la quiebra (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1996) e incluso aprovechar las regulaciones estatales (García, Gil-de-Albornoz, & Gisbert, 2005).

La relación entre las prácticas de AEM sobre riesgo corporativo se ha analizado desde diferentes perspectivas como la asimetría de la información (Lu, Chen & Liao, 2010), los errores de predicción de los analistas (Güntay & Hackbarth, 2010) y la calidad de la información financiera divulgada (Kjaerland, Haugdal, Søndergaard & Vågslid, 2020). El debate sobre cómo AEM afecta el riesgo empresarial no tiene un consenso claro. Varios estudios han demostrado que AEM aumenta el riesgo empresarial. Neffati, Ben y

Schalck (2011) analizaron 222 empresas estadounidenses entre 1994 y 2001 y corroboraron esta relación. Estos autores sostienen que la fragilidad del gobierno corporativo, reflejada en prácticas de manipulación contable y la posibilidad de expropiar la riqueza de los accionistas, promueve acumulaciones discrecionales que aumentan el riesgo de las empresas. Más recientemente, Chang, Wang, Chiu y Huang (2015) y Datta, Iskandar-Datta y Singh (2017) apoyan este resultado, indicando que el efecto positivo de la EM es transversal a diferentes medidas de riesgo idiosincrásicas. Huang, Chung, Chiu y Chen (2015) advierten que la relación positiva entre AEM y riesgo corporativo se acentúa más en empresas con bajas compensaciones gerenciales y altas oportunidades de crecimiento. Los autores apoyan que estas condiciones aumentan el riesgo de quiebra. Por lo tanto, las acumulaciones discrecionales moderadas y positivas también pueden aumentar el riesgo corporativo si se incrementan las ganancias para lograr un crecimiento objetivo y una mejor evaluación del mercado (Bernard y Skynner, 1996; Richardson, Tuna y Wu, 2002).

Otros estudios agregan que los devengos discrecionales negativos también pueden aumentar el riesgo corporativo. Qin y Ren (2017) agregan que esta relación positiva se debe a que el incentivo de los gerentes para defraudar exacerba las acumulaciones discrecionales negativas, que aumentan el riesgo corporativo. Este hecho ocurriría a pesar de que la empresa posee los medios de ayuda financiera para hacer frente a un posible incumplimiento. Estos efectos son percibidos por el mercado a través de mayores diferenciales de bonos (Chen et al., 2015) o rendimientos anormales de acciones (DuCharme, Malatesta y Sefcik, 2004). Por esta razón, Agustia, Abdi y Permatasari (2020), en un análisis de 1068 empresas indonesias, concluyeron que el riesgo corporativo es más relevante para los inversores externos que para los accionistas internos.

La evidencia empírica indica que AEM puede incrementar el riesgo corporativo a través de devengos discrecionales positivos o negativos porque estas prácticas acentúan la asimetría de información. Sin embargo, esta relación no ha sido investigada en los mercados latinoamericanos. Estos países ofrecen poca protección a los derechos de los inversores. Por tanto, analizar el impacto de AEM sobre el riesgo empresarial puede tener



implicaciones en las decisiones de inversión de los inversores externos, e incluso en la calidad del gobierno corporativo de las empresas. Por tanto, formulamos esta hipótesis:

*H1: AEM tiene un efecto positivo sobre el riesgo corporativo.*

Otras investigaciones indican que AEM reduce el riesgo corporativo a través de acumulaciones discretionales positivas. Algunos estudios coinciden en que esta relación negativa se debe a que los gerentes tienen incentivos para manipular las ganancias de la empresa para reducir el efecto de las oportunidades de crecimiento de la empresa (Jaggi & Lee, 2002). McNichols y Stubben (2008) añaden que estas prácticas reducen las expectativas de los inversores con respecto al potencial de crecimiento de la empresa. Sin embargo, otros estudios sostienen que los administradores alterarían la información financiera para reducir su riesgo y la probabilidad de incumplimiento de la deuda. Sweeney (1994), en un estudio empírico para 130 empresas estadounidenses, señaló que AEM altera los criterios contables sobre depreciación, inventarios e ingresos, para evitar el incumplimiento de los contratos de deuda. Esta manipulación permite a los gerentes reducir las estimaciones de los demandantes de la empresa sobre la volatilidad de las ganancias y la evaluación de la probabilidad de quiebra. Otros estudios empíricos coinciden con estos argumentos (DeFond & Jiambalvo, 1994; Jha, 2013). Incluso la reducción del riesgo puede permitir a las empresas que manipulan las ganancias acceder a préstamos con costos más bajos y reducir su costo de capital (Lambert, Leuz y Verrecchia, 2007). Esta evidencia revela que AEM es un medio que utilizan los gerentes para reducir el riesgo específico de la empresa, el costo de financiamiento y limitar las consecuencias negativas en el precio de las acciones debido a la sobrevaloración de las oportunidades de crecimiento. La falta de consenso observada en la literatura empírica podría explicarse por un efecto no lineal de AEM sobre el riesgo empresarial. Charitou, Lambertides y Trigeorgis (2011) estudiaron 15049 empresas estadounidenses y demostraron que el impacto de AEM en el riesgo corporativo no es lineal y depende de la dirección o el tipo de acumulación discrecional. Este hecho aún no ha sido cubierto a través de la literatura para los mercados latinoamericanos y sus

implicaciones son relevantes para el gobierno corporativo y el inversionista de las empresas. Por tanto, nuestra segunda hipótesis es:

*H2: AEM tiene un efecto no lineal sobre el riesgo corporativo*

## *2.2. Efectos del desarrollo institucional y financiero sobre el riesgo empresarial*

El desarrollo institucional y financiero puede ser un determinante sistémico del riesgo empresarial. Incluso sus efectos pueden atenuar el efecto de la AEM sobre el riesgo de las empresas. Para los mercados latinoamericanos, estos factores son más relevantes debido a los menores niveles de desarrollo en este tema.

Por un lado, el entorno institucional establece las condiciones de acción de una sociedad, convirtiéndose en un factor relevante para el desarrollo del país. La evidencia empírica apoya que el desarrollo institucional involucra diferentes aristas de la institucionalidad de los países que reducen las asimetrías de información y promueven la inversión extranjera directa (Aggarwal & Goodell, 2010). La estabilidad política y democrática, una mayor transparencia del Estado y el control de la corrupción en las relaciones público-políticas pueden promover la confianza de los inversores en las instituciones públicas (Roe y Siegel, 2011). El Estado también es responsable del diseño e implementación de regulaciones que promuevan las actividades privadas, la confianza de los inversionistas y la protección de los derechos de los inversionistas (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997; Claessens, Djankov, & Nenova, 2000; Herger, Hodler y Lobsiger, 2008). Lerskullawat (2019) agrega que las regulaciones pueden reducir las restricciones financieras para las empresas y su riesgo corporativo. Por otro lado, el desarrollo financiero también puede ser un factor crucial en el riesgo empresarial. Demirgüç-Kunt y Levine (2008) sostienen que el desarrollo financiero permite a las empresas acceder a distintas fuentes de financiación. Love (2003) agrega que un mayor desarrollo financiero reduce el costo de financiamiento. La menor

dependencia de financiamiento interno y el menor riesgo de liquidez finalmente reducen el riesgo corporativo (Morais, 2015).

La discusión empírica anterior apoya la relevancia del desarrollo institucional y financiero como una forma sistemática de reducir el riesgo empresarial. Sin embargo, otros estudios han demostrado que ambas formas de desarrollo condicionan los patrones de AEM porque limitan la capacidad de los gerentes para alterar la información financiera (Leuz, Nanda & Wysocki, 2003). Este efecto disuasorio es más intenso en los mercados emergentes debido a que **estos países tienen un menor desarrollo** institucional y financiero que los mercados desarrollados (Jeanjean & Solowy, 2008). Los mercados latinoamericanos tienen deficiencias institucionales relevantes y mercados menos desarrollados que favorecen AEM más agresivos (Rathke, Santana, Lourenço y Dalmacio, 2016). Investigaciones recientes han concluido que el desarrollo institucional y financiero reduce la AEM en estos mercados (Saona & Muro, 2018; Muñoz et al., 2020). Estos resultados sustentan la existencia de un canal indirecto a través del cual el desarrollo institucional y financiero podría mitigar el impacto de AEM en el riesgo corporativo. Esta relación no ha sido investigada y podría contribuir a mejorar el gobierno corporativo de las empresas y orientar la decisión de los inversores. Entonces, proponemos estas hipótesis:

*H3: El desarrollo institucional mitiga el impacto de AEM en el riesgo corporativo.*

*H4: El desarrollo financiero mitiga el impacto de AEM en el riesgo corporativo*



## Capítulo 3

### Datos y métodos

#### 3.1. Muestra de datos

Los datos corresponden a 914 empresas no financieras obtenidas de Economática® del período 2005-2017. Estas empresas pertenecen a los mercados de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. La información sobre el desarrollo institucional y financiero de cada país se extrajo del Banco Mundial. Usamos datos de panel para 3875 observaciones de años de empresas. La tabla 1 muestra la descripción de las variables.

La variable dependiente es el riesgo corporativo (RISK), que se mide mediante el Z-Score de Altman (1968). Un aumento del Z-Score indica una mayor solvencia empresarial y, por tanto, una menor probabilidad de quiebra (Muñoz, Sánchez, Salinero y Peña, 2019). Multiplicamos este indicador por -1 para que su aumento refleje un mayor riesgo corporativo.

$$\frac{TA_{it}}{TAS_{it-1}} = \frac{NDA_{it}}{TAS_{it-1}} + \frac{DA_{it}}{TAS_{it-1}} \quad (1)$$

Donde  $NDA_{it}/TAS_{it-1}$  son las acumulaciones no discrecionales y  $DA_{it}/TAS_{it-1}$  son las acumulaciones discrecionales asociadas a  $AEM$ . Entonces,  $AEM1$  corresponde a la medida de devengo discrecional propuesta por Jones (1991):

$$\frac{TA_{it}}{TAS_{it-1}} = b_0 + b_1 \left( \frac{1}{TAS_{it-1}} \right) + b_2 \left( \frac{DREV_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + b_3 \left( \frac{PPE_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + e_{it} \quad (2)$$

Donde la variable dependiente es el ratio de devengos totales ( $TA_{it}$ ) sobre los activos totales ( $TAS_{it-1}$ ) en  $t-1$ . Los devengos totales fueron calculados como la diferencia entre el beneficio operacional y el flujo de caja originado por actividades operacionales. Se tiene que  $\Delta REV_{it}$  es la variación de los ingresos entre los períodos  $t$  y  $t-1$ , y  $PPE_{it}$  corresponde a propiedades, plantas y equipos.

La variable  $AEM2$  corresponde a la medida de manipulación contable de Kothari et al. (2005), la cual incluye el ratio de retorno sobre el activo ( $ROA_{it}$ ) en el modelo de Jones modificado. Esto es:

$$\frac{TA_{it}}{TAS_{it-1}} = b_0 + b_1 \left( \frac{1}{TAS_{it-1}} \right) + b_2 \left( \frac{DREV_{it} - DREC_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + b_3 \left( \frac{PPE_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + b_4 ROA_{it} + e_{it} \quad (3)$$

Los modelos (2) y (3) se estimaron mediante regresión de tiempo-industria OLS y fueron reescalados por  $TAS_{it-1}$  para controlar los patrones de heterocedasticidad (DeFond & Jiambalvo, 1994). Los residuales  $e_{it}$  de (2) y (3) corresponden a medidas de *AEM*, las cuales han sido ampliamente utilizadas por estudios empíricos (García et al., 2005; Jha, 2013; Sáenz-González & García-Meca, 2014).

Las variables del entorno institucional (IE) se cuantifican a través del control de la corrupción (CORR), la efectividad del gobierno (GOV) y la estabilidad política (POST) en el ámbito público-político. La calidad regulatoria (REG), el estado de derecho (LAW) y la rendición de cuentas (ACC) indican la calidad institucional regulatoria privada. Estas variables fluctúan entre -2,58 y +2,58, donde valores positivos (o negativos) muestran un desarrollo institucional alto (o bajo) (Saona & Muro, 2018; Muñoz et al., 2020). Por otro lado, las variables del mercado de bonos (BOND), bursátil (STOCK), volatilidad bursátil (VOLAT), banca (BANK) y fondos de pensiones (PENS) miden el desarrollo financiero de los países (Saona & Muro, 2018; Muñoz et al., 2020).

Finalmente, utilizamos características específicas de la empresa como variables de control. Utilizamos la propiedad de los accionistas mayoritarios (OWNS) como representación de la estructura de propiedad (John, Litov & Yeung, 2008). El apalancamiento (LEV) y el vencimiento de la deuda (STD) son variables de la estructura de capital utilizadas como medio de control externo sobre el riesgo corporativo (Azofra, Rodríguez y Vallelado, 1997; Saona y Muro, 2018). Otras variables de control incluidas son las oportunidades de crecimiento (GROP), el tamaño de la empresa (SIZE), la tangibilidad de los activos (TANG), los costos de agencia (ACST) y la rentabilidad de la empresa (PROF).

**Tabla 3.1 Variables**

Variable	Descripción
<i>Variable dependiente</i>	
RISK	Riesgo empresarial
	Riesgo de la empresa medido por el Z-Score de Altman multiplicado por -1
<i>Variables de gestión de ganancias</i>	
AEM1	Gestión de ganancias 1
	Devengos discrecionales propuestos por Jones (1991)
AEM2	Gestión de ganancias 2
	Acumulaciones discrecionales propuestas por Kotahi et al. (2005)

*VARIABLES DE ENTORNO INSTITUCIONAL*

COR	Control de la corrupción	Índice de control de la corrupción
POST	Estabilidad política	Índice de estabilidad política
GOV	Efectividad del Gobierno	Índice de efectividad del Gobierno
REG	Regulación de la calidad	Índice de regulación de la calidad
LAW	Imperio de la ley	Índice de imperio de la ley
ACC	Responsabilidad	Índice de responsabilidad

*VARIABLES DE DESARROLLO FINANCIERO*

BOND	Desarrollo del mercado de bonos	Relación de emisión de bonos / PIB
STOCK	Desarrollo del mercado de valores	Relación capitalización bursátil / PIB
VOLAT	Volatilidad del mercado de valores	La volatilidad de las acciones es el promedio de la volatilidad de 260 días del índice local
BANK	Desarrollo del mercado bancario	Relación crédito bancario / PIB
PENS	Fondo de pensiones	Relación fondo de pensiones / PIB

*OTRAS VARIABLES DE CONTROL*

OWNS	Controlador-accionista	Porcentaje de acciones del accionista controlador
LEV	Apalancamiento de las firmas	Relación deuda / activos total
STD	Vencimiento de la deuda	Relación deuda a corto plazo / deuda total
GROP	Oportunidades de crecimiento	Oportunidades de crecimiento medidas por la relación Q de Tobin
SIZE	Tamaño de la empresa	Tamaño de la empresa medido por el logaritmo natural de los activos totales
TANG	Tangibilidad de activos	Relación entre activos a largo plazo y activos totales
ACST	Costos de agencia	Ratio de rotación de activos
PROF	Rentabilidad de la empresa	Relación de rendimiento sobre activos

Fuente: Elaboración propia

### 3.2. Metodología econométrica

Usamos el estimador GMM propuesto por Arellano y Bond (1991) para determinar el efecto de las prácticas AEM sobre el riesgo corporativo. El modelo empírico es:

$$RISK_{it} = b_0 + b_1 RISK_{it-1} + b_2 AEM_{it} + b_3 AEM_{it}^2 + \sum_k^K b_k X_{kit} + h_i + h_t + e_{it} \quad (4)$$

Donde  $RISK_{it}$  es la variable dependiente que mide el riesgo corporativo de la empresa  $i$  en el período  $t$ . La variable  $AEM_{it}$  representa AEM, la cual se cuantifica a través de las medidas propuestas por Jones (1991) y Kothari et al. (2005). Utilizamos el valor real de AEM para determinar si AEM se utiliza como una estrategia de negocio destinada a afectar el riesgo corporativo, y el valor absoluto de AEM para analizar si estas prácticas lo afectan de forma propia. Asimismo,  $AEM_{it}^2$  mide el posible efecto no lineal de AEM sobre el riesgo corporativo. La variable  $RISK_{it-1}$  es

el primer rezago de la variable dependiente que se trata como regresor endógeno. Usamos características de la empresa agrupadas en la matriz  $X_{kit}$  como variables de control (ver Tabla 3.1).

Estimamos un segundo modelo para analizar el impacto del entorno institucional en el riesgo corporativo:

$$RISK_{it} = b_0 + b_1 RISK_{it-1} + b_2 |AEM_{it}| + b_3 IE_{jt} + b_4 [|AEM_{it}| \times IE_{IE>0}] + \sum_k^K b_k X_{kit} + h_i + h_t + e_{it} \quad (5)$$

Donde  $RISK_{it}$  es la variable dependiente que mide el riesgo corporativo de la empresa  $i$  en el período  $t$  y  $RISK_{it-1}$  corresponde al primer rezago de la variable dependiente que se trata como regresor endógeno. Para estimar el modelo (5), utilizamos el valor absoluto de la AEM propuesto por Kothari et al. (2005), que se denota como  $|AEM_{it}|$ . La variable  $IE_{jt}$  representa el desarrollo institucional del país  $j$  durante el período  $t$ . La variable interactiva  $|AEM_{it}| \times IE_{IE > 0}$  muestra el impacto de AEM en el riesgo empresarial en países con alto desarrollo institucional. Un país tiene alto (bajo) desarrollo institucional si las variables que miden sus cualidades institucionales tienen valores positivos (negativos) (Muñoz et al., 2020). Otras variables de control se definen de manera similar al modelo (4).

Finalmente, especificamos un modelo de regresión para determinar el efecto del desarrollo financiero sobre el riesgo corporativo:

$$RISK_{it} = b_0 + b_1 RISK_{it-1} + b_2 |AEM_{it}| + b_3 FD_{jt} + b_4 [|AEM_{it}| \times FD_{FD>average}] + \sum_k^K b_k X_{kit} + h_i + h_t + e_{it} \quad (6)$$

Donde  $RISK_{it}$  es la variable dependiente que mide el riesgo corporativo de la empresa  $i$  en el período  $t$  y  $RISK_{it-1}$  corresponde al primer rezago de la variable dependiente, que se trata como regresor endógeno. Para estimar el modelo (6), utilizamos el valor absoluto de la AEM propuesto por Kothari et al. (2005), que se denota como  $|AEM_{it}|$ . La variable  $FD_{jt}$  representa el desarrollo financiero del país  $j$  durante el período  $t$ . La variable interactiva  $|AEM_{it}| \times FDFD > promedio$  muestra el impacto de AEM en el riesgo corporativo en países con alto desarrollo financiero. Un país tiene un desarrollo financiero alto (bajo) si las variables que miden su desarrollo financiero están por encima (por debajo) del promedio regional para cada

proxy (Muñoz et al., 2020). Otras variables de control tienen la misma definición que los modelos (4) y (5).

Los modelos (4), (5) y (6) incluyen efectos individuales  $\eta_i$  asociados con la empresa  $i$  y efectos temporales  $\eta_t$  relacionados con el año  $t$ . Para controlar la heterogeneidad no observable, estos modelos incluyen variables ficticias del sector económico y del país. El método GMM propuesto por Arellano y Bond (1991) corrige el problema de endogeneidad generado por *RISKit-1* y la heterogeneidad inobservable. La variable endógena fue instrumentalizada por sus rezagos en  $t-2$  y  $t-3$  porque se correlacionan con ella, pero no con el error. Estos modelos requieren que los residuos tengan autocorrelación de primer orden y ausencia de autocorrelación de orden superior para garantizar la consistencia del estimador GMM. Probaremos la sobreidentificación de estos modelos usando la prueba de Sargan. Finalmente, usaremos varianza robusta para controlar la heterocedasticidad y la prueba VIF para evaluar la colinealidad.





## Capítulo 4

### Resultados empíricos

#### 4.1. Tabla de descripción

La Tabla 4.1 presenta el análisis estadístico. El riesgo corporativo (RISK), medido por el inverso aditivo del Z-Score, en promedio es -17,61. Este resultado muestra que las empresas latinoamericanas tienen una baja probabilidad de quiebra y, por tanto, un riesgo bajo. Sin embargo, entre países, existe una evidente heterogeneidad. Las empresas chilenas y peruanas tienen los niveles más bajos de riesgo corporativo.

Las medidas de AEM muestran que las empresas latinoamericanas desarrollan prácticas de manipulación contable, principalmente acumulaciones discrecionales positivas. Este hecho implica que las empresas latinoamericanas incrementan anormalmente sus utilidades y revelan al mercado utilidades corporativas superiores a las esperadas. Todas las medidas de AEM tienen una correlación positiva y significativa con el riesgo corporativo de las empresas. De manera preliminar, estas actividades de manipulación contable aumentan el riesgo corporativo para las empresas latinoamericanas, ya sea por devengos discrecionales positivos o alterando la información financiera divulgada.

Los países latinoamericanos tienen un bajo desarrollo institucional y financiero. Las medidas de calidad institucional muestran promedios cercanos al valor 0. La rendición de cuentas (ACC) y la calidad regulatoria (REG) son los atributos institucionales mejor valorados, con promedios de 0,52 y 0,45, respectivamente. Esto contrasta con el estado de derecho (LAW) y la estabilidad política (POST), cuyos promedios son 0.09 y -0.19, respectivamente. Si bien los mercados latinoamericanos han avanzado en medidas regulatorias, la baja protección a los inversionistas y la inestabilidad política de algunos países podrían retrasar su desarrollo institucional. Chile se destaca como el país más desarrollado institucionalmente, mientras que los demás países tienen deficiencias en el entorno público-político y privado-regulatorio. Todas las medidas institucionales tienen una correlación negativa y significativa con el riesgo corporativo de las empresas. Por tanto, un entorno institucional débil o menos desarrollado en el país actúa como factor sistemático que incrementa el riesgo de las empresas.

Las variables de desarrollo financiero indican un escenario similar al entorno institucional. El desarrollo de los mercados bursátil y bancario son los más relevantes de la región, con promedios de 64,93% y 54,88% del PIB, respectivamente. El mercado de bonos es claramente el más pequeño con una media del 1,76%. Chile es el país más desarrollado financieramente. Los promedios de desarrollo de sus mercados de bonos (2,43%), acciones (111,94%), banca (96,15%) y fondos de pensiones (59,73%), se encuentran por encima del promedio regional. Chile tiene una cifra del 16,48% de volatilidad bursátil. Las variables de desarrollo financiero se correlacionan negativamente con el riesgo corporativo de las empresas. Al igual que el entorno institucional, el desarrollo financiero reduce sistemáticamente el riesgo de las empresas.

Las características de las empresas son similares entre los países. El accionista controlador (OWNS) posee en promedio el 50,39% de la empresa. Esta cifra revela la alta concentración de la propiedad en las empresas latinoamericanas. El apalancamiento de las empresas (LEV) indica que en promedio las empresas financian sus inversiones con un 51,71% de deuda, y de esta, el 47,68% es deuda a corto plazo (STD). Según las correlaciones, la dilución de la propiedad y la política de financiación de las empresas aumentan el riesgo de las empresas. En promedio, el 63,89% de los activos de las empresas corresponde a activos a largo plazo (TANG). Además, la rotación de activos (ACST) y la rentabilidad (PROF) son 0.59 y 4.47%, respectivamente.

**Tabla 4.1 Estadística descriptiva**

Variable	Statistical Summary													
	Brazil		Chile		Colombia		Mexico		Peru		Full sample		Correl.	
	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.		
<i>Dependent variable</i>														
RISK	-3.30	21.41	26.37	33.51	-17.63	21.76	-21.10	30.01	-39.78	36.72	17.61	28.66	1.00	
<i>VARIABLES DE GESTIÓN DE GANANCIAS</i>														
AEM1	0.73***	2.17	0.21***	0.26	0.14***	0.14	0.24***	0.31	0.23***	0.21	0.39***	1.068	0.04**	
AEM2	0.61***	1.29	0.09***	0.24	0.07***	0.15	0.12***	0.29	0.11***	0.19	0.28***	0.882	0.17***	
AEM1	0.79***	2.08	0.25***	0.23	0.16***	0.12	0.28***	0.28	0.25***	0.18	0.43***	1.028	0.09***	
AEM2	0.72***	1.75	0.15***	0.22	0.12***	0.14	0.19***	0.26	0.15***	0.14	0.35***	0.952	0.12***	
<i>VARIABLES DE ENTORNO INSTITUCIONAL</i>														
CORR	-0.12	0.17	1.43	0.12	-0.29	0.09	-0.44	0.20	-0.33	0.12	0.18	0.72	-0.25***	
POST	-0.19	0.18	0.51	0.14	-1.51	0.35	-0.71	0.10	-0.77	0.27	-0.19	0.52	-0.19***	
GOV	-0.14	0.07	1.18	0.09	-0.06	0.10	0.20	0.09	-0.32	0.18	0.20	0.58	-0.22***	
REG	0.04	0.11	1.45	0.06	0.29	0.15	0.34	0.10	0.38	0.15	0.45	0.59	-0.17***	
LAW	-0.17	0.16	1.32	0.07	-0.37	0.11	-0.50	0.08	-0.61	0.08	0.09	0.72	-0.21***	
ACC	0.49	0.05	1.08	0.08	-0.10	0.10	0.10	0.09	0.13	0.07	0.52	0.36	-0.18***	

<i>VARIABLES DE DESARROLLO FINANCIERO</i>													
BOND	1.64	0.47	2.43	1.10	0.94	0.78	2.00	0.79	0.92	0.63	1.76	0.87	-0.18***
STOCK	55.12	11.43	111.94	15.11	49.08	11.91	34.38	5.52	45.99	9.08	64.93	29.65	-0.12***
VOLAT	27.87	7.81	16.48	4.42	21.45	6.31	20.39	6.27	24.89	8.23	23.67	8.43	0.27***
ANK	50.61	11.75	96.15	11.53	41.80	7.19	24.01	4.56	25.63	4.77	54.88	27.45	-0.09**
PENS	15.03	0.96	59.73	4.66	16.62	2.98	9.75	2.53	17.60	2.41	26.04	19.88	-0.13***
<i>CARACTERÍSTICAS A NIVEL DE EMPRESA</i>													
OWNS	50.64	29.13	45.99	22.89	41.71	22.28	46.65	23.66	58.51	39.55	50.39	29.67	-0.13***
LEV	55.72	24.31	49.85	66.31	43.77	19.34	50.80	33.58	41.93	19.46	51.71	31.49	0.14***
STD	45.56	27.14	47.28	27.33	53.82	25.26	47.59	24.16	56.08	26.44	47.68	26.92	0.11***
GROP	1.01	15.68	1.98	6.11	1.37	0.92	2.28	2.31	1.96	2.48	1.65	5.78	-0.07***
SIZE	19.46	2.95	19.67	2.12	20.66	1.77	20.89	1.51	19.07	1.71	19.66	2.53	-0.09**
TANG	62.32	26.87	68.56	22.45	71.29	12.63	60.81	22.63	66.09	20.20	63.89	24.72	0.18***
ACST	0.52	0.52	0.55	0.49	0.71	0.81	0.69	0.50	0.63	0.52	0.59	0.58	-0.08***
PROF	5.11	19.04	3.79	12.49	5.03	17.18	3.53	13.64	4.42	8.83	4.47	13.31	-0.21***

El superíndice \*\*\*, \*\* y \* indica significancia al 1%, 5% and 10%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

#### 4.2. Efecto de la gestión de ganancias sobre el riesgo empresarial

La Tabla 4.2 presenta los resultados del modelo (4). Todas las regresiones satisfacen las condiciones de especificación indicadas por Arellano y Bond (1991). Los estimadores de GMM son consistentes porque la prueba z denotada como AR1 revela la presencia de autocorrelación de primer orden, mientras que la prueba AR2 descarta la autocorrelación de segundo orden. La prueba de Sargan indica que el modelo está sobreidentificado instrumentalmente. Finalmente, la prueba VIF apoya que las correlaciones entre regresores exógenos no causan un problema significativo de multicolinealidad.

Algunas variables de control muestran los efectos esperados según otras investigaciones. La variable OWNS tiene un efecto negativo y significativo sobre el riesgo corporativo. Según investigaciones anteriores, la concentración de la propiedad de los accionistas mayoritarios reduce el riesgo empresarial porque intensifica el control interno (Jensen & Meckling, 1976; John et al., 2008). El apalancamiento (LEV) y la deuda a corto plazo (STD) tienen un impacto positivo y significativo en el riesgo empresarial. Estos resultados muestran que el endeudamiento y la deuda de corto plazo aumentan el riesgo empresarial porque acentúan el riesgo de liquidez (Azofra et al., 1997). Otros resultados revelan que las oportunidades de crecimiento (GROP) y la tangibilidad de los activos (TANG) tienen un efecto positivo y significativo sobre el riesgo empresarial, mientras que el impacto del tamaño de la empresa (SIZE) y la rentabilidad (PROF) es negativo.



**Tabla 4.2 Efecto de la gestión de ganancias sobre el riesgo empresarial**

Coeficientes	<i>Variable dependiente: Riesgo corporativo</i>			
	Valor real del AEM		Valor absoluto del AEM	
Constante	240.62 (1.51)	236.16 (1.49)	222.62 (1.40)	205.58 (1.31)
Risk <sub>t-1</sub>	0.416*** (21.52)	0.445*** (23.17)	0.414*** (21.47)	0.413*** (21.46)
<i>Variables de gestión de ganancias</i>				
AEM1	11.481*** (3.70)		18.079*** (4.17)	
AEM1 al cuadrado	-8.326*** (-2.64)		-9.537*** (-3.11)	
AEM2		15.570*** (3.21)		27.038*** (4.62)
AEM2 al cuadrado		-9.997** (-2.47)		-13.756*** (-3.52)
<i>AEM valor critico</i>	0.689	0.779	0.947	0.982
AR1	-3.56***	-4.18***	-4.03***	-3.79***
AR2	-1.05	-0.87	-0.95	-1.17
Prueba de Sargan	39.01	43.16	44.71	40.25
Prueba de VIF	4.28	3.59	5.01	5.72

El superíndice \*\*\*, \*\* y \* indica significancia al 1%, 5% and 10%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

AEM tiene un efecto positivo y significativo sobre el riesgo corporativo, lo que valida la hipótesis H1. Este resultado muestra que las prácticas de manipulación contable aumentan el riesgo para las empresas latinoamericanas (Richardson et al., 2002; Neffati, Ben y Schalck, 2011; Huang, Chung, Chiu y Chen, 2015; Datta, Iskandar-Datta & Singh, 2017; Qin & Ren, 2017). De acuerdo con la Tabla 3, este impacto de AEM en el riesgo de las empresas se observó tanto en valor real como absoluto de las medidas de AEM. Este hecho implica que AEM incrementa el riesgo de las firmas debido a la asimetría de información generada por el aumento anormal de utilidades y la debilidad del gobierno corporativo relacionada con estas prácticas. Además, observamos que el impacto de AEM sobre el riesgo corporativo no es lineal. Esto apoya la hipótesis H2. La forma de U invertida sugiere que la relación positiva entre AEM y riesgo corporativo se observa para valores AEM inferiores a 0,734 (promedio de valores críticos para valores reales) o 0,964 (promedio de valores críticos para valores absolutos). Este efecto se revierte cuando las empresas generan acumulaciones discrecionales superiores a estos valores de umbral. Según estudios previos, este segundo efecto permite a las empresas que manipulan utilidades reducir el riesgo corporativo, principalmente cuando sus oportunidades de crecimiento están sobrevaloradas, su desempeño es sobreestimado por el

mercado; o ante un posible incumplimiento de los contratos de deuda (DeFond & Jiambalvo, 1994; Sweeney, 1994; Jaggi & Lee, 2002; McNichols & Stubben, 2008; Jha, 2013). Estos resultados confirman que el impacto de AEM sobre el riesgo corporativo en empresas latinoamericanas no es persistente y depende del nivel y dirección de la manipulación contable.

#### *4.3. Efecto del desarrollo institucional y financiero sobre el riesgo empresarial*

Las tablas 4.3 y 4.4 presentan los resultados de los modelos (5) y (6), respectivamente. Las pruebas de autocorrelación confirman la consistencia del estimador de GMM, mientras que la prueba de Sargan respalda la sobreidentificación del modelo. Estos modelos utilizaron varianza robusta y la prueba VIF apoya que la multicolinealidad no afecta sistemáticamente la especificación del modelo. Al igual que en la Tabla 3, algunas características de la empresa tienen los mismos efectos sobre el riesgo empresarial. En general, las variables OWNS, SIZE, ACST y PROF tienen un efecto negativo, mientras que LEV, STD, GROP y TANG tienen un impacto positivo.

La tabla 4.3 muestra los efectos significativos del entorno institucional sobre el riesgo empresarial. El control de la corrupción (CORR), la estabilidad política (POST) y la eficacia del gobierno (GOV) tienen un impacto negativo en el riesgo empresarial. Estos hallazgos corroboran que un Estado más eficaz, estable y transparente reduce el riesgo empresarial. Una mayor confianza de los inversores en el Estado atrae inversión extranjera y facilita la reducción sistemática del riesgo (Roe & Siegel, 2011). La calidad regulatoria (REG), el estado de derecho (LAW) y la responsabilidad (ACC) también tienen un efecto negativo sobre el riesgo empresarial. Las mejoras institucionales en estos aspectos reducen el riesgo empresarial al promover la protección de los derechos de los inversores y reducir las restricciones financieras que enfrentan las empresas latinoamericanas (Claessens et al., 2000; Lerskullawat, 2019). La variable interactiva  $|AEMit| \times IEIE > 0$  tiene un impacto no significativo en el riesgo corporativo. Este hecho demuestra que, en países con alto desarrollo institucional, el AEM no afecta el riesgo corporativo. Por lo tanto, el desarrollo institucional tiene la capacidad de

mitigar el impacto de AEM en el riesgo de las empresas. Este resultado apoya la hipótesis H3.

**Tabla 4.3 Impacto del entorno institucional sobre el riesgo empresarial**

Coeficientes	<i>Variable dependiente: Riesgo corporativo</i>					
	Columna 1	Columna 2	Columna 3	Columna 4	Columna 5	Columna 6
	IECORR	IEPOST	IEGov	IREG	IELAW	IEACC
Constante	377.31*** (4.56)	385.72*** (4.69)	399.70*** (4.72)	420.05*** (4.92)	442.57*** (5.21)	380.75*** (4.05)
Risk <sub>t-1</sub>	0.362*** (12.87)	0.359*** (12.88)	0.382*** (13.06)	0.4101*** (13.24)	0.337*** (12.71)	0.351*** (12.81)
<i>Variables de entorno institucional</i>						
AEM2	24.349*** (3.77)	26.687*** (4.04)	21.967*** (3.01)	24.756*** (3.89)	28.182*** (5.13)	23.176*** (3.45)
IE	-19.080*** (-3.08)	-23.724*** (-4.53)	-18.655*** (-2.59)	-22.971*** (-3.24)	-23.369*** (-4.31)	-20.425*** (-3.90)
AEM2  × IE <sub>IE &gt; 0</sub>	-2.379 (-0.98)	-2.681 (-0.92)	-3.915 (-1.39)	-2.569 (-1.16)	-2.020 (-1.03)	-1.685 (-0.77)
AR1	-4.15***	-4.38***	-3.91***	-3.74***	-4.26***	-3.52***
AR2	-0.81	-0.90	-1.13	-1.21	-0.98	-1.39
Prueba de Sargan	47.28	45.18	42.74	47.02	41.93	44.05
Prueba de VIF	3.91	4.06	5.19	3.81	4.47	4.13

El superíndice \*\*\*, \*\* y \* indica significancia al 1%, 5% and 10%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con la Tabla 4.4, el desarrollo financiero también tiene efectos significativos sobre el riesgo empresarial. El desarrollo de los mercados de bonos (BOND), acciones (STOCK), bancario (BANK) y fondos de pensiones (PENS) reduce significativamente el riesgo empresarial. Incluso una reducción de la volatilidad del mercado de valores (VOLAT) genera el mismo efecto. Según otros estudios, un mayor desarrollo financiero reduce el riesgo sistemático de las empresas y sus limitaciones financieras, permitiéndoles acceder a distintas fuentes de financiamiento. El efecto final es la reducción del riesgo empresarial (Claessens et al., 2000; Love, 2003; Morais, 2015). La variable interactiva /  $AEM_{it} / \times FDFD > promedio$  tiene un efecto positivo y significativo sobre el riesgo corporativo. Este hecho demuestra que, en países con alto desarrollo financiero, el AEM incide en el riesgo corporativo. Por lo tanto, el desarrollo financiero del país no tiene la capacidad de contrarrestar el efecto de AEM sobre el riesgo de las empresas. Este resultado no apoya la hipótesis H4.

**Tabla 4.4 Impacto del Desarrollo financiero en el riesgo empresarial**

Coeficientes	<i>Variable dependiente: Riesgo corporativo</i>				
	Columna 1	Columna 2	Columna 3	Columna 4	Columna 5
	FD <sub>BOND</sub>	FD <sub>STOCK</sub>	FD <sub>VOLAT</sub>	FD <sub>BANK</sub>	FD <sub>PENS</sub>
Constante	426.52*** (3.80)	470.70*** (3.91)	484.01*** (3.59)	498.12*** (4.07)	446.56*** (3.35)
Risk <sub>t-1</sub>	0.431*** (3.09)	0.416*** (2.93)	0.405*** (3.14)	0.421*** (3.72)	0.447*** (3.89)
<i>Variables de Desarrollo financiero</i>					
AEM2	21.842*** (3.01)	24.319*** (3.55)	27.693*** (4.26)	22.527*** (3.14)	24.522*** (3.39)
FD	-3.778***	-2.991***	-1.924***	-2.697***	-2.522***

$ AEM2  \times FD_{FD > AVERAGE}$	(-3.30) 4.266*** (3.62)	(-2.89) 3.494*** (4.20)	(-3.18) 3.163*** (4.01)	(-2.85) 6.327*** (4.56)	(-3.47) 5.725*** (4.85)
AR1	-2.96***	-4.27***	-3.99***	-4.05***	-2.88***
AR2	-0.89	-0.72	-1.10	-0.91	-1.17
Prueba de Sargan	40.91	45.86	39.97	43.24	42.61
Prueba de VIF	2.96	3.33	3.58	4.26	4.71

El superíndice \*\*\*, \*\* y \* indica significancia al 1%, 5% and 10%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.



## Capítulo 5

### Discusión

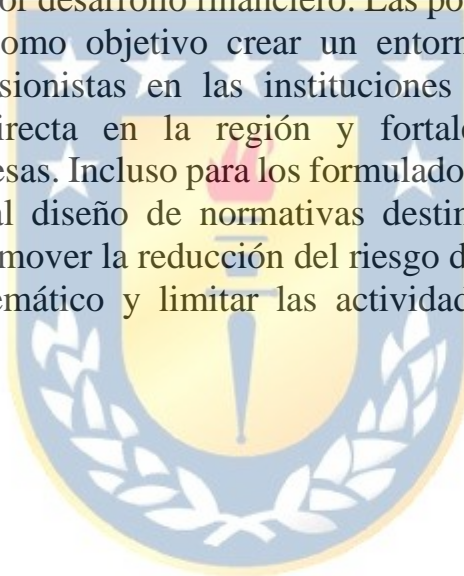
Los mercados latinoamericanos tienen una baja protección legal para los inversionistas y regulaciones menos estrictas en relación a los mercados desarrollados. Estas condiciones han facilitado la AEM en las empresas. Sin embargo, su alcance sobre el riesgo empresarial aún no se ha explorado completamente y las investigaciones empíricas no han mostrado un consenso significativo.

Algunos estudios indican que las empresas que se dedican a prácticas AEM aumentan el riesgo de las empresas (Bedard y Johnstone, 2004; Qin y Ren, 2017). Estos estudios argumentan que las empresas que aumentan de manera anormal sus ganancias como estrategia corporativa dirigida a lograr objetivos de crecimiento o una mejor valoración del mercado también tienen un riesgo más alto (Bernerd & Skynner, 1996; Richardson et al., 2002; Huang et al., 2015). Esta relación positiva también se aprecia cuando las empresas desarrollan acumulaciones discrecionales negativas para hacer frente a un posible incumplimiento (Chen et al., 2015; Qin & Ren, 2017). Nuestros resultados apoyan este punto de vista. Sin embargo, otros estudios sostienen que las empresas aumentan artificialmente sus ganancias para reducir el riesgo empresarial, en particular para tener una posición más ventajosa durante los procesos de renegociación de la deuda (Sweeney, 1994; Lambert et al., 2007; Jha, 2013). Nuestros resultados también respaldan este punto de vista porque el impacto de AEM en el riesgo corporativo no es lineal y tiene forma de U invertida. Este hallazgo novedoso reconcilia ambas perspectivas debido a que el efecto positivo inicial se revierte para acumulaciones superiores a un valor umbral. Evidentemente, estos resultados tienen importantes implicaciones. Para las empresas, estos resultados les indican la relevancia de fortalecer sus gobiernos corporativos y sus medios de control para mitigar estas prácticas y sus efectos sobre el riesgo corporativo. Para los inversores, estos resultados les ayudan a inferir el patrón de manipulación contable del riesgo de las empresas para tomar mejores decisiones de inversión y actuar como medio de control externo sobre los administradores de las empresas.

La evidencia empírica también ha demostrado que un mayor desarrollo institucional y financiero reduce sistemáticamente el riesgo empresarial



(Demirgüç-Kunt & Levine, 2008; Roe & Siegel, 2011; Lerskullawat, 2019). Nuestra investigación también apoya esta conclusión. Incluso otros estudios añaden que el desarrollo institucional y financiero limita la capacidad de los gerentes para realizar prácticas de AEM (Saona & Muro, 2018; Muñoz et al., 2020). Otro resultado novedoso de esta investigación muestra que un alto desarrollo institucional puede mitigar el impacto de AEM en el riesgo corporativo. El desarrollo financiero tiene un efecto atenuante más limitado. Estos hallazgos tienen importantes implicaciones para los mercados latinoamericanos, principalmente por la persistencia de sus fragilidades institucionales y un menor desarrollo financiero. Las políticas institucionales estatales deben tener como objetivo crear un entorno que promueva la confianza de los inversionistas en las instituciones públicas, facilite la inversión extranjera directa en la región y fortalezca la gobernanza empresarial de las empresas. Incluso para los formuladores de políticas, estos hallazgos los aportan al diseño de normativas destinadas a fortalecer el sistema financiero y promover la reducción del riesgo de las empresas desde un punto de vista sistemático y limitar las actividades de manipulación contable.



## Capítulo 6

### Conclusiones

Este artículo investiga los efectos de AEM, el desarrollo institucional y financiero sobre el riesgo corporativo para las empresas latinoamericanas. Nuestra contribución a la evidencia empírica para los mercados emergentes, y especialmente para los países de América Latina, se resume en tres puntos. Primero, AEM aumenta significativamente el riesgo corporativo. Nuestros resultados respaldaron que AEM aumenta el riesgo de las empresas porque genera mayores asimetrías de información relacionadas con la manipulación contable. Sin embargo, el efecto anterior tiene forma de U invertida. Este hecho revela que el impacto de AEM sobre el riesgo corporativo no es persistente y depende del nivel y dirección de la manipulación contable. El efecto inicial positivo de AEM sobre el riesgo corporativo se revierte para devengos superiores a los valores umbral. En este caso, los AEM basados en acumulaciones discrecionales positivas más altas se utilizan para reducir el riesgo corporativo.

En segundo lugar, el desarrollo institucional reduce significativamente el riesgo empresarial. Las mejoras en el entorno público-político promueven una disminución sistemática del riesgo. Un mayor control de la corrupción, un gobierno más eficaz y estable son fuentes de menor riesgo para las empresas. Incluso, las mejoras en el entorno institucional privado-regulatorio tienen un impacto similar. Nuestros resultados también respaldan que, en países con alto desarrollo institucional, los AEM no afectan el riesgo corporativo. Este hecho demuestra que una mayor calidad del entorno institucional tiene la capacidad de mitigar y contrarrestar el impacto de AEM en el riesgo de las empresas.

Por último, el desarrollo de los mercados financieros también reduce el riesgo empresarial. Las políticas financieras dirigidas a desarrollar los mercados de bonos, acciones, banca y fondos de pensiones permitirían a las empresas reducir el riesgo empresarial. Sin embargo, su capacidad para contrarrestar el impacto de AEM es limitada y no mitiga su efecto sobre el riesgo corporativo.

## REFERENCIAS

- Aggarwal, R., & Goodell, J. (2010). Financial markets versus institutions in European countries: Influence of culture and other national characteristics. *International Business Review*, 19(5), 502-520. doi:10.1016/j.ibusrev.2009.07.010
- Agustia, D., Abdi, N., & Permatasari, Y. (2020). Earnings management, business strategy, and bankruptcy risk: Evidence from Indonesia. *Heliyon*, 6(2), 1-9. doi:10.1016/j.heliyon.2020.e03317
- Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589–609. doi:10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297. doi: 10.2307/2297968
- Azofra, V., Rodriguez, J., & Vallelado, E. (1997). Determinantes del riesgo de las empresas industriales españolas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 26(92), 749-775. Retrieved from [www.jstor.org/stable/42780440](http://www.jstor.org/stable/42780440)
- Bedard, J., & Johnstone, K. (2004). Earnings Manipulation Risk, Corporate Governance Risk, and Auditors' Planning and Pricing Decisions. *The Accounting Review*, 79(2), 277-304. doi:10.2308/accr.2004.79.2.277
- Bernard, V., & Skinner, D. (1996). What motivates managers' choice of discretionary accruals? *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 313-325. doi:10.1016/S0165-4101(96)00431-4
- Chang, S., Wang, T., Chiu, A., & Huang, S. (2015). Earnings management and idiosyncratic risk – evidence from the post-Sarbanes- Oxley Act period. *Investment Management and Financial Innovations*, 12(2-1), 117-126.
- Charitou, A., Lambertides, N., & Trigeorgis, L. (2011). Distress Risk, Growth and Earnings Quality. *ABACUS A Journal of Accounting*,



*Finance and Business Studies*, 47(2), 158-181. doi:10.1111/j.1467-6281.2011.00337.x

Chen, T., Tseng, Y., & Hsieh, Y. (2015). Real Earnings Management Uncertainty and Corporate Credit Risk. *European Accounting Review*, 24(3), 413-440. doi:10.1080/09638180.2014.918518

Claessens, S., Djankov, S., & Nenova, T. (2000). Corporate Risk around the World. *Policy Research Working Paper No. 2271, The World Bank*.

Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Singh, V. (2017). The impact of idiosyncratic risk on accrual management. *International Journal of Managerial Finance*, 13(1), 70–90. doi:10.1108/IJMF-01-2016-0013

Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36. doi:10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x

DeFond, M., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 145-176. doi:10.1016/0165-4101(94)90008-6

Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2008). Finance, financial sector policies, and long-run growth. *Policy Research Working Paper Series No. 4469, World Bank*.

DuCharme, L., Malatesta, P., & Sefcik, S. (2004). Earnings Management, Stock Issues, and Shareholder Lawsuits. *Journal of Financial Economics*, 71(1), 27-49. doi:10.1016/S0304-405X(03)00182-X

García, B., Gill-de-Albornoz, B., & Gisbert, A. (2005). La investigación sobre earnings managements. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34(127), 1001-1033. doi:10.1080/02102412.2005.10779570

Guenther, D. (1994). Earnings management in response to corporate tax rate changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act. *The Accounting Review*, 69(1), 230-243.

- Güntay, L., & Hackbarth, D. (2010). Corporate bond credit spreads and forecast dispersion. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2328–2345. doi:10.1016/j.jbankfin.2010.02.019
- Herger, N., Hodler, R., & Lobsiger, M. (2008). What Determines Financial Development? Culture, Institutions or Trade. *Review of World Economics*, 144(3), 558-587. doi:10.1007/s10290-008-0160-1
- Holthausen, R., Larcker, D., & Sloan, R. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19(1), 29-74. doi:10.1016/0165-4101(94)00376-G
- Huang, S., Chung, Y., Chiu, A., & Chen, Y. (2015). Growth opportunity and risk: empirical investigation on earnings management decision. *Investment Management and Financial Innovations*, 12(1-2), 299-309.
- Jaggi, B., & Lee, P. (2002). Earnings management response to debt covenant violations and debt restructuring. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 17(4), 295-324. doi:10.1177/0148558X0201700402
- Jeanjean, T., & Stolowy, H. (2008). Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(6), 480-494. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2008.09.008
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jha, A. (2013). Earnings management around debt-covenant violations—An empirical investigation using a large sample of quarterly data. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 28(4), 369-396. doi:10.1177/0148558X13505597
- John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate Governance and Risk-Taking. *The Journal of Finance*, 63(4), 1679-1728. doi:10.1111/j.1540-6261.2008.01372.x
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228. doi:10.2307/2491047

- Kjaerland, F., Haugdal, A., Søndergaard, A., & Vågslid, A. (2020). Corporate Governance and Earnings Management in a Nordic Perspective: Evidence from the Oslo Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(11), 1-18. doi:10.3390/jrfm13110256
- Kothari, S., Leone, A., & Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197. doi:10.1016/j.jacceco.2004.11.002
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420. doi:10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x
- Lerskullawat, A. (2019). Financial development, financial constraint, and firm investment: Evidence from Thailand. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, 40(1), 1-12. doi:10.1016/j.kjss.2018.01.010
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527. doi:10.1016/S0304-405X(03)00121-1
- Love, I. (2003). Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model. *The Review of Financial Studies*, 16(3), 765-791. doi:10.1093/rfs/hhg013
- Lu, C., Chen, T., & Liao, H. (2010). Information uncertainty, information asymmetry and corporate bond yield spreads. *Journal of Banking and Finance*, 34(9), 2265-2279. doi:10.1016/j.jbankfin.2010.02.013
- McNichols, M., & Stubben, S. (2008). Does Earnings management Affect Firms' Investment Decisions? *The Accounting Review*, 83(6), 1571-1603. doi:10.2308/accr.2008.83.6.1571
- Morais, B. (2015). Risk, Financial Development and Firm Dynamics. *International Finance Discussion Papers* 1134.
- Muñoz, J., Sepúlveda, S., Veloso, C., & Delgado, C. (2020). Effects of capital structure and institutional-financial characteristics on earnings

- management practices: Evidence from Latin American firms. *International Journal of Emerging Markets* (forthcoming). doi:10.1108/IJOEM-03-2019-0239
- Muñoz, R., Sánchez, J., Salinero, Y., & Peña, I. (2019). Risk measures and the risk-return paradox: An analysis in the context of the economic crisis. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(2), 347-361. doi:10.7819/rbgn.v22i2.4049
- Neffati, A., Ben, I., & Schalck, C. (2011). Earnings management, risk and corporate governance in US companies. *Corporate Ownership & Control*, 8(2), 170-176. doi:10.22495/cocv8i2c1p2
- Qin, Z., & Ren, X. (2017). Distress risk and earnings management. University of Georgia, working paper.
- Rathke, A., Santana, V., Lourenço, I., & Dalmacio, F. (2016). International financial reporting standards and earnings management in Latin America. *Revista de Administração Contemporânea*, 20(3), 368-388. doi:10.1590/1982-7849rac2016140035
- Richardson, S., Tuna, I., & Wu, M. (2002). Predicting Earnings Management: The Case of Earnings Restatements. *Working paper*, University of Pennsylvania.
- Roe, M., & Siegel, J. (2011). Political instability: Its effects on financial development, its roots in the severity of economic inequality. *Journal of Comparative Economics*, 39(3), 279-309. doi:10.1016/j.jce.2011.02.001
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370. doi:10.1016/j.jacceco.2006.01.002
- Sáenz-González, J., & García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440. doi:10.1007/s10551-013-1700-8
- Saona, P., & Muro, L. (2018). Firm- and Country-Level Attributes as Determinants of Earnings Management: An Analysis for Latin American Firms. *Emerging Market Finance and Trade*, 54(12), 2736-2764. doi:10.1080/1540496X.2017.1410127

- Shen, C., & Chih, H. (2007). Earnings Management and Corporate Governance in Asia's Emerging Markets. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 999-1021. doi:10.1111/j.1467-8683.2007.00624.x
- Sweeney, A. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 281-308. doi:10.1016/0165-4101(94)90030-2
- Teoh, S., Welch, I., & Wong, T. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974. doi:10.1111/0022-1082.00079
- Ullah, S., Massoud, N., & Scholnick, B. (2014). The Impact of Fraudulent False Information on Equity Values. *Journal of Business Ethics*, 120(2), 219- 235. doi:10.1007/s10551-013-1657-7

