

UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN

Programa de Continuidad de Estudios Ingeniería Comercial Campus Los Ángeles



**Earnings management y cualidades a nivel país como
determinantes del riesgo corporativo en firmas
latinoamericanas**

Tesis para optar al Título Profesional de Ingeniero Comercial y al Grado Académico de Licenciado
en Ciencias de la Administración de Empresas

Carolina S. Medina Ortega

John F. Sandoval Cifuentes

Profesor Guía

Jorge A. Muñoz Mendoza, M.Sc.

Los Ángeles, Septiembre 2018

Índice General

Introducción	1
1.1 Presentación del problema	1
1.2 Objetivos de la investigación	3
1.2.1 Objetivo general	3
1.2.2 Objetivos específicos	3
1.3 Metodología	4
1.4 Datos	4
Revisión de Literatura	5
2.1 Efecto de las prácticas de earnings management y la adopción obligatoria de las normas IFRS en el riesgo corporativo.....	5
2.2 Efecto del entorno institucional y el desarrollo financiero en el riesgo corporativo.....	9
Datos y métodos	11
3.1 Muestra de datos	11
3.2 Metodología econométrica	15
Resultados empíricos	18
4.1 Análisis descriptivo.....	18
4.2 Efecto de las prácticas de earnings management y la adopción obligatoria de las normas IFRS en el riesgo corporativo.....	22
4.3 Efecto del desarrollo institucional y financiero sobre el riesgo corporativo. ..	25
Conclusiones	30
Bibliografía	33

Índice de cuadros

3.1	Variables del estudio.....	14
4.1.1	Estadística descriptiva	19
4.1.2	Estadística descriptiva por país	21
4.2	Efecto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo	24
4.3.1	Impacto del entorno institucional en el riesgo corporativo	27
4.3.2	Impacto del desarrollo financiero en el riesgo corporativo	28



Earnings management y cualidades a nivel país como determinantes del riesgo corporativo en firmas latinoamericanas

Carolina S. Medina Ortega

John F. Sandoval Cifuentes

Resumen

En este artículo analizamos los efectos de las prácticas de earnings management y de las características del entorno institucional y de desarrollo financiero de los países sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas. Usamos el estimador GMM de Arellano y Bond (1991) para datos de panel sobre una muestra de 983 empresas latinoamericanas entre 1995 y 2017. Los resultados indican que las prácticas de earnings management incrementan significativamente el riesgo corporativo. La no linealidad de su efecto sugiere que las firmas que desarrollan mayores prácticas de manipulación contable para generar devengos discrecionales menores a los esperados incrementan más su nivel de riesgo. Sin embargo, la adopción de las normas IFRS contribuye a mitigar el efecto de las prácticas de earnings management. A nivel país, un entorno institucional más sólido y un mayor nivel de desarrollo financiero reducen sistémicamente el riesgo de las empresas latinoamericanas.

Palabras claves: riesgo corporativo, earnings management, entorno institucional, desarrollo financiero.

Código JEL: G32, G33, G38.

Earnings Management and country-level characteristics as determinants of corporate risk in Latin-American firms

Carolina S. Medina Ortega

John F. Sandoval Cifuentes

Abstract

We analyze the effects of earnings management practices and the characteristics of institutional environment and financial development of countries on the corporate risk of Latin American companies. We use GMM estimator proposed by Arellano and Bond (1991) for panel data on sample of 983 Latin American companies between 1995 and 2017. The results indicate that earnings management practices significantly increase corporate risk. The non-linearity of its effect suggests that firms that develop greater accounting manipulation practices to generate lower-than-expected discretionary accruals increase their risk level. However, the IFRS mandatory adoption helps to mitigate the effect of earnings management practices. At the country level, a stronger institutional environment and a higher level of financial development systemically reduce the risk of Latin American companies.

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

JEL code: G32, G33, G38.

Capítulo 1

Introducción

1.1 Presentación del problema

El riesgo corporativo de firmas en mercados emergentes, y particularmente en Latinoamérica, constituye un foco relevante de investigación. La baja protección legal para los inversores, la elevada concentración de la propiedad y los frágiles gobiernos corporativos son características de estos mercados que la literatura ha destacado como determinantes del riesgo de las empresas.

Estas cualidades de los mercados latinoamericanos han facilitado las prácticas de earnings management en las empresas, y cuyos efectos sobre el riesgo corporativo aún son una pregunta sin responder. Estas prácticas de la administración de las empresas derivadas de conflictos al interior de los gobiernos corporativos, promueven la manipulación contable de los estados financieros. Las motivaciones para desarrollar este tipo de manipulación pueden ser variadas tales como el mejorar la evaluación de la empresa por parte del mercado (Bernard y Skinner, 1996), alcanzar metas de crecimiento (Richardson et al., 2002), reducir o evitar el pago de impuestos (Guenther, 1994; Monem, 2003) o evitar el incumplimiento de contratos de deuda (Jha, 2013), entre otras. Si bien la mayoría de la evidencia internacional concuerda en que estas prácticas de manipulación contable incrementan el riesgo corporativo, el consenso no es total. A la visión empírica que sostiene que las prácticas de earnings management son una fuente de mayor riesgo emanada del mismo gobierno corporativo de la empresa (Bedard y Johnstone, 2004; Ting et al., 2009; Qin y Ren, 2017) se contraponen la perspectiva de que los gerentes manipulan las ganancias para aminorar el riesgo asociado al crecimiento de la empresa o al potencial incumplimiento de contratos de deuda (Chen et al., 2015). Hecho que para los mercados latinoamericanos se acentuaría ante la escasa evidencia existente y que supondría que el tipo de manipulación contable sería relevante al momento

de cuantificar su efecto sobre el riesgo corporativo. Incluso, la adopción obligatoria de las IFRS establece un criterio más conservador en la elaboración y divulgación de la información financiera que podría condicionar el impacto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo (Leuz et al., 2003; Barth et al., 2008; Pelucio-Greco et al., 2014; Ho et al., 2015).

Estas prácticas también coinciden con otras características sistémicas de los países latinoamericanos y que podrían afectar el riesgo de las empresas. Los menores estándares de calidad institucional y de desarrollo financiero respecto de las economías avanzadas representan otras cualidades que distinguen a estos mercados.

Estudios recientes avalan la idea de que un entorno institucional de mejor calidad y un mayor grado de desarrollo financiero promueven la inversión extranjera directa y reducen sistémicamente el riesgo de las empresas (Claessens et al., 2000; Arellano et al., 2012). Sin embargo, esta arista aún está sin respuesta para los mercados latinoamericanos.

Por lo anterior, el objetivo de nuestra investigación es analizar el efecto de las prácticas de earnings management, entorno institucional y desarrollo financiero sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas. Nuestros resultados aportan a la evidencia empírica de mercados emergentes y, particularmente de Latinoamérica en tres aspectos. Primero, evaluamos el impacto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo. Además, en este punto analizamos el potencial efecto no lineal de estas prácticas y si la adopción de las IFRS mitiga su impacto sobre el riesgo de las empresas. Segundo, analizamos el impacto del entorno institucional sobre el riesgo corporativo. Finalmente, evaluamos el efecto del desarrollo financiero sobre el riesgo de las empresas.

Para lograr estos objetivos usamos una muestra de 983 empresas latinoamericanas para el período comprendido entre 1995 y 2017, y que fueron extraídas de la base de datos de Economática ®. Nuestros resultados señalan que las prácticas de earnings management tienen un efecto positivo y no lineal sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas. La forma de la no linealidad sugiere que las firmas que manipulan la contabilidad y generan devengos discrecionales negativos aumentan significativamente su riesgo. No obstante, la adopción obligatoria de las normas IFRS contribuiría a mitigar el efecto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo. A nivel sistémico, un mayor

desarrollo institucional y financiero genera una reducción del riesgo. Estos resultados son empíricamente relevantes para los empresarios, por cuanto les permite evaluar los efectos de la manipulación contable sobre el riesgo de sus empresas, y para los reguladores, ya que nuestros resultados orientan el diseño de la regulación y de la institucionalidad hacia una reducción sistémica del riesgo.

Este artículo se estructura de la siguiente forma. Tras esta introducción, la sección 2 presenta una revisión de literatura especializada de la relación entre las prácticas de earnings management, entorno institucional y desarrollo financiero con el riesgo corporativo. Esta sección también señala las hipótesis de investigación. La sección 3 presenta los datos y metodologías de análisis utilizadas, mientras que la sección 4 muestra los resultados obtenidos. Finalmente, la sección 5 agrupa las conclusiones e implicancias de esta investigación.

1.2 Objetivos de la investigación

1.2.1 Objetivo general

Este trabajo tiene por objetivo general evaluar el efecto de las prácticas de earnings management, el entorno institucional y el desarrollo financiero en el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.

1.2.2 Objetivos específicos

Dado el objetivo general especificado previamente, planteamos los siguientes que se relacionan a él. Estos son:

- Determinar el efecto de las prácticas de earnings management en el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.
- Determinar el efecto no lineal de las prácticas de earnings management en el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.

- Determinar el efecto de la adopción obligatoria de las normas IFRS sobre las practicas earnings management en las empresas latinoamericanas.
- Determinar el efecto de la adopción obligatoria de las normas IFRS sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.
- Determinar el efecto de la calidad del entorno institucional de los países sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.
- Determinar el efecto del desarrollo financiero de los países sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.

1.3 Metodología

La metodología aplicada en este estudio se basa en las siguientes técnicas:

- Análisis estadístico.
- Regresión de modelos dinámicos en datos de panel acorde con Arellano y Bond (1991).

1.4 Datos

Los datos usados en este artículo fueron extraídos de dos fuentes de información. Por un lado, la información correspondiente a 983 empresas no financieras fue obtenida de Economática ®. Las empresas pertenecen a los mercados de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Por otro lado, la información relativa al entorno institucional y desarrollo financiero de cada país fue extraída del Banco Mundial. La información fue organizada en una estructura de datos de panel no balanceado compuesto de 5,469 observaciones tiempo-firma y cubre el período anual 1995-2017.

Capítulo 2

Revisión de Literatura

2.1 Efecto de las prácticas de earnings management y la adopción obligatoria de las normas IFRS en el riesgo corporativo

Las prácticas de earnings management constituyen una intervención deliberada del proceso de presentación de la información financiera y que están estrechamente relacionadas con los conflictos de agencia, debilidades del gobierno corporativo de las empresas y la posibilidad de redistribuir riqueza entre accionistas (Jensen y Meckling, 1976; Shipper, 1989; Duffie y Lando, 2001; Bedard y Johnstone, 2004). Diversos estudios empíricos han demostrado que las motivaciones para desarrollar estas prácticas son variadas. Ejemplos de ellas son el incremento de compensaciones gerenciales (Watts y Zimmerman, 1978; Healy, 1985; Holthausen et al., 1995; Gu y Hu, 2015); alterar la percepción del mercado acerca del valor de la empresa y sus títulos (Chaney y Lewis, 1995; Burgstahler y Dichev, 1997; Teoh et al., 1998; Das y Zhang, 2003; García et al, 2005; Pastor y Poveda, 2006); reducir o evitar el pago de impuestos (Guenther, 1994; Monem, 2003), facilitar los fraudes financieros (Zack, 2009; Ullah et al., 2014); evitar los costos del default (DeFond y Jiambalvo, 1994; Dechow et al., 1996; Jha, 2013) e incluso el aprovechamiento de regulaciones o beneficios estatales (Jones, 1991; García et al., 2005).

Varias investigaciones han abordado el impacto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo, abordando el análisis desde distintas perspectivas tales como la asimetría de información (Lu et al., 2010), errores en las predicciones de analistas (Güntay y Hackbarth, 2010) y la calidad de la información financiera divulgada (Yu, 2005).

El debate sobre los efectos de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo no tiene un consenso claro. Varias investigaciones han coincidido que las prácticas de earnings management son una fuente de mayor riesgo corporativo. Neffati et al. (2011) en un análisis

empírico aplicado a 222 empresas de Estados Unidos entre 1994 y 2001 corroboraron esta relación. Los autores sostienen que la fragilidad de los gobiernos corporativos, reflejada en las prácticas de manipulación contable y la posibilidad de expropiar riqueza de los accionistas, promueven devengos discrecionales negativos que aumentan el riesgo de las empresas en forma operacional, financiera y global. Más recientemente, Datta et al. (2017) apoyan los resultados descritos, indicando que el efecto positivo de earnings management es transversal a diversas medidas de riesgo idiosincrático.

El efecto de las prácticas de manipulación contable sobre el riesgo corporativo puede ser aún más acentuado en firmas con bajas compensaciones gerenciales y altas oportunidades de crecimiento. Estas condiciones aumentarían el riesgo de default (Ting et al., 2009; Huang et al., 2015). Qin y Ren (2017) sostienen que aun cuando la empresa posea los medios de socorro financiero frente a un posible default, el incentivo a defraudar por parte de los gerentes motiva la manipulación de las ganancias, exacerbando los devengos discrecionales negativos y el riesgo de la empresa. Tales efectos serían percibidos por el mercado a través de mayores spreads en bonos (Chen et al., 2015) o retornos anormales en los precios de las acciones (DuCharme et al., 2004). Incluso, la generación de devengos discrecionales positivos y moderados también podrían incrementar el riesgo de la empresa si ésta infla sus ganancias para lograr un crecimiento objetivo (Richardson et al., 2002). Bernard y Skynner (1996) agregan que este mayor riesgo es razonable si se consigue una mejor evaluación de la empresa por parte del mercado.

El efecto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo en firmas latinoamericanas es aún una pregunta abierta. Si consideramos la baja protección legal a los inversores y la elevada concentración de la propiedad de las firmas que caracterizan a los mercados latinoamericanos son condiciones propicias para desarrollar prácticas de earnings management, entonces formularemos la siguiente hipótesis:

H1: *Las prácticas de earnings management tienen un efecto positivo sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.*

Otras investigaciones han encontrado evidencia que se opone a lo descrito previamente, indicando que las prácticas de earnings management podrían reducir el riesgo corporativo

principalmente a través de devengos discrecionales positivos. Varios estudios concuerdan que esta relación negativa se debe a que los gerentes tienen incentivos para manipular las ganancias de sus empresas a fin de reducir el efecto de la sobrevaloración de las oportunidades de crecimiento de la empresa (Burgstahler y Dichev, 1997; Jaggi y Lee, 2002). McNichols y Stubben (2008) agregan que el propósito de este tipo de manipulación contable es minimizar las distorsiones de las expectativas de los inversores en torno al potencial de crecimiento de la empresa. Sin embargo, otros estudios sostienen que los gerentes alterarían los reportes financieros para reducir su riesgo y la probabilidad de incumplimiento de los contratos de deuda. Sweeney (1994) en un estudio empírico realizado a 130 empresas de Estados Unidos señala que las prácticas de earnings management se basan en la modificación de los criterios contables de la depreciación, inventarios e ingresos, y así evitar los costos del incumplimiento de los contratos de deuda. Esta manipulación permite a los gerentes reducir las estimaciones de varios demandantes de la empresa sobre la volatilidad de sus ganancias y disminuir su evaluación de la probabilidad de quiebra. Argumentos que son compartidos por otros estudios empíricos (Defond y Jiambalvo, 1994; Jha, 2013). Incluso, los alcances de la reducción del riesgo permitirían a las empresas que manipulan las ganancias el acceder a préstamos con menor costo y reducir su costo de capital (Lambert et al., 2007). Esta evidencia revela que las prácticas de earnings management son un medio que los gerentes emplean para aminorar el riesgo específico de la empresa, reducir el costo del financiamiento y limitar las consecuencias negativas sobre el precio de las acciones debido a la sobrevaloración de las oportunidades de crecimiento.

De acuerdo a la evidencia empírica analizada, creemos que el efecto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo es no lineal. Charitou et al. (2011), en un estudio realizado a 15.049 empresas estadounidenses durante el período 1990-2004, demostraron que el impacto de la manipulación contable sobre el riesgo de las empresas es no monótono y que depende del tipo de devengo discrecional. Un hecho que para los mercados latinoamericanos aún no ha sido cubierto. Si consideramos que la evidencia que sostiene que las prácticas de earnings management basadas en devengos discrecionales negativos elevan el riesgo de la firma se opone a aquella visión que indica que los devengos discrecionales positivos lo reducen, entonces formulamos la siguiente hipótesis:

H2: *Las prácticas de earnings management tienen un efecto no lineal sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.*

La adopción obligatoria de las normas IFRS podría condicionar el efecto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo. Beattie et al. (1994) sostienen que las mejoras de las normas contables mitigan los usos discrecionales de la información financiera. Es más, Dechow y Skinner (2000) sostienen que los principios contables generalmente aceptados (GAAP) son los que permiten a los gerentes ocultar el verdadero desempeño de la firma, ya que facilitarían la manipulación contable. Estudios recientes avalan la visión de que la adopción de las normas IFRS reducirían las prácticas de earnings management ya que impondrían criterios contables más conservadores y transparentes, así como limitantes sobre la capacidad de los gerentes para manipular la información financiera (Leuz et al., 2003; Barth et al., 2008). La evidencia en mercados emergentes como Brasil (Pelucio-Greeco et al., 2014), China (Ho et al., 2015) y Latinoamérica (Saona y Muro, 2018) avalan esta visión. En relación al efecto de las IFRS sobre el riesgo corporativo, Turki et al. (2016) sostienen que esta normativa contable reduce la asimetría de información, el costo de capital y el riesgo de la empresa.

De esta forma, considerando que las IFRS normalmente reducen el riesgo de la empresa y mitigan el impacto de las prácticas de manipulación contable sobre el mismo, es que creemos que estas normas tienen dos potenciales efectos sobre el riesgo corporativo, plasmadas en las siguientes hipótesis:

H3: *La adopción obligatoria de IFRS mitiga el efecto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.*

H4: *La adopción obligatoria de IFRS reduce el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.*

2.2 Efecto del entorno institucional y el desarrollo financiero en el riesgo corporativo

A nivel país, el entorno institucional y el grado de desarrollo financiero pueden ser determinantes sistémicos de riesgo corporativo. Más aún, considerando que los mercados latinoamericanos se caracterizan por bajos niveles de calidad institucional y un menor nivel de desarrollo financiero en relación a otros mercados emergentes, estos factores pueden ser más relevantes.

El entorno institucional establece las condiciones de acción para una sociedad, lo que lo transforma en un factor relevante para el desarrollo de un país (North, 1990). Diversos estudios empíricos han destacado los beneficios de un entorno institucional saludable, principalmente en incentivar la inversión extranjera directa (Aggarwal y Goodell, 2009a, 2009b, 2010; Effiong, 2015). Estos beneficios se sostienen en una reducción de las asimetrías de información y en una asignación óptima del riesgo por parte de los inversores (Fergusson, 2006; Law y Azman-Saini, 2008, 2012; Meyer et al., 2009; Fernández y Tamayo, 2017). Esta visión ha sido transversal a diferentes aristas de la institucionalidad de un país. En el ámbito público-político, la estabilidad política y democrática promovería la confianza de los inversionistas en las instituciones públicas (Clague et al., 1996; Huang, 2005, 2010; Girma y Shortland, 2008; Roe y Siegel, 2011). En esta misma línea, Smarzynska y Wei (2000) sostienen que una mayor transparencia del Estado y el control de la corrupción en las relaciones políticas del sistema público atraen no sólo la inversión extranjera directa, sino que también reducen sistémicamente el riesgo corporativo. Análisis que es apoyado por otras investigaciones que afirman que el Estado debe fomentar la confianza de los inversores para sostener un menor riesgo (Gelos y Wei, 2002; Prasad et al., 2003; Globberman y Shapiro, 2003).

El entorno privado-regulatorio también es importante en el desarrollo institucional de un país, y sus características difícilmente se pueden separar de la institucionalidad público-política. El Estado es el responsable del diseño e implementación de regulaciones efectivas para las actividades privadas y que fomenten la confianza de los inversores (Perotti y Volpin, 2007; Herger et al., 2008; Ayadi et al., 2015; Mbulawa, 2015). Cuando la regulación promueve la protección de los derechos de los inversores, el riesgo de las empresas disminuye (Claessens et al., 2000; Seyoum,

2009). Incluso, Lerskullawat (2018) agrega que, si al mismo tiempo la regulación reduce las restricciones financieras para las empresas, la inversión de las firmas crece y su riesgo se reduce porque facilita su financiamiento. De hecho, su costo de capital se reduciría proporcionalmente.

Los argumentos esgrimidos, tanto para el entorno institucional público-político como privado-regulatorio, dan cuenta que el fortalecimiento de la institucionalidad de los países reduce el riesgo de las empresas. Esta arista, aún no ha sido cubierta para los mercados latinoamericanos, lo que nos lleva a formular la siguiente hipótesis:

H5: Un entorno institucional de mayor calidad reduce el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.

El desarrollo financiero también puede ser crucial en el riesgo corporativo. Demirgüç-Kunt y Levine (2008) y Singh et al. (2008) sostienen que el desarrollo financiero, tanto del mercado bancario como del mercado de capitales, permite a las empresas acceder a distintas fuentes de financiamiento para sus inversiones. La menor dependencia del financiamiento interno y la reducción del riesgo de liquidez promoverían una reducción del riesgo de la empresa. Love y Mylenko (2003) señalan que los países con mayor desarrollo financiero se caracterizan por tener empresas con menores limitaciones financieras. La robustez del mercado financiero en cuanto a tamaño, capital y liquidez, facilitaría a los inversionistas el dar mayor cobertura crediticia a las decisiones de inversión de las empresas. Idea que es respaldada por otras investigaciones (Claessens et al., 2000; Laeven, 2003; Love, 2003; Guiso et al., 2004; Arellano et al., 2012). A juicio de Morais (2015), esto permitiría a las empresas traspasar el menor riesgo corporativo a un menor costo de financiación. Considerando los argumentos previos y la falta de estudios para mercados latinoamericanos, entonces formularemos la siguiente hipótesis:

H6: El desarrollo financiero tiene un efecto negativo sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas.

Capítulo 3

Datos y métodos

3.1 Muestra de datos

Los datos usados en este artículo fueron extraídos de dos fuentes de información. Por un lado, la información correspondiente a 983 empresas no financieras fue obtenida de Economática®. Las empresas pertenecen a los mercados de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Por otro lado, la información relativa al entorno institucional y desarrollo financiero de cada país fue extraída del Banco Mundial. La información fue organizada en una estructura de datos de panel no balanceado compuesto de 5,469 observaciones tiempo-firma y cubre el período anual 1995-2017.

La tabla 3.1 detalla las variables utilizadas en esta investigación. La variable dependiente es el riesgo corporativo (*RISK*), la cual está medida a través del índice Z-Score de Altman (1968). Un aumento del Z-Score se interpreta como una mayor solvencia empresarial y, por tanto, una menor probabilidad de bancarrota para la firma. Hemos multiplicado este indicador por -1 para que sus aumentos reflejen mayor riesgo corporativo.

Las variables de earnings management (*EM*) son medidas a través de cuatro modelos de manipulación contable. Estos modelos separan los devengos totales (TA_{it}/TAS_{it-1}) en devengos no discrecionales (NDA_{it}/TAS_{it-1}) medidos por el modelo y devengos discrecionales (DA_{it}/TAS_{it-1}) que representan la medida de manipulación. Es decir:

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

Donde la medida de earnings management es el devengo discrecional (DA_{it}) indicado en (1). En esta investigación utilizamos cuatro enfoques para medir estos componentes. La variable $EM1$ corresponde a la medición de los devengos discrecionales a través del modelo de Jones (1991):

$$\frac{TA_{it}}{TAS_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{TAS_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

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 ΔREV_{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 $EM2$ mide los devengos discrecionales mediante el modelo de Jones modificado propuesto por Dechow et al. (1995):

$$\frac{TA_{it}}{TAS_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{TAS_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Donde ΔREC_{it} es el cambio en la recaudación de ingresos, mientras que las demás variables tienen la misma definición que en el modelo de Jones (1991). Esta medición incluye las cuentas por cobrar en la medición de la manipulación contable por cuanto considera que las prácticas de earnings management alteran las ventas al crédito.

La variable $EM3$ corresponde los devengos discrecionales del modelo de Teoh et al. (1998):

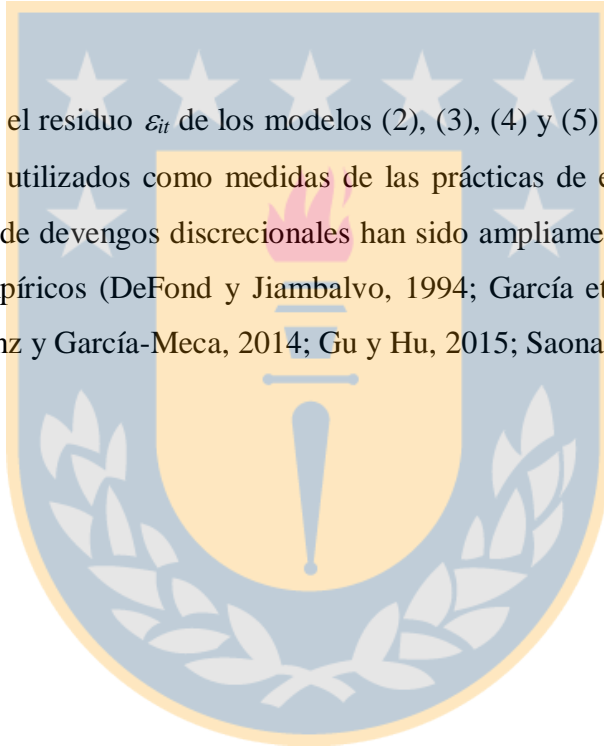
$$\frac{WC_{it}}{TAS_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{TAS_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Donde WC_{it} es el capital de trabajo de la firma i en el período t . El modelo de Teoh et al. (1998) señala que las prácticas de earnings management se originan en las operaciones cotidianas de las empresas, las que radicarían en el capital de trabajo.

Finalmente, $EM4$ 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:

$$\frac{TA_{it}}{TAS_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{TAS_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{TAS_{it-1}} \right) + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

De acuerdo a (1), el residuo ε_{it} de los modelos (2), (3), (4) y (5) son los devengos discrecionales (DA_{it}) utilizados como medidas de las prácticas de earnings management. Estas medidas de devengos discrecionales han sido ampliamente utilizadas por diversos estudios empíricos (DeFond y Jiambalvo, 1994; García et al., 2005; Zack, 2009; Jha, 2013; Sáenz y García-Meca, 2014; Gu y Hu, 2015; Saona y Muro, 2018).



Cuadro 3.1: Variables del estudio

Variable	Description
<i>Dependent variable</i>	
RISK	Firm risk Firm risk measured by Altman's Z-Score multiplied by -1
<i>Earnings management variables</i>	
EM1	Earnings Management 1 Discretionary accruals calculated from a firm-industry cross-sectional regression of Jones (1991) model
EM2	Earnings Management 2 Discretionary accruals calculated from a firm-industry cross-sectional regression of Dechow et al. (1995) model
EM3	Earnings Management 3 Discretionary accruals calculated from a firm-industry cross-sectional regression of Teoh et al. (1998) model
EM4	Earnings Management 4 Discretionary accruals calculated from a firm-industry cross-sectional regression of Kothari et al. (2005) model
<i>Institutional environment variables</i>	
COR	Control of corruption Control of corruption index
PS	Political stability Political stability index
GOV	Government effectiveness Government effectiveness index
REG	Regulation of quality Quality of regulation index
LAW	Rule of law Rule of law index
ACC	Accountability Accountability index
IFRS	IFRS standard Dummy 1 if country adopted IFRS norm and 0 otherwise
<i>Financial development variables</i>	
BOND	Bond market development Bond issues to GDP ratio
STOCK	Stock market development Stock market capitalization to GDP ratio
VOLAT	Stock market volatility Stock volatility is the average of the 360-day volatility of the local index.
BANK	Bank market development Bank credit to GDP ratio
PENS	Pension fund Pension fund to GDP ratio
<i>Other control variables</i>	
P1	Controller-shareholder Percentage of stock of the controlling shareholder
BLOC	Block-holders Sum of percentage of stock from the second to fifth largest shareholders
K	
LEV	Firm leverage Debt to total assets ratio
STD	Debt maturity Short-term debt to total debt ratio
GO	Growth opportunities Growth opportunities measured by Tobin's Q ratio
SIZE	Firm size Firm size measured by the natural logarithm of total assets
TANG	Assets tangibility Long-term assets to total assets ratio
AC	Agency costs Assets turnover ratio
PROF	Firm profitability Return on assets ratio

Fuente: Elaboración propia.

Las variables del entorno institucional (*IE*) están cuantificadas a través de siete proxies. Las variables control de la corrupción (*COR*), efectividad del gobierno (*GOV*) y estabilidad política (*PS*) miden la calidad institucional del país en el ámbito público-político. Por su parte, las variables de calidad regulatoria (*REG*), regla de ley (*LAW*) y transparencia (*ACC*)

representan la calidad institucional en el ámbito privado-regulatorio. Todas estas variables fluctúan entre -2.5 y +2.5, donde los valores positivos (negativos) dan cuenta de un elevado (bajo) desarrollo institucional en el respectivo indicador (Saona y Muro, 2018). También, en el contexto de variables del entorno institucional hemos incluido la variable dummy IFRS que toma valor 1 desde el año en que un país adopta obligatoriamente esta norma contable y 0 en otro caso.

El desarrollo financiero de los países está medido por cinco proxies. Estas variables son el desarrollo del mercado de bonos (*BOND*), desarrollo del mercado accionario (*STOCK*), volatilidad del mercado accionario (*VOLAT*), desarrollo del mercado bancario (*BANK*) y el desarrollo de los fondos de pensiones (*PENS*). Estas variables cubren las diversas aristas de los sistemas financieros de los países y han sido sugeridas por diversos estudios (Demirgüç-Kunt y Levine, 2008; Singh et al., 2008; Saona y Muro, 2018).

Finalmente, también utilizamos características de las firmas para controlar el riesgo corporativo. Usamos la propiedad del accionista controlador (*PI*) y la propiedad de accionistas blockholders (*BLOCK*) como proxies de la estructura de propiedad (Chen et al., 1998; John et al., 2008; Teshima y Shuto, 2008; Paligorova, 2010). El leverage (*LEV*), medido por el ratio deuda sobre activos, y la madurez de la deuda (*STD*), medida por el ratio de deuda de corto plazo sobre deuda total, son utilizadas como medios de control externo sobre el riesgo corporativo (Arcas, 1991; Azofra 1997). También se incluyen otras variables de control como las oportunidades de crecimiento (*GO*), tamaño de la firma (*SIZE*), tangibilidad de los activos (*TANG*), costos de agencia (*AC*), medidos inversamente por la rotación de activos, y la rentabilidad de la firma (*PROF*).

3.2 Metodología econométrica

En esta sección presentamos los modelos econométricos utilizados en esta investigación. Para determinar el efecto de las prácticas de earnings management y su impacto iterativo con IFRS sobre el riesgo corporativo usamos el estimador GMM de Arellano y Bond (1991) para el siguiente modelo de datos de panel:

$$RISK_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 (EM_{it} \times IFRS) + \beta_3 EM_{it}^2 + \sum_k \beta_k X_{kit} + \eta_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Donde $RISK_{it}$ es la variable dependiente que mide el riesgo corporativo de la firma i en el período t . La variable EM_{it} representa las prácticas de earnings management, las que son cuantificadas de acuerdo a lo señalado en la tabla 3.1. Asimismo, EM_{it}^2 son las prácticas de earnings management al cuadrado que se utiliza para determinar el potencial efecto no lineal de la manipulación contable sobre el riesgo corporativo. Incluimos la variable interactiva ($EM_{it} \times IFRS$) para analizar el impacto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas desde que éstas adoptaron obligatoriamente las IFRS. El riesgo corporativo también es controlado por características de las empresas agrupadas en el set de regresores X_{kit} y que se detallan en la tabla 3.1.

Estimamos un segundo modelo para analizar el impacto del entorno institucional sobre el riesgo corporativo. El modelo es:

$$RISK_{it} = \beta_0 + \beta_1 IE_{jt} + \sum_k \beta_k X_{kit} + \eta_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

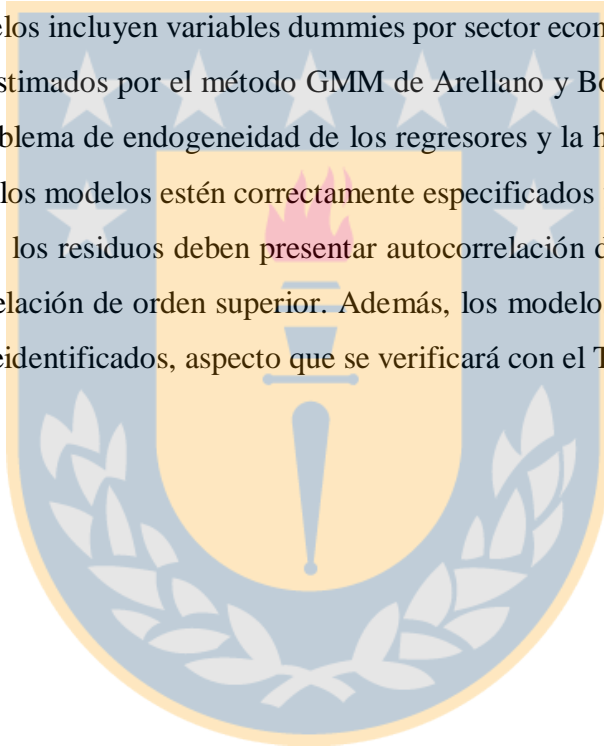
Donde $RISK_{it}$ es la variable dependiente que mide el riesgo corporativo de la firma i en el período t . La variable IE_{jt} representa el desarrollo del entorno institucional del país j en el período t medido separadamente por el control de la corrupción (COR), efectividad del gobierno (GOV), estabilidad política (PS), calidad regulatoria (REG), regla de ley (LAW), transparencia (ACC) y las normas internacionales de contabilidad ($IFRS$). Las demás variables están definidas de forma similar al modelo (6).

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

$$RISK_{it} = \beta_0 + \beta_1 FD_{jt} + \sum_k \beta_k X_{kit} + \eta_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Donde $RISK_{it}$ es la variable dependiente que mide el riesgo corporativo de la firma i en el período t . La variable FD_{jt} representa el desarrollo financiero del país j en el período t . Según la tabla 3.1, esta variable está medida por el desarrollo del mercado de bonos ($BOND$), desarrollo del mercado accionario ($STOCK$), volatilidad del mercado accionario ($VOLAT$), desarrollo del mercado bancario ($BANK$) y el desarrollo de los fondos de pensiones ($PENS$). Las demás variables están definidas de forma similar a los modelos (6) y (7).

Los modelos (6), (7) y (8) incluyen efectos individuales η_i asociados a la firma i y efectos temporales η_t ligados al año t . Para controlar la heterogeneidad dentro de un mismo país, los modelos incluyen variables dummies por sector económico. Todos estos modelos fueron estimados por el método GMM de Arellano y Bond (1991) con el cual se corrige el problema de endogeneidad de los regresores y la heterogeneidad no observable. Para que los modelos estén correctamente especificados y sus estimadores sean consistentes, los residuos deben presentar autocorrelación de primer orden y ausencia de autocorrelación de orden superior. Además, los modelos deben estar instrumentalmente sobreidentificados, aspecto que se verificará con el Test de Sargan.



Capítulo 4

Resultados empíricos

4.1 Análisis descriptivo

La Tabla 4.1.1 muestra el análisis descriptivo de toda la muestra, mientras que la Tabla 4.1.2 señala las estadísticas por país. El riesgo corporativo (*RISK*), medido por el inverso aditivo del Z-Score, en promedio es -12.90. Este resultado muestra que en promedio las empresas latinoamericanas tienen una baja probabilidad de bancarrota, y por tanto un bajo riesgo. Sin embargo, entre países se observa una evidente heterogeneidad. Chile y Perú son los países cuyas empresas tienen el nivel de riesgo corporativo más bajo de la región, mientras que las empresas brasileñas son más riesgosas.

Las medidas de earnings management dan cuenta de prácticas de manipulación contable en las empresas latinoamericanas. En promedio, las firmas desarrollan devengos discrecionales positivos y estadísticamente significativos en todas sus mediciones. De esta forma, habría una tendencia a manipular las ganancias para divulgar al mercado más de lo esperado. Sólo en el caso de las empresas brasileñas se observan devengos discrecionales negativos en todas las mediciones.

Cuadro 4.1.1: Estadística descriptiva

Variable	Full Sample	
	Mean	S.D.
<i>Dependent variable</i>		
RISK	-12.90	53.58
<i>Earnings management variables</i>		
EM1 (<i>t</i> ***)	0.11	1.28
EM2 (<i>t</i> ***)	0.30	2.73
EM3 (<i>t</i> ***)	0.12	1.25
EM4 (<i>t</i> ***)	0.04	1.24
<i>Institutional environment variables</i>		
COR	0.17	0.70
PS	-0.15	0.54
GOV	0.21	0.55
REG	0.42	0.61
LAW	0.03	0.71
ACC	0.47	0.37
<i>Financial development variables</i>		
BOND	1.49	0.90
STOCK	44.75	32.54
VOLAT	33.33	20.96
BANK	45.48	26.93
PENS	24.79	18.76
<i>Other control variables</i>		
P1	49.37	28.68
BLOCK	31.41	15.26
LEV	44.03	31.03
STD	51.71	27.43
GO	1.69	26.70
SIZE	19.42	2.42
TANG	63.47	24.63
AC	0.63	0.52
PROF	4.24	14.79

Fuente: Elaboración propia.

A nivel país, el entorno institucional y financiero de los países latinoamericanos da cuenta de su bajo nivel de desarrollo. Las variables que miden la calidad institucional exhiben promedios que bordean el valor 0. La transparencia (*ACC*) y la calidad regulatoria (*REG*) son los atributos institucionales mejor valorados, con promedios de 0.47 y 0.42, respectivamente. Ello contrasta con regla de ley (*LAW*) y la estabilidad política, cuyos promedios son 0.03 y -0.15, en forma respectiva. Estos resultados revelan que, si bien los mercados latinoamericanos han avanzado en materias regulatorias, sus bajos niveles de protección a los inversionistas y la inestabilidad política de algunos países retrasarían su

desarrollo institucional. En esta materia, Chile destaca como el país institucionalmente más desarrollado, mientras que los demás países dan cuenta de importantes deficiencias en los ámbitos público-político y privado-regulatorio.

Las variables que cuantifican el desarrollo financiero de los países latinoamericanos indican un contexto similar al desarrollo institucional. El desarrollo del mercado bancario y de acciones son los más relevantes en la región, con promedios de 45.48% y 44.75% del PIB, respectivamente. El mercado de bonos claramente es el más pequeño con un promedio de 1.49% del PIB. Chile destaca como el país con mayor desarrollo financiero, marcando diferencias en todas las medidas. Los promedios de desarrollo de sus mercados de bonos (2.22%), acciones (92.88%), bancario (73.34%) y fondo de pensiones (48.69%), están por sobre el promedio de la región. Incluso, es el mercado menos riesgoso de la región, con una volatilidad de 18.33%, mientras que Argentina y Brasil serían los mercados de mayor riesgo.



Cuadro 4.1.2: Estadística descriptiva por país

Variable	Statistical Summary by country											
	Argentina		Brazil		Chile		Colombia		Mexico		Peru	
	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.
<i>Dependent variable</i>												
RISK	-28.08	81.82	-8.29	21.50	-56.20	32.63	-16.58	29.83	-21.00	70.39	-45.84	26.50
<i>Earnings management variables</i>												
EM1	0.14	0.97	-0.25	5.79	0.20	0.25	0.12	0.16	0.23	0.29	0.22	0.22
EM2	0.73	10.36	-0.60	4.20	0.43	0.40	0.34	0.48	0.46	0.43	0.44	0.52
EM3	0.16	0.95	-0.27	5.65	0.22	0.25	0.14	0.16	0.24	0.29	0.23	0.22
EM4	0.03	0.97	-0.09	5.54	0.07	0.25	0.01	0.17	0.10	0.28	0.09	0.21
<i>Institutional environment variables</i>												
COR	-0.37	0.12	-0.06	0.16	1.43	0.11	-0.30	0.11	-0.39	0.19	-0.32	0.11
PS	-0.08	0.25	-0.14	0.21	0.54	0.22	-1.65	0.39	-0.57	0.26	-0.83	0.26
GOV	-0.07	0.17	-0.08	0.11	1.19	0.08	-0.13	0.14	0.21	0.08	-0.28	0.21
REG	-0.57	0.48	0.10	0.17	1.45	0.05	0.19	0.19	0.32	0.10	0.36	0.17
LAW	-0.55	0.26	-0.19	0.14	1.30	0.08	-0.49	0.19	-0.48	0.10	-0.59	0.08
ACC	0.35	0.07	0.45	0.08	1.02	0.15	-0.20	0.16	0.13	0.12	0.01	0.25
<i>Financial development variables</i>												
BOND	0.33	0.16	1.35	0.61	2.22	1.01	0.94	0.77	1.65	0.85	0.92	0.62
STOCK	13.42	5.09	34.71	20.45	92.88	22.38	27.13	19.70	27.22	8.33	28.33	16.70
VOLAT	42.57	24.08	44.17	22.92	18.33	4.55	20.58	5.78	23.90	7.36	24.29	9.21
BANK	15.82	4.85	48.42	22.96	73.34	21.81	34.67	8.17	21.48	5.33	22.06	6.60
PENS	8.49	3.09	13.94	1.72	48.69	12.13	10.05	7.01	7.92	3.36	14.49	5.00
<i>Firms-level characteristics</i>												
P1	66.96	16.36	49.06	28.50	44.95	22.14	40.76	21.96	46.63	23.72	55.82	36.96
BLOCK	11.32	13.15	33.20	14.95	28.49	15.27	32.45	12.25	31.75	16.29	37.25	14.63
LEV	35.77	33.93	51.46	23.26	46.75	57.24	39.92	21.27	49.14	31.05	41.14	19.40
STD	46.25	26.86	48.16	27.53	50.02	27.12	60.97	28.62	50.20	24.45	59.50	26.09
GO	2.02	5.17	1.06	42.84	2.46	9.60	1.11	0.90	2.00	2.01	1.68	2.24
SIZE	19.17	1.83	19.28	2.88	19.40	2.13	20.31	1.65	20.60	1.52	18.70	1.70
TANG	59.55	23.93	63.05	26.46	68.48	22.44	71.12	12.76	59.79	23.23	65.03	20.29
AC	0.66	0.55	0.55	0.53	0.57	0.52	0.67	0.70	0.71	0.46	0.64	0.48
PROF	1.24	9.92	-5.98	21.63	4.17	11.21	5.12	17.09	3.99	12.75	3.80	8.78

Fuente: Elaboración propia.

Las características de las empresas presentan un mayor grado de similitud entre los países. El accionista controlador (*PI*) posee en promedio un 49.37% de la propiedad de las empresas latinoamericanas, mientras que entre los cuatro siguientes mayores accionistas (*BLOCK*) acumulan un 31.41%. Estas cifras revelan la elevada concentración de la propiedad de las empresas latinoamericanas y que se condice con la baja protección legal hacia los inversores que caracteriza a estos mercados (*LAW*). De hecho, la propiedad de los accionistas controladores es mucho mayor en Argentina (66.96%) y Perú (55.82%), países donde la regla de ley da cuenta de esta menor protección a los inversores.

Las características de la política de endeudamiento de las empresas latinoamericanas dan cuenta del menor uso de deuda como fuente de financiación. El leverage (*LEV*) de las

empresas de la región indica que en promedio éstas financian sus inversiones con un 44.03% de deuda, y de ésta el 51.71% es de corto plazo (*STD*). A nivel país, resaltan las empresas argentinas como las que usan menos deuda (35.77%) y tienen menor proporción de deuda de corto plazo de la región (46.25%). Otras cualidades de las empresas señalan que sus oportunidades de crecimiento (*GO*) indican una Q de Tobin promedio de 1.69, el 63.47% de sus activos son de largo plazo (*TANG*), tienen una rotación de activos (*AC*) promedio de 0.63 y una rentabilidad sobre los activos (*PROF*) de 4.24%.

4.2 Efecto de las prácticas de earnings management y la adopción obligatoria de las normas IFRS en el riesgo corporativo

La Tabla 4.2 presenta los resultados del modelo (6), con el cual medimos los efectos de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo. Cabe señalar que todos los modelos satisfacen las condiciones de especificación indicadas por Arellano y Bond (1991). La consistencia de los estimadores GMM está garantizada por cuanto el test z denotado como AR1 revela la presencia de autocorrelación de primer orden, mientras que el test AR2 descarta la existencia de autocorrelación de segundo orden. Por otra parte, el test de Sargan señala que el modelo se encuentra sobreidentificado instrumentalmente. Finalmente, el test de Wald es una prueba chi-cuadrado que sostiene la significancia global de todos los modelos.

En cuanto a ciertas variables de control, los resultados muestran los efectos esperados acorde a otras investigaciones. La propiedad del accionista controlador (*PI*) tiene un efecto negativo y significativo, mientras que la propiedad de los accionistas blockholders (*BLOCK*) tiene un efecto positivo. De acuerdo a los planteamientos de la teoría de agencia de Jensen y Meckling (1976), la concentración de la propiedad en el accionista controlador reduce el riesgo corporativo, mientras que un incremento de la propiedad de los accionistas no controladores es una fuente de riesgo debido a potenciales conflictos de intereses. Un resultado que está en línea con otras investigaciones

(Chen et al., 1998; John et al., 2008; Teshima y Shuto, 2008; Paligorova, 2010). La política de financiamiento tiene los efectos positivos esperados sobre el riesgo corporativo. Si bien el leverage (*LEV*) tiene un efecto no significativo, el impacto de la deuda de corto plazo (*STD*) sí lo es. Estos resultados demuestran que la deuda de corto plazo incrementa el riesgo corporativo por cuanto acentúa los problemas de liquidez de las empresas (Arcas, 1991; Azofra 1997). Otros resultados revelan que las oportunidades de crecimiento (*GO*) y la tangibilidad del riesgo (*TANG*) tienen un efecto positivo y significativo sobre el riesgo corporativo; mientras que el impacto del tamaño de la firma (*SIZE*) y la rentabilidad (*PROF*) es negativo.



Cuadro 4.2: Efecto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo

Coefficients	<i>Dependent variable: Corporate risk measured by Z-Score multiplied by -1.</i>			
	Jones (1991)	Dechow et al. (1995)	Teoh et al. (1998)	Kothari et al. (2005)
Constant	-144.87 (-1.32)	-152.02 (-1.59)	-134.36 (-1.25)	-138.09 (-1.37)
<i>Earnings management and IFRS standars variables</i>				
EM	33.01 (2.64)***	21.47 (2.25)**	35.92 (2.84)***	41.51 (3.01)***
EM × IFRS	-17.63 (-3.95)***	-14.84 (-2.73)***	-22.13 (-2.90)***	-19.27 (-2.59)***
EM squared	-39.16 (-2.26)**	-34.92 (-1.97)**	-44.36 (-2.28)**	-32.94 (-3.81)***
<i>Firm-level determinants</i>				
P1	-0.274 (-2.12)**	-0.219 (-2.01)**	-0.284 (-2.35)**	-0.293 (-2.89)***
BLOCK	0.157 (2.97)***	0.189 (2.52)**	0.136 (2.59)***	0.195 (2.66)***
LEV	9.856 (1.24)	8.258 (1.09)	9.375 (1.37)	7.917 (1.11)
STD	2.375 (3.06)***	2.271 (2.22)**	1.914 (2.01)**	2.003 (2.13)**
GO	0.198 (2.34)**	0.216 (2.29)**	0.209 (2.30)**	0.248 (3.05)***
SIZE	-3.094 (-2.34)**	-3.971 (-2.60)***	-4.142 (-3.37)***	-3.081 (-2.19)**
TANG	95.091 (4.84)***	93.127 (4.92)***	78.371 (4.28)***	87.202 (4.19)***
AC	-0.582 (-0.77)	-0.601 (-0.93)	-0.389 (-0.29)	-0.663 (-0.82)
PROF	-2.038 (-19.33)***	-2.115 (-21.91)***	-2.274 (-18.45)***	-2.403 (-24.99)***
Sample	5469	5469	5469	5469
Wald test	(969.15)***	(835.38)***	(936.42)***	(975.24)***
AR1	(-3.01)***	(-2.95)***	(-3.12)***	(-3.25)***
AR2	(-1.12)	(-0.99)	(-1.04)	(-1.39)
Sargan test	(45.03)	(44.21)	(39.83)	(41.89)
Country effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Sector effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Time effect	Yes	Yes	Yes	Yes

Superíndices ***, ** y * indican significancia al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

Las prácticas de earnings management (*EM*) tienen un efecto positivo y significativo sobre el riesgo corporativo, lo cual valida la hipótesis H1. En línea con otros estudios, este resultado demuestra que las prácticas de manipulación contable incrementan el riesgo de las firmas latinoamericanas (Richardson, 2002; Neffati et al., 2011; Huang et al., 2015; Datta et al., 2017; Qin y Ren, 2017). Además, su impacto es no lineal,

hecho que soporta la hipótesis H2. La forma de U invertida sugiere que la relación positiva entre estas prácticas de manipulación contable y el riesgo corporativo se concentra en devengos discrecionales negativos o moderadamente positivos. Para el caso de devengos discrecionales positivos y elevado riesgo corporativo, el efecto se revierte. Según diversos estudios, este segundo efecto permite a las empresas que manipulan las ganancias reducir el riesgo corporativo, principalmente cuando sus oportunidades de crecimiento se encuentran sobrevaloradas, existe una sobreestimación del desempeño de la empresa por parte del mercado o un posible incumplimiento de los contratos de deuda (Defond y Jiambalvo, 1994; Sweeney, 1994; Burgstahler y Dichev, 1997; Jaggi y Lee, 2002; McNichols y Stubben, 2008; Jha, 2013). Estos resultados ratifican la visión de que el tipo de devengo discrecional logrado a través de las prácticas de earnings management es relevante al momento de definir su impacto sobre el riesgo corporativo. Finalmente, la variable ($EMit \times IFRS$) es negativa y significativa a 1%. Este resultado sostiene la hipótesis H3, con lo cual se concluye que la adopción obligatoria de las IFRS mitiga el efecto de la manipulación contable sobre el riesgo corporativo. La aplicación de criterios contables más conservadores limitaría la capacidad de los gerentes para manipular las ganancias, reversando el efecto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo (Leuz et al., 2003; Barth et al., 2008; Pelucio-Greco et al., 2014; Ho et al., 2015).

4.3 Efecto del desarrollo institucional y financiero sobre el riesgo corporativo.

Las Tablas 4.3.1 y 4.3.2 presentan los resultados de los modelos (7) y (8), con los cuales evaluamos los efectos del entorno institucional y desarrollo financiero sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas. Todos los modelos fueron estimados por el método GMM de Arellano y Bond (1991). Los estimadores son consistentes por cuanto el test AR1 indica la presencia de autocorrelación de primer orden, mientras que el test AR2 descarta la existencia de autocorrelación de segundo orden.

El test de Sargan revela que el modelo está sobreidentificado instrumentalmente, mientras que la prueba de Wald sostiene la significancia global de todos los modelos estimados.

En forma similar a los resultados de la Tabla 4, algunas características de las empresas tienen los mismos efectos esperados sobre el riesgo corporativo. La propiedad del accionista controlador (*PI*), tamaño de la firma (*SIZE*) y la rentabilidad (*PROF*) tienen un efecto negativo. Mientras que la propiedad de los accionistas blockholders (*BLOCK*), el leverage (*LEV*), la deuda de corto plazo (*STD*), las oportunidades de crecimiento (*GO*) y la tangibilidad de sus activos (*TANG*) tienen un impacto positivo sobre el riesgo.

El entorno institucional tiene efectos significativos sobre el riesgo corporativo. En el ámbito público-político, el control de la corrupción (*COR*), la estabilidad política (*PS*) y efectividad gubernamental (*GOV*) tienen un impacto negativo y significativo sobre el riesgo corporativo. Estos hallazgos corroboran la visión de que un Estado más efectivo, estable y más transparente promueve una reducción del riesgo corporativo. La mayor confianza de los inversionistas en el funcionamiento del Estado, atrae inversión extranjera y sostiene esta reducción sistémica del riesgo (Smarzynska y Wei, 2000; Gelos y Wei, 2002; Prasad et al., 2003; Globerman y Shapiro, 2003). En el ámbito privado-regulatorio, la calidad de la regulación para el desarrollo de actividades privadas (*REG*), la regla de ley (*LAW*) y la transparencia (*ACC*) también tienen un efecto negativo sobre el riesgo corporativo. Las mejoras institucionales en estos aspectos reducirían el riesgo corporativo por cuanto promoverían la protección de los derechos de los inversores y reducirían las restricciones financieras que enfrentan las empresas latinoamericanas (Claessens et al., 2000; Seyoum, 2009; Lerskullawat, 2018). Los efectos del entorno público-político y privado-regulatorio sobre el riesgo corporativo validan la hipótesis H5. Institucionalmente, la adopción obligatoria de las normas IFRS también reduce el riesgo corporativo, resultado que soporta la hipótesis H4. La implementación de esta norma reduce directamente el riesgo de las empresas por cuanto mitiga las asimetrías de información y reduciría el costo de capital (Turki et al., 2016).

Cuadro 4.3.1: Impacto del entorno institucional en el riesgo corporativo

Coefficients	<i>Dependent variable: Corporate risk measured by Z-Score multiplied by -1.</i>						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constant	-133.14 (-2.21)**	-175.29 (-2.33)**	-189.23 (-1.89)*	-193.12 (-2.42)**	-213.94 (-1.99)**	-193.06 (-2.17)**	-203.17 (-2.01)**
<i>Institutional environment variables</i>							
COR	-19.68 (-2.21)**						
PS		-23.01 (-2.46)**					
GOV			-22.13 (-2.38)**				
REG				-25.48 (-2.77)**			
LAW					-21.36 (-2.05)**		
ACC						-32.95 (-3.01)**	
IFRS							-15.22 (-2.43)**
<i>Firm-level determinants</i>							
P1	-0.365 (-2.89)**	-0.341 (-2.44)**	-0.308 (-2.45)**	-0.361 (-2.61)**	-0.335 (-2.53)**	-0.373 (-2.72)**	-0.139 (-2.41)**
BLOCK	0.194 (3.01)**	0.187 (2.38)**	0.201 (2.92)**	0.193 (2.34)**	0.181 (2.29)**	0.199 (2.73)**	0.096 (3.11)**
LEV	13.271 (2.14)**	14.034 (2.59)**	13.268 (2.42)**	15.184 (2.88)**	15.059 (2.63)**	12.116 (2.07)**	7.113 (2.47)**
STD	2.547 (3.23)**	3.036 (3.77)**	2.757 (3.41)**	3.133 (3.91)**	2.966 (3.03)**	2.429 (3.38)**	0.937 (4.01)**
GO	0.136 (1.78)*	0.137 (1.69)*	0.127 (1.73)*	0.131 (1.85)*	0.129 (1.91)*	0.122 (1.86)*	0.081 (2.08)**
SIZE	-2.472 (-2.01)**	-2.375 (-2.38)**	-2.691 (-2.17)**	-2.581 (-1.99)**	-2.419 (-2.13)**	-2.375 (-2.07)**	-1.103 (-3.38)**
TANG	73.838 (3.85)**	71.935 (3.81)**	69.018 (3.62)**	78.371 (3.91)**	67.121 (3.59)**	73.952 (3.87)**	32.107 (3.56)**
AC	-0.231 (-0.34)	-0.203 (-0.25)	-0.257 (-0.55)	-0.264 (-0.63)	-0.234 (-0.39)	-0.241 (-0.81)	-0.098 (-1.18)
PROF	-2.868 (-13.82)**	-2.201 (-12.92)**	-2.927 (-12.01)**	-2.335 (-13.95)**	-2.984 (-13.03)**	-2.365 (-14.25)**	-1.185 (-11.96)**
Sample	5253	5253	5253	5253	5253	5253	5253
Wald test	(843.53)**	(826.80)**	(829.84)**	(846.73)**	(828.82)**	(835.39)	(994.98)**
AR1	(-3.84)**	(-3.26)**	(-3.18)**	(-2.91)**	(-4.01)**	(-3.34)**	(-3.82)**
AR2	(-1.43)	(-1.16)	(-1.46)	(-1.02)	(-1.19)	(-0.95)	(-1.07)
Sargan test	(45.83)	(48.02)	(44.58)	(45.73)	(46.11)	(42.83)	(45.97)
Country effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Sector effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Time effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Superíndices ***, ** y * indican significancia estadística al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4.3.2: Impacto del desarrollo financiero en el riesgo corporativo.

Coefficients	<i>Dependent variable: Corporate risk measured by Z-Score multiplied by -1.</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constant	-326.33 (-3.14)***	-275.01 (-2.78)***	-242.91 (-3.93)***	-288.48 (-2.96)***	-251.22 (-4.03)***
<i>Financial development variables</i>					
BOND	-3.946 (-2.77)***				
STOCK		-2.658 (-3.24)***			
VOLAT			0.967 (4.08)***		
BANK				-1.648 (-2.82)***	
PENS					-2.945 (-2.59)***
<i>Firm-level determinants</i>					
P1	-0.153 (-1.74)*	-0.164 (-1.73)*	-0.118 (-1.77)*	-0.192 (-1.88)*	-0.175 (-1.95)*
BLOCK	0.132 (1.67)*	0.113 (1.42)	0.137 (1.73)*	0.128 (1.15)	0.091 (1.05)
LEV	9.638 (1.02)	8.956 (0.99)	9.141 (0.84)	7.972 (1.09)	7.337 (0.92)
STD	0.978 (1.04)	1.163 (1.13)	0.879 (0.92)	0.991 (0.99)	1.142 (1.08)
GO	0.243 (2.85)***	0.292 (2.90)***	0.274 (2.88)***	0.211 (2.02)**	0.285 (2.69)***
SIZE	-3.527 (-3.36)***	-3.363 (-3.15)***	-3.157 (-3.11)***	-3.953 (-3.77)***	-2.938 (-2.89)***
TANG	85.863 (3.98)***	82.351 (3.73)***	84.016 (3.83)***	79.817 (3.13)***	80.913 (3.51)***
AC	-0.092 (-0.19)	-0.113 (-0.34)	-0.091 (-0.27)	-0.127 (-0.39)	-0.109 (-0.21)
PROF	-3.933 (-15.44)***	-3.716 (-16.38)***	-3.415 (-13.26)***	-3.625 (-15.01)***	-4.018 (-16.92)***
Sample	4904	4904	4904	4904	4904
Wald test	(895.35)***	(892.04)***	(884.13)***	(890.39)***	(893.81)***
AR1	(-3.83)***	(-2.95)***	(-3.14)***	(-3.26)***	(-3.61)***
AR2	(-0.99)	(-0.86)	(-1.03)	(-0.98)	(-1.18)
Sargan test	(39.73)	(35.84)	(37.02)	(34.95)	(33.15)
Country effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Sector effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Time effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Superíndices ***, ** y * indican significancia estadística al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

El desarrollo financiero también tiene efectos relevantes sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas. El desarrollo de los mercados de bonos (*BOND*), mercados accionarios (*STOCK*), bancarios (*BANK*) y fondos de pensiones (*PENS*) reducen sistemática y significativamente el riesgo corporativo. Incluso, una reducción de la volatilidad de los mercados accionarios (*VOLAT*) conduciría al mismo efecto. Estos resultados avalan la hipótesis H6. Acorde con distintos estudios enfocados en otros mercados, un mayor desarrollo financiero contribuiría a reducir las limitaciones financieras de las empresas, permitiendo el acceso a distintos mercados para su financiación. El efecto final es la reducción del riesgo corporativo (Claessens et al., 2000; Guiso et al., 2004; Love y Mylenko, 2003; Laeven, 2003; Love, 2003; Arellano et al., 2012; Morais, 2015).



Capítulo 5

Conclusiones

El riesgo corporativo ha concitado el interés de muchos investigadores debido a sus implicancias sobre las decisiones de las empresas y de los inversores. Dada sus connotaciones, diversas investigaciones han estudiado los factores que explican el riesgo corporativo, encontrando factores propios de las empresas y del país como sus determinantes.

Los mercados latinoamericanos están caracterizados principalmente por la menor protección legal para los inversionistas y regulaciones menos rigurosas en relación a los mercados desarrollados. Estas condiciones han facilitado las prácticas de earnings management en las empresas y sus alcances sobre el riesgo corporativo todavía no han sido del todo explorados. Aun cuando no existe un consenso mayoritario en la literatura, diversas investigaciones sostienen que estas prácticas de manipulación contable incrementan el riesgo corporativo, principalmente cuando se desarrollan devengos discrecionales negativos. Tales prácticas estarían asociadas a conflictos de intereses entre accionistas, alteraciones en el pago de impuestos, incidencia sobre las perspectivas de crecimiento de la empresa o simplemente defraudar a la firma. Tales hallazgos también se observarían para devengos discrecionales positivos. Otros estudios han demostrado que las prácticas de earnings management podrían reducir el riesgo corporativo, principalmente si se desea evitar el incumplimiento de contratos de deuda. Estos resultados sostienen que el tipo de manipulación contable tendría efectos dispares sobre el riesgo corporativo, y que para los mercados latinoamericanos es relevante investigar ante la falta de estudios.

El desarrollo institucional y financiero también podría explicar el riesgo corporativo. Durante la última década, los países latinoamericanos han reducido las barreras a la inversión extranjera y liberalizado sus mercados, permitiendo a las empresas atraer

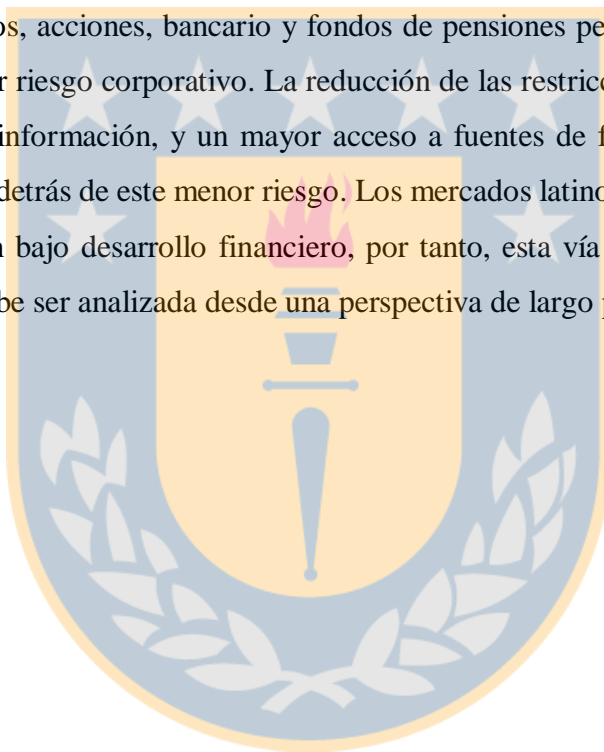
nuevos inversionistas. Esto, según algunos estudios empíricos, ha generado una reducción del riesgo de las empresas por cuanto les ha permitido acceder a fuentes de financiamiento a menor costo. Sin embargo, las características institucionales de estos países aún dan cuenta de una fragilidad institucional y falta de desarrollo financiero que podría incidir sistémicamente sobre el riesgo corporativo de las empresas.

Nuestra investigación indaga en los efectos de las prácticas de earnings management, entorno institucional y desarrollo financiero sobre el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas. Nuestros aportes a la evidencia empírica los podemos resumir en tres puntos. Primero, las prácticas de earnings management incrementan significativamente el riesgo corporativo. Sin embargo, la no linealidad de su efecto sugiere que el tipo de manipulación contable define el efecto final sobre el riesgo de la empresa. Por un lado, la manipulación contable asociada a devengos discrecionales negativos incrementaría el riesgo corporativo. Normalmente, este tipo de devengos están motivados por la existencia de problemas entre accionistas, posibilidades de expropiación de riqueza, reducción de pago de impuestos, o la defraudación de la empresa. Por otro lado, las prácticas de earnings management también son empleadas para reducir el riesgo corporativo, relación observada en firmas de elevado riesgo y que generan devengos discrecionales positivos. En todo caso la adopción obligatoria de IFRS atenúa el efecto de las prácticas de earnings management sobre el riesgo corporativo. Estos resultados tienen implicancias relevantes para los inversores por cuanto nuestros resultados les facilitarían la toma de decisiones de inversión y les permitiría identificar a las empresas de acuerdo a las características que impulsan su riesgo. Implicancias que se extienden también para las instituciones supervisoras del mercado de valores. Para tales organismos, se les entrega una base empírica para el diseño de políticas que mejoren la aplicación de los criterios contables bajo IFRS.

Segundo, el desarrollo de entorno institucional reduce significativamente el riesgo corporativo de las empresas latinoamericanas. Mejoras relevantes del entorno público-político promueven una disminución sistémica del riesgo. Un mayor control de la corrupción, un gobierno más efectivo y estable son fuentes de menor riesgo para las empresas de la región. Las mejoras del entorno institucional privado-regulatorio tienen un

impacto similar. Una mayor protección de los derechos de los inversores y regulaciones efectivas para los privados promueven también un menor riesgo. Estos hallazgos cobran una implicancia mayor para los mercados latinoamericanos, principalmente por la fragilidad institucional imperante en ellos. De esta forma, las políticas institucionales de los Estados deben ir dirigidas a crear un entorno que promueva la confianza de los inversores en las instituciones públicas, y facilitar la inversión extranjera directa en la región.

Finalmente, el desarrollo de los mercados financieros también es una vía que reduce el riesgo. Políticas financieras orientadas a generar una mayor penetración sistémica de los mercados de bonos, acciones, bancario y fondos de pensiones permitiría a las empresas tener un menor riesgo corporativo. La reducción de las restricciones financieras y de la asimetría de información, y un mayor acceso a fuentes de financiamiento de menor costo estarían detrás de este menor riesgo. Los mercados latinoamericanos están caracterizados por un bajo desarrollo financiero, por tanto, esta vía de reducción del riesgo corporativo debe ser analizada desde una perspectiva de largo plazo.



Bibliografía

- [1]. Aggarwal, R. and Goodell, J. (2009a), “Markets and Institutions in Financial Intermediation: National Characteristics as Determinants”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, No. 10, pp. 1770-1780.
- [2]. Aggarwal, R. and Goodell, J. (2009b), “Markets versus institutions in developing countries: National attributes as determinants”, *Emerging Markets Review*, Vol. 10, No. 1, pp. 51-66.
- [3]. Aggarwal, R. and Goodell, J. (2010), “Financial markets versus institutions in European countries: Influence of culture and other national characteristics”, *International Business Review*, Vol.19, No. 5, pp. 502-520.
- [4]. Altman, E. (1968), “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, pp. 589–609.
- [5]. Arcas, M. (1991), “Estudio de la asociación entre el riesgo sistemático del mercado y determinadas variables contables”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 20, No. 66, pp. 127-150.
- [6]. Arellano, M. and Bond, S. (1991), “Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 58, No. 2, pp. 277-297.
- [7]. Arellano, C., Bai, Y. and Zhang, J. (2012), “Firm dynamics and financial development”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 59, No. 6, pp. 533-549.
- [8]. Ayadi R., Arbak E., Naceur S., De Groen W. (2015) Determinants of Financial Development Across the Mediterranean. In: Ayadi R., Dabrowski M., De Wulf L. (eds) Economic and Social Development of the Southern and Eastern Mediterranean Countries. Springer, Cham.
- [9]. Azofra, V., Rodriguez, J. and Vallelado, E. (1997), “Determinantes del riesgo de las empresas industriales españolas”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 26, No. 92, pp. 749-775.

- [10]. Barth, M., Landsman, W. and Lang, M. (2008), "International accounting standards and accounting quality", *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 3, pp. 467-498.
- [11]. Beattie, V., Brown, S., Ewers, D., John, B., Manson, S., Thomas, D. and Turner, M. (1994), "Extraordinary Items and Income Smoothing: A Positive Accounting Approach", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 21, No. 6, pp. 791-811.
- [12]. Bedard, J. and Johnstone, K. (2004), "Earnings Manipulation Risk, Corporate Governance Risk, and Auditors' Planning and Pricing Decisions", *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 2, pp. 277-304.
- [13]. Bernard, V. and Skinner, D. (1996), "What motivates managers' choice of discretionary accruals?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. 1-3, pp. 313-325.
- [14]. Burgstahler, D. and Dichev, I. (1997), "Earnings management to avoid earnings decreases and losses", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 99-126.
- [15]. Chaney, P. and Lewis, C. (1995), "Earnings management and firm valuation under asymmetric information", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, No. 3-4, pp. 319-345.
- [16]. Charitou, A., Lambertides, N. and Trigeorgis, L. (2011). "Distress Risk, Growth and Earnings Quality", *ABACUS A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, Vol. 47, No. 2, pp. 158-181.
- [17]. Chen, C., Steiner, T. and Whyte, A. (1998), "Risk-taking behavior and management ownership in depository institutions", *The Journal of Financial Research*, Vol. 21, No. 1, pp. 1-16.
- [18]. Chen, T., Tseng, Y. and Hsieh, Y. (2015), "Real Earnings Management Uncertainty and Corporate Credit Risk", *European Accounting Review*, Vol. 24, No. 3, pp. 413-440
- [19]. Claessens S., Djankov, S. and Nenova, T. (2000), "Corporate Risk around the World", *Policy Research Working Paper No. 2271, The World Bank*.

- [20]. Clague, C., Keefer, P., Knack., S. and Olson, M. (1996), “Property and Contract Rights in Autocracies and Democracies”, *Journal of Economic Growth*, Vol.1, No. 2, pp. 243-276
- [21]. Datta, S., Iskandar-Datta, M. and Singh, V. (2017), “The impact of idiosyncratic risk on accrual management”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 13, No. 1, pp. 70–90.^[1]_{SEP}
- [22]. Das, S. and Zhang, H. (2003), “Rounding-up in Reported EPS, Behavioral Thresholds, and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 35, No. 1, pp. 31-50.
- [23]. Dechow, P., Sloan, R. and Sweeney, A. (1995), “Detecting earnings management”, *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 19-225.
- [24]. Dechow, P., Sloan, R. and Sweeney, A. (1996), “Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, No. 1, pp. 1-36.
- [25]. Dechow, P. and Skinner, D. (2000), “Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators”, *Accounting Horizons*, Vol. 14, No. 2, pp. 235-250.
- [26]. DeFond, M. and Jiambalvo, J. (1994), “Debt covenant violation and manipulation of accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 1-2, pp. 145-176.
- [27]. Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2008), “Finance, financial sector policies, and long-run growth”, *Policy Research Working Paper Series No. 4469*, World Bank.
- [28]. DuCharme, L., Malatesta, P. and Sefcik, S. (2004), “Earnings Management, Stock Issues, and Shareholder Lawsuits”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 71, No. 1, pp. 27-49.
- [29]. Duffie, D. and Lando, D. (2001), “Term structure of credit spreads with incomplete accounting information”, *Econometrica*, Vol. 69, No. 3, pp. 633–664.^[1]_{SEP}
- [30]. Effiong, E. (2015), “Financial Development, Institutions and Economic Growth: Evidence from Sub-Saharan Africa”, MPRA Paper No. 66085.

- [31]. Fergusson, L. (2006), “Institutions for financial development: What are they and where do they come from?”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 20, No. 1, pp. 27-70.
- [32]. Fernández, A. and Tamayo, C. (2017), “From institutions to financial development and growth: What are the links?”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 31, No. 1, pp. 17–57.
- [33]. García, B., Gill-de-Albornoz, B. and Gisbert, A. (2005), “La investigación sobre earnings managements”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 34, No. 127, pp. 1001-1033.
- [34]. Gelos, R. and Wei, S. (2002), “Transparency and International Investor Behavior”, NBER Working Paper No. 9260, Cambridge, Massachusetts.
- [35]. Girma, S. and Shortland, A. (2008), “The political economy of financial development”, *Oxford Economic Papers*, Vol. 60, No. 4, pp. 567-596.
- [36]. Globerman, S. and Shapiro, D. (2003), “Governance infrastructure and US foreign direct investment”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 34, No. 1, pp. 19-29.
- [37]. Gu, J. and Hu, D. (2015), “The Incentive of Earnings Management in China from Profit Benchmarks Perspective”, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol. 19, No. 1, pp. 171-185.
- [38]. Guenther, D. (1994), “Earnings management in response to corporate tax rate changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act”, *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1, pp. 230-243.
- [39]. Guiso, L., Sapienza, P. and Zingales, L. (2004), “Does Local Financial Development matter?”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 3, 929-969.
- [40]. Güntay, L. and Hackbarth, D. (2010), “Corporate bond credit spreads and forecast dispersion”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, No. 10, pp. 2328–2345.
- [41]. Healy, P. (1985), “The effect of bonus schemes on accounting decisions”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, No. 1-3, pp. 85-107.

- [42]. Herger, N., Hodler, R. and Lobsiger, M. (2008), “What Determines Financial Development? Culture, Institutions or Trade”, *Review of World Economics*, Vol. 144, No. 3, pp. 558-587.
- [43]. Ho, L., Liao, Q. and Taylor, M. (2015), “Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-IFRS Periods: Evidence from China”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 26, No. 3, pp. 294-335.
- [44]. Holthausen, R., Larcker, D. and Sloan, R. (1995), “Annual bonus schemes and the manipulation of earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19, No. 1, pp. 29-74.
- [45]. Huang, S., Chung, Y., Chiu, A. and Chen, Y. (2015), “Growth opportunity and risk: empirical investigation on earnings management decision”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 12, No. 1-2, pp. 299-309.
- [46]. Huang, Y. (2005), “What determines financial development?”, Bristol Economics Discussion Papers 05/580, Department of Economics, University of Bristol, UK.
- [47]. Huang, Y. (2010), “Political Institutions and Financial Development: An Empirical Study”, *World Development*, Vol. 38, No. 12, pp. 1667-1677.
- [48]. Jaggi, B. and Lee, P. (2002), “Earnings management response to debt covenant violations and debt restructuring”, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 17, No. 4, pp. 295-324.
- [49]. Jensen, M. and Meckling, W. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- [50]. 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*, Vol. 28, No. 4, pp. 369-396
- [51]. John, K., Litov, L. and Yeung, B. (2008), “Corporate Governance and Risk-Taking”, *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, pp. 1679-1728.
- [52]. Jones, J. (1991), “Earnings management during import relief investigations”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, pp. 193-228.

- [53]. Kothari, S., Leone, A., and Wasley, C. (2005), “Performance matched discretionary accrual measures”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 1, pp. 163-197.
- [54]. Laeven, L. (2003), “Does financial liberalization reduce financing constraints?”, *Financial Management*, Vol. 32, No. 1, pp. 5-34.
- [55]. Lambert, R., Leuz, C. and Verrecchia, R. (2007), “Accounting information, disclosure, and the cost of capital”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, No. 2, pp. 385–420.
- [56]. Law, S. and Azman-Saini, W. (2008), “The Quality of Institutions and Financial Development”, MPRA Paper No. 12107, University Library of Munich, Germany.
- [57]. Law, S. and Azman-Saini, W. (2012), “Institutional quality, governance, and financial Development”, *Economics of Governance*, Vol. 13, No. 3, pp. 217-236.
- [58]. Lerskullawat, A. (2018), “Financial development, financial constraint, and firm investment: Evidence from Thailand”, *Kasetsart Journal of Social Sciences*, in press, pp. 1-12.
- [59]. Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P. (2003), “Earnings management and investor protection: An international comparison”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, No. 3, pp. 505-527.
- [60]. Love, I. (2003), “Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 16, No. 3, pp. 765-791.
- [61]. Love, I. and Mylenko, N. (2003), “Credit Reporting and Financing Constraints”, *Policy Research Working Paper* No. 3142, *World Bank*.
- [62]. Lu, C., Chen, T. and Liao, H. (2010), “Information uncertainty, information asymmetry and corporate bond yield spreads”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, No. 9, pp. 2265–2279.
- [63]. Mbulawa, S. (2015), “Determinants of financial development in Southern Africa development community (SADC): Do institutions matter?”, *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, Vol. 3, No. 6, pp. 39-62.

- [64]. McNichols, M. and Stubben, S. (2008), “Does Earnings management Affect Firms’ Investment Decisions”, *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 6, pp. 1571-1603.
- [65]. Meyer, K., Estrin, S., Bhaumik, S. and Peng, M. (2009), “Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies”, *Strategic Management Journal*, Vol. 30, No. 1, pp. 61-80.
- [66]. Monem, R. (2003), “Earnings management in response to the introduction of the Australian gold tax”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, No. 4, pp. 747-774
- [67]. Morais, B. (2015), “Risk, Financial Development and Firm Dynamics”, *International Finance Discussion Papers* 1134.
- [68]. Neffati, A., Ben, I. and Schalck, C. (2011), “Earnings management, risk and corporate governance in US companies”, *Corporate Ownership & Control*, Vol. 8, No. 2, pp. 170-176.
- [69]. North, D. (1990), “Institutions, institutional change and economic performance”, Cambridge University Press, Cambridge
- [70]. Paligorova, T. (2010), “Corporate Risk Taking and Ownership Structure”, Bank of Canada Working Paper 2010-3.
- [71]. Pastor, M. and Poveda F. (2006), “Manipulación de beneficios y rendimiento a largo plazo de las salidas a bolsa en el mercado español”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores. Monografía*, No. 11, 54 págs., España.
- [72]. Pelucio-Grecco, M., Santostaso, C., Begas, G. and Cavalcante, J. (2014), “The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies”, *Emerging Markets Review*, Vol. 21, pp. 42-66.
- [73]. Perotti, E. and Volpin, P. (2007), “Investor protection and entry”, Tinbergen Institute Discussion Paper 2007-006/2.
- [74]. Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. and Kose, M. (2003), “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, *International Monetary Fund*, Washington, Occasional Paper 220.

- [75]. Qin, Z. and Ren, X. (2017), “Distress risk and earnings management”, University of Georgia, working paper
- [76]. Richardson, S., Tuna, I. and Wu, M. (2002), “Predicting Earnings Management: The Case of Earnings Restatements”, *Working paper*, University of Pennsylvania.
- [77]. Roe, M. and Siegel, J. (2011), “Political instability: Its effects on financial development, its roots in the severity of economic inequality”, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 39, No. 3, pp. 279-309.
- [78]. Saéñz, J. and García-Meca, E. (2014), “Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets?”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 121, No. 3, pp. 419-440.
- [79]. Saona, P. and Muro, L. (2017), “Firm- and Country-Level Attributes as Determinants of Earnings Management: an Analysis for Latin American Firms”, *Emerging Market Finance and Trade*, Vol. 54, No. 12, pp. 2736-2764
- [80]. Schipper, K. (1989), “Commentary: Earnings Management”, *Accounting Horizons*, Vol. 3, No. 4, pp. 91-102.
- [81]. Seyoum, B. (2009), “Formal institutions and foreign direct investment”, *Thunderbird International Business Review*, Vol. 51, No. 2, pp. 165-181.
- [82]. Singh, S., Razi, A., Endut, N. and Ramlee, H. (2008), “Financial market developments and their implications for monetary policy”, *Bank for International Settlement, Working Paper Series*, 39, pp. 1-51.
- [83]. Smarzynska, B. and Wei, S. (2000), “Corruption and Composition of Foreign Direct Investment: Firm-Level Evidence”, NBER Working Paper No. 7969.
- [84]. Sweeney, A. (1994), “Debt-covenant violations and managers' accounting responses”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 3, pp. 281-308.
- [85]. Teoh, S., Welch, I. and Wong, T. (1998), “Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, pp. 1935-1974.

- [86]. Teshima, N. and Shuto, A. (2008), “Managerial ownership and earnings management: Theory and empirical evidence from Japan”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 19, No. 2, pp. 107–132.
- [87]. Ting, W., Yen, S. and Huang, S. (2009), “Top management compensation, earnings Management and default risk: Insights From the Chinese stock market”, *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 3, No. 1, pp. 31-46.
- [88]. Turki, H., Wali, S. and Boujelbene , Y. (2016), “The effect of IFRS mandatory adoption on the information asymmetry”, *Cogent Business and Management*, Vol. 3, No. 1, pp. 1-19.
- [89]. Ullah, S., Massoud, N. and Scholnick, B. (2014), “The Impact of Fraudulent False Information on Equity Values”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 120, No. 2, pp. 219- 235.
- [90]. Watts, R. and Zimmerman, J. (1978), “Towards a positive theory of the determination of accounting standards”, *The Accounting review*, Vol. 53, No. 1, pp. 112-134.
- [91]. Yu, F. (2005), “Accounting transparency and the term structure of credit spreads”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, No. 1, pp. 53–84.
- [92]. Zack, G. (2009), “Fair value accounting fraud: new global risks and detection techniques”, New Jersey, USA: John Wiley y Sons.