



PERSISTENCIA DE GANANCIAS Y SU RELACIÓN CON EL DIVIDENDO, EL RIESGO Y LA SOSTENIBILIDAD

AUTOR: JUAN FERNANDO GARRIDO NAVIA

Resumen

Este trabajo busca estudiar la relación de la persistencia de las ganancias sobre el riesgo sistemático, el cual incide sobre el costo de capital de acuerdo con el *CAPM* de Sharpe (1964). Encontrando que, dependiendo del sector, a mayor persistencia de las ganancias menor riesgo. También se pretende comprender el efecto de la persistencia de las ganancias sobre los dividendos, moderado por la reputación, sobre el retorno de su acción. Hallando que, a pesar de la persistencia, la reputación pudiera incidir para pagar menos dividendos. Dado que la persistencia es un atributo deseable, resulta pertinente estudiar también qué la determina. Luego, se intenta analizar la relación de la sostenibilidad (*ESG*), moderado por la calidad regulatoria del país, sobre la persistencia de las ganancias. Se encuentra una menor persistencia para aquellas firmas que desarrollan prácticas sostenibles con un entorno regulatorio mayor. Para estos análisis se estructuran paneles de datos entre 2008 y 2023 para empresas que cotizan en bolsas Latinoamericanas, cuyo período varía según el estudio. Palabras clave: persistencia de las ganancias, riesgo, dividendos, sostenibilidad, dimensión regulatoria

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA CALI
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
DOCTORADO EN CIENCIAS ECONÓMICAS
SANTIAGO DE CALI
2025**



PERSISTENCE OF EARNINGS AND ITS RELATIONSHIP WITH DIVIDENDS, RISK, AND SUSTAINABILITY

AUTHOR: JUAN FERNANDO GARRIDO NAVIA

Summary

This work seeks to study the relationship between earnings persistence and systematic risk, which affects the cost of capital according to Sharpe's CAPM (1964). It finds that, depending on the sector, greater persistence of earnings results in lower risk. It also aims to understand the effect of earnings persistence on dividends moderated by reputation on the return of the stock. Finding that, despite the persistence, reputation could affect paying less dividends. Given that persistence is a desirable attribute, it is also relevant to study what determines it. Then, an attempt is made to analyze the relationship of sustainability (*ESG*), moderated by the regulatory quality of the country, on the earnings persistence. A lower persistence is found for those firms that develop sustainable practices in a higher regulatory environment. For these analyses, data panels are structured between 2008 and 2023 for companies listed on Latin American stock exchanges, with the period varying according to the study.

Keywords: earnings persistence, risk, dividends, sustainability, regulative dimension

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA CALI
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
DOCTORADO EN CIENCIAS ECONÓMICAS
SANTIAGO DE CALI
2025**

**PERSISTENCIA DE GANANCIAS Y SU RELACIÓN CON EL
DIVIDENDO, EL RIESGO Y LA SOSTENIBILIDAD**

AUTOR: JUAN FERNANDO GARRIDO NAVIA

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA CALI
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
DOCTORADO EN CIENCIAS ECONÓMICAS
SANTIAGO DE CALI**

2025

**PERSISTENCIA DE GANANCIAS Y SU RELACIÓN CON EL
DIVIDENDO, EL RIESGO Y LA SOSTENIBILIDAD**

AUTOR: JUAN FERNANDO GARRIDO NAVIA

**Tesis doctoral presentada como requisito parcial para optar por el título de DOCTOR
EN CIENCIAS ECONÓMICAS**

Director:

**Jesús Ancizar Gómez PhD
Ingeniero Industrial**

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA CALI
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
DOCTORADO EN CIENCIAS ECONÓMICAS
SANTIAGO DE CALI**

2025

Santiago de Cali, 17 de diciembre de 2025

Doctor
Fabián Osorio Tinoco
Decano
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas
Pontificia Universidad Javeriana
La Ciudad

Por medio de la presente estamos entregando a usted el Trabajo de Grado cuyo título es "*Persistencia de ganancias y su relación con el dividendo, el riesgo y la sostenibilidad*". Espero que este Trabajo cumpla con los requisitos académicos exigidos y que alcance el propósito para el cual fue elaborado.

Atentamente

Juan Fdo. Garrido
C.C. 6.104.443

Santiago de Cali, 17 de diciembre de 2025

Doctor
Fabián Osorio Tinoco
Decano
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas
Pontificia Universidad Javeriana
La Ciudad

Por medio de la presente me permito comunicarle, que en calidad de director de trabajo de grado he leído detenidamente el informe final de la tesis titulada *“Persistencia de ganancias y su relación con el dividendo, el riesgo y la sostenibilidad”*, realizado por el estudiante de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Pontificia Universidad Javeriana Juan Fernando Garrido Navia c.c. 6.104.443, y considero que cumple con todos los requisitos requeridos para ser presentado a evaluación.

Atentamente

Jesús Ancizar Gómez PhD.
Pontificia Universidad Javeriana Cali
Director del Trabajo de Grado

ARTÍCULO 23 de la resolución N° 13 de julio 6 de
1946

“La Universidad no se hace responsable por los conceptos emitidos por sus alumnos en sus trabajos de Tesis. Sólo velará porque no se publique nada contrario al dogma y a la moral católica y porque la Tesis no contenga ataques o polémicas puramente personales; antes bien, se vea en ellas al anhelo de buscar la Verdad y la Justicia”.

"PERSISTENCIA DE GANANCIAS Y SU RELACIÓN CON EL DIVIDENDO, EL RIESGO, Y LA SOSTENIBILIDAD" Aprobado por el Comité de Trabajos de Grado en cumplimiento de los requisitos exigidos por la Pontificia Universidad Javeriana para optar por el título de Doctor en Ciencias Económicas

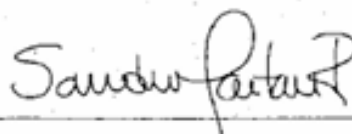


Fabián Fernando Osorio Tinoco
Decano

Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas



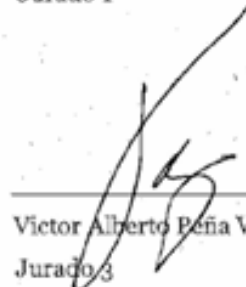
Julieth Emilse Ospina Delgado
Directora Doctorado.



Sandra Constanza Gaitan Riaño
Jurado 1

VAN HEMMEN STEFAN FELIX X0635821D

Stefan Van Hemmen
Jurado 2.



Victor Alberto Peña Vargas
Jurado 3



Jesús Ancizar Gómez Daza
Director.

Santiago de Cali, 17 de diciembre de 2025.

TABLA DE CONTENIDO

1	INTRODUCCIÓN GENERAL.....	14
1.1	Planteamiento del problema	15
1.2	Objetivos y preguntas de investigación.....	18
1.2.1	<i>Objetivo general</i>	18
1.2.2	<i>Objetivos específicos</i>	20
1.3	Marco teórico y conceptual	23
1.3.1	<i>Revisión de literatura: calidad de las ganancias (persistencia)</i>	23
1.3.2	<i>Revisión de literatura: persistencia de ganancias y riesgo</i>	30
1.3.3	<i>Revisión de literatura: persistencia de ganancias y dividendo (moderado por la reputación)</i>	34
1.3.4	<i>Revisión de literatura: sostenibilidad y persistencia de ganancias (moderado por la calidad regulatoria)</i>	36
1.3.5	<i>Revisión de literatura: investigación contable basada en el mercado</i>	39
1.3.6	<i>Revisión de literatura: investigación contable basada en el mercado latinoamericano</i> .	48
1.3.6.1	<i>Argentina</i>	49
1.3.6.2	<i>Brasil</i>	50
1.3.6.3	<i>Colombia</i>	52
1.3.6.4	<i>Chile</i>	53
1.3.6.5	<i>México</i>	54
1.3.6.6	<i>Perú</i>	55
1.3.6.7	<i>Venezuela</i>	55
1.4	Contexto general de la investigación y estructura de la tesis	55
1.4.1	<i>Contexto e hilos conductores de los artículos</i>	55
1.4.2	<i>Ensayo 1. Riesgo y persistencia de las ganancias</i>	57
1.4.3	<i>Ensayo 2. Dividendo entre reputación y persistencia ganancias</i>	58
1.4.4	<i>Ensayo 3. Persistencia de las ganancias y sostenibilidad: el rol moderador de los factores institucionales</i>	59
	Referencias.....	60
2	RIESGO Y PERSISTENCIA DE LAS GANANCIAS.....	81
2.1	Introducción.....	82
2.2	Teoría e hipótesis.....	83
2.2.1	<i>Persistencia de las ganancias</i>	83
2.2.2	<i>Medidas de riesgo</i>	84
2.2.3	<i>Earnings persistence and risk measures</i>	87
2.3	Metodología.....	90

2.3.1	<i>Datos</i>	90
2.3.2	<i>VARIABLES Y MEDIDAS</i>	90
2.3.3	<i>Enfoque metodológico</i>	94
2.3.4	<i>Resultados del modelo</i>	95
2.4	Discusión.....	96
2.5	Implicaciones y futuras investigaciones.....	99
	Referencias.....	101
3	DIVIDENDO ENTRE REPUTACIÓN Y PERSISTENCIA DE GANANCIAS.....	108
3.1	Introducción.....	109
3.2	Teoría e hipótesis.....	110
3.2.1	<i>Reputación corporativa</i>	110
3.2.2	<i>Modelo teórico de Lipe</i>	111
3.3	Metodología.....	117
3.3.1	<i>Datos</i>	117
3.3.2	<i>VARIABLES Y MEDIDAS</i>	117
3.3.3	<i>Enfoque metodológico</i>	119
3.4	Resultados.....	121
3.4.1	<i>Descripción de la muestra</i>	121
3.4.2	<i>Resultados del modelo</i>	125
3.5	Discusión.....	130
3.6	Implicaciones.....	130
3.7	Limitaciones y futuras investigaciones.....	131
3.8	Conclusiones.....	131
	Referencias.....	132
4	SOSTENIBILIDAD Y PERSISTENCIA DE LAS GANANCIAS: EL ROL MODERADOR DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES.....	139
4.1	Introducción.....	140
4.2	Teoría e hipótesis.....	142
4.2.1	<i>Sostenibilidad</i>	142
4.2.2	<i>Economía institucional</i>	144
4.2.3	<i>Calidad y persistencia de las ganancias</i>	146
4.2.4	<i>Actividades de sostenibilidad y calidad de las ganancias</i>	147
4.2.4.1	<i>Hipótesis largo plazo: relación (+) sostenibilidad y calidad de las ganancias</i>	147
4.2.4.1.1	<i>La teoría de los grupos de interés o de los stakeholders</i>	147
4.2.4.1.2	<i>La teoría instrumental</i>	148
4.2.4.1.3	<i>La teoría institucional del stakeholder</i>	148
4.2.4.2	<i>Teoría costos de agencia: relación(-) sostenibilidad y calidad de las ganancias</i>	148
4.2.4.2.1	<i>La hipótesis del oportunismo gerencial</i>	149

4.2.4.2.2	<i>Teoría de legitimidad</i>	149
4.2.4.2.3	<i>Teoría de señalización</i>	150
4.2.5	<i>El rol moderador de los factores institucionales</i>	152
4.3	Metodología.....	154
4.3.1	<i>Datos</i>	154
4.3.2	<i>VARIABLES</i>	154
4.3.3	<i>Enfoque metodológico</i>	157
4.4	Resultados.....	158
4.4.1	<i>Descripción de la muestra</i>	158
4.4.2	<i>Resultados del modelo</i>	163
4.5	Discusión	168
4.6	Implicaciones.....	169
4.7	Limitaciones y futuras investigaciones.....	170
4.8	Conclusiones.....	170
	Referencias	171
5	CONCLUSIONES E IMPLICACIONES	180
5.1	Conclusiones.....	180
5.2	Implicaciones para la investigación.....	183
5.3	Implicaciones prácticas.....	184
5.4	Limitaciones del estudio y futuras investigaciones	186
	Referencias	188

ÍNDICE DE FIGURAS

Capítulo 1

Figura # 1: Enlaces claves entre determinantes, *proxies earnings quality*, y consecuencias .56

Figura # 2: Modelo conceptual completo.....57

Capítulo 3:

Figura # 3: Modelo teórico de Lipe (1990)111

Figura # 4: Evolución en el tiempo razón promedio D/A.....122

Figura # 5: Medición reputación138

Capítulo 4:

Figura # 6: The theories framework151

ÍNDICE DE TABLAS

Capítulo 1

Tabla # 1: El paradigma <i>MBAR</i> y sus líneas de investigación.....	43
--	----

Capítulo 2

Tabla # 2: <i>Journals</i> , autores y años de publicación	88
--	----

Tabla # 3: Variables utilizadas	91
---------------------------------------	----

Tabla # 4: Estadísticas descriptivas	92
--	----

Tabla # 5: Estadísticas descriptivas por país	93
---	----

Tabla # 6: Porcentaje de empresas por país y por sector	94
---	----

Tabla # 7: Persistencia como determinante del riesgo en empresas de Latam (2016-2021) ...	95
---	----

Tabla # 8: Persistencia como determinante del riesgo por sector para Latam (2016-2021)...	96
---	----

Capítulo 3

Tabla # 9: Variables utilizadas	119
---------------------------------------	-----

Tabla # 10: Estadísticas descriptivas.....	123
--	-----

Tabla # 11: Correlaciones de Spearman	125
---	-----

Tabla # 12: Determinantes razón D/A empresas latinoamericanas (2008-2016)	126
---	-----

Tabla # 13: Determinantes razón D/E empresas latinoamericanas (2008-2016)	129
---	-----

Capítulo 4

Tabla # 14: Variables utilizadas	155
--	-----

Tabla # 15: Estadísticas descriptivas.....	160
--	-----

Tabla # 16: <i>ESG score</i>	161
------------------------------------	-----

Tabla # 17: <i>Governance Pillar score</i>	161
--	-----

Tabla # 19: Matriz de correlaciones.....	163
--	-----

Tabla # 20: Sostenibilidad y calidad de las ganancias.....	164
--	-----

Tabla # 21: Efecto moderador de la regulación	166
---	-----

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo A: Metodología MERCO para medir reputación.....137

1 INTRODUCCIÓN GENERAL

Dentro del campo de las Finanzas Corporativas algunas líneas de investigación estudian la asociación entre el contenido de la información contable que se encuentra en los estados financieros de la empresa con su desempeño en la bolsa de valores. Justamente, el objetivo general de la tesis es analizar cómo se relacionan la calidad de las ganancias de la firma con algunas medidas de desempeño claves para los mercados bajo el contexto institucional latinoamericano en donde los mercados financieros se encuentran en desarrollo. Específicamente, en primer lugar, esta tesis busca contribuir a aumentar las pocas investigaciones existentes sobre la relación de los resultados contables de empresas latinoamericanas. En segundo lugar, comprender si la calidad de las ganancias puede influir sobre el riesgo no diversificable de la firma (capítulo 2). Por su parte, el tercer objetivo específico es analizar la relación entre la calidad de la información contable y la política de dividendos, bajo el rol moderador de la reputación corporativa (capítulo 3). En lo que concierne el cuarto objetivo específico, se pretende estudiar el desempeño de la sostenibilidad de la firma sobre la calidad de sus ganancias, moderado por la calidad regulatoria del país (capítulo 4).

Con el fin de alcanzar estos objetivos, como se anticipa, el análisis se divide en tres ensayos empíricos. Cada uno de los capítulos (2, 3 y 4) corresponde a uno de los ensayos. Se utilizan muestras que, dependiendo del ensayo, pueden llegar a alcanzar un máximo de 642 empresas que cotizan en los principales mercados bursátiles latinoamericanos. Por otra parte, el período de tiempo general estudiado va desde el 2010 hasta el 2023, sin embargo, existen algunas variaciones en función de cada ensayo. En cuanto a los datos, estos se obtuvieron a través de tres fuentes. La información financiera y de sostenibilidad proviene del *London Stock Exchange Group* (LSEG), la reputación corporativa viene del escalafón

MERCO y la calidad regulatoria se descarga de *The Worldwide Governance Indicators* del Banco Mundial. Dada la combinación de las dimensiones temporal y transversal en las muestras, este trabajo utiliza la metodología de panel de datos dinámico.

Posterior a este capítulo 1 introductorio, están los tres capítulos con los ensayos empíricos. Estos analizan decisiones, asociadas con la calidad de las ganancias, que el gerente financiero de las pymes y otras organizaciones puede adoptar, concretamente en regiones en vía de desarrollo. Concretamente, entre los principales hallazgos del capítulo 2, está que a mayor persistencia de las ganancias disminuye el riesgo sistemático en sectores económicos altamente regulados. Por su parte, los resultados del capítulo 3 reflejan que la mayor persistencia de las ganancias está asociada con un mayor nivel de dividendos. Pero en la medida en que la firma cuente con reputación corporativa, la relación entre persistencia de ganancias y el monto del dividendo se vuelve negativa. Mientras que en el capítulo 4 se encuentra una menor persistencia de las ganancias para aquellas firmas que desarrollan prácticas sostenibles en países latinoamericanos con un entorno regulatorio mayor. Finalmente, el capítulo 5 relaciona de nuevo los objetivos que cada ensayo y que la tesis, buscan alcanzar. Este capítulo también destaca las contribuciones desde el punto de vista práctico y teórico. De igual forma, se puntualizan las limitaciones a las que se expuso esta tesis. Y justamente, a propósito de estas limitaciones se plantean también futuras líneas de investigación.

1.1 Planteamiento del problema

Ball y Brown (1968) con su obra “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers” se convierten en pioneros investigando las consecuencias que tiene la información contable sobre los mercados de capitales. En este trabajo los autores identifican una relación entre el precio de la acción de la empresa en bolsa y su contabilidad. Este grado de asociación

resultó ser de gran importancia e influencia dentro de la disciplina. Influyó fuertemente en desarrollos posteriores, tanto que para Nichols y Wahlen (2004) dio nacimiento a un nuevo paradigma conocido como *Market Based Account Research (MBAR)*. La base teórica de la investigación contable basada en el mercado examina la relación entre la información contable y los resultados del mercado. Esta teoría se centra en cómo los informes financieros afectan los precios de las acciones, el comportamiento de los inversores y los mercados de capital. Lo anterior resalta el rol que juega la información contable en el proceso de toma de decisiones. En mercados en donde una de las partes no cuenta con toda la información, pues la información contable no es de calidad, está presente el riesgo de selección adversa y una inadecuada toma de decisiones. Por tanto, una adecuada información contable mitiga el problema de selección adversa (Barry y Brown, 1984), estimulando una adecuada toma de decisiones sobre inversión y sobre el costo de la financiación, tanto interna como externa (Sengupta, 1998).

Justamente la tasa de la financiación al acceder al capital resulta costosa, especialmente en mercados emergentes debido a factores geopolíticos. En un contexto macroeconómico como el actual, de altas tasas de interés y de déficit fiscales, este acceso a los mercados de capitales resulta costoso para las empresas en los países en desarrollo. Sin embargo, los factores propios del país no son los únicos que inciden sobre el costo de acceder al capital. También existen factores a nivel de la firma que pueden determinar un mayor o menor costo de obtener recursos.

Luego, la ausencia de calidad contable pudiera también reflejar que el agente tiene incentivos para tomar decisiones que no son las mejores para los accionistas. Alinear los intereses del agente con los de los dueños puede llegar a ser costoso. Esta corriente de investigación ha dejado ver también cómo la información financiera de calidad disminuye

los costos de agencia (Jensen y Meckling, 1976). Sin embargo, siempre está el riesgo que esta información pueda llegar a ser manipulada para beneficio de algunos. Incluso pese a que las corporaciones contratan, en algunos casos de manera voluntaria o en otros por normatividad, prestigiosas firmas de auditoría externa para que den fe de lo consignado en su contabilidad. La información puede ser sujeta de manipulación, también a pesar de que la regulación evoluciona y va adquiriendo diferentes nombres como Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o como Ley Sarbanes-Oxley. Esta última promovida en el 2002, por dos congresistas estadounidenses que llevan esos apellidos, como resultado de escándalos corporativos de la época.

Este trabajo doctoral propone cumplir varios objetivos. Si bien la cantidad de trabajos de *MBAR* ha venido en ascenso en América Latina, es una realidad que estos se concentran principalmente en la calidad de la información financiera y en su uso. Por el contrario, como se detalla en la revisión de literatura de la sección 1.3.4, se encuentran muy pocas investigaciones sobre la investigación contable basada en el mercado para el caso latinoamericano.

En primer lugar, esta tesis pretende indagar el impacto de la calidad de la información financiera, principalmente de las ganancias, sobre el riesgo idiosincrático. Para Burgstahler y Dichev (1997), Graham *et al.* (2005) y Keung *et al.* (2010), las empresas que cotizan en el mercado accionario están tentadas a alterar su información contable para cumplir o exceder los resultados a los que previamente se han comprometido y así mantener o superar las expectativas de los inversionistas. Luego, administrar las ganancias puede ser una práctica propia de la empresa más no de todas las empresas pertenecientes a un mismo sector, o a un mismo mercado o índice bursátil. Con este trabajo se pretende evaluar si la calidad de las ganancias se ve reflejada en la percepción de riesgo de la empresa ante los inversionistas,

medida por el beta. Los trabajos de Fatma y Hidayat (2020) y de Suhandi y Sutrisno (2022), hacen un estudio similar para empresas de Indonesia. Como futuras líneas de investigación, los autores sugieren hacer estudios entre diferentes países y diferentes sectores de la economía. Dicha recomendación es tenida en cuenta en este trabajo y constituye una de sus contribuciones.

En segundo lugar, esta tesis busca comprender la relación entre la calidad de las ganancias y la política de dividendos, incorporando factores que puedan afectar los incentivos de las empresas para pagar dividendos. La refinanciación del *equity* y el origen del capital (estatal o privado) son factores que pudieran incidir sobre el dividendo. Por su parte este trabajo, incorpora la reputación corporativa como elemento que pudiera alterar la política de dividendos. Factor que ha sido poco estudiado en el contexto de empresas de países emergentes. Las decisiones de pago de dividendos inciden sobre las utilidades reinvertidas disponibles, alterando una de las fuentes de financiación interna más económica para empresas en entornos restringidos de acceso a capital como el latinoamericano.

En tercer lugar, este trabajo se propone analizar la influencia del desempeño de la sostenibilidad empresarial, sobre la calidad de las ganancias, utilizando como variable *proxy* su persistencia. Lo anterior bajo el rol moderador de las dimensiones institucionales.

1.2 Objetivos y preguntas de investigación

A la luz de los vacíos detectados, los objetivos de la presente investigación son los siguientes:

1.2.1 Objetivo general

El objetivo general de la tesis es analizar cómo se relacionan la calidad de las ganancias de la firma con algunas medidas de desempeño claves para los mercados bajo el

contexto institucional latinoamericano en donde los mercados financieros se encuentran en desarrollo.

Y es en esa dirección, que esta investigación busca aportar a los Objetivos De Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas. Específicamente contribuir con el noveno objetivo: “construir infraestructuras resilientes, promover la industrialización sostenible y fomentar la innovación”. Es así como para Wang *et al.* (2020), la persistencia de las ganancias de las organizaciones fomenta la investigación y el desarrollo. Utilidades más consistentes contribuyen a presupuestar de manera más precisa la parte de las ganancias a invertir en investigación y desarrollo. En concreto el objetivo 9.3 de los ODS busca “aumentar el acceso de las pequeñas industrias y otras empresas, particularmente en los países en desarrollo, a los servicios financieros, incluidos créditos asequibles, y su integración en las cadenas de valor y los mercados”.

Este acceso a las fuentes de financiación empresarial está relacionado con la calidad de su información contable. El papel que juega la información contable en la adquisición de recursos es uno de los cuestionamientos esenciales en la investigación financiera (Ball y Watts 1972, Watts y Leftwich, 1977 y Watts y Zimmerman, 1986). Una correcta toma de decisiones del inversionista que va a proveer los recursos depende de qué tanto los estados financieros reflejan la potencial situación de la empresa. Por tanto, la calidad de la información financiera, entre ella la de las ganancias, resulta fundamental para los resultados de los mercados emergentes de países en desarrollo y la confianza de los inversionistas en los mismos. El estudio de Rajgopal y Venkatachalam (2011) muestra que la transparencia contable incide sobre el riesgo intrínseco o no sistemático de las empresas del mercado norteamericano. Mientras que los resultados de Kwakye y Ahmed (2024) para firmas no financieras estadounidenses indican que, si bien el riesgo idiosincrático implícito en la

orientación estratégica de las empresas puede influir directamente en su costo de capital, las implicaciones de la estrategia empresarial sobre el costo de capital de las empresas pueden ser indirectas a través de la calidad de su información contable. Por su parte, Widianingsih y Setiawan (2022) estudian si el riesgo idiosincrático afecta la calidad de las ganancias en mercados en desarrollo, concretamente Indonesia. Justamente, continuar estudiando la incidencia de la calidad de las ganancias sobre el riesgo financiero en regiones en desarrollo como Latinoamérica constituye un aporte al ODS en mención.

1.2.2 Objetivos específicos

Si bien la cantidad de trabajos de *MBAR* ha venido en ascenso en América Latina, es una realidad que estos se concentran principalmente en la calidad de la información financiera y en su uso. Por el contrario, se encuentran muy pocas investigaciones sobre la relación de la información contable y los resultados del mercado, como se relaciona posteriormente en la sección “Revisión de la literatura: investigación contable basada en el mercado latinoamericano”. Por tanto, el primer objetivo de esta tesis doctoral es contribuir a cerrar este vacío existente en la literatura para empresas que cotizan en las bolsas de valores de América Latina.

En específico, este trabajo pretende, en segundo lugar, contribuir en esta dirección, intentando entender si la gerencia financiera puede contribuir a mitigar el riesgo de la empresa que no se puede diversificar (sistemático) debido que esta hace parte de un mercado bursátil que permea su riesgo a todos los títulos que cotizan en él. Lo anterior dependiendo del sector al que pertenecen organizaciones de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México que cotizan en sus mercados de valores. El estudio sectorial del capítulo dos de esta tesis doctoral constituye un aporte importante a la literatura del riesgo específico de la firma. También lo es el hecho de estudiar la relación entre el riesgo sistemático y la calidad de las

ganancias en países emergentes pues son escasas las investigaciones en este contexto, Widianingsih y Setiawan (2022). Lo cual contribuye a que los reguladores de los mercados financieros latinoamericanos puedan proporcionar información más relevante sobre las decisiones de inversión.

En tercer lugar, esta tesis busca comprender la relación entre la calidad de las ganancias y el *dividend payout*. Lo anterior bajo el rol moderador de la reputación corporativa. Al emplear el pago de los dividendos como la variable explicativa, se le incorporan contribuciones al modelo original de Lipe (1990). En primer lugar, se centraría en cómo incide en el modelo, el dividendo como determinante de la rentabilidad de una acción. De acuerdo con el modelo de Gordon (1959), el monto del dividendo pagado tiene incidencia directa sobre el precio de la acción, la otra variable que afecta la rentabilidad de esta. Este trabajo se sitúa entonces en el área de investigación de los autores que relacionan la calidad de las ganancias con el retorno de la acción, con la novedad que se analiza el impacto sobre la variable que incide sobre el rendimiento de la acción, su precio. Este constituye un punto esencial de los trabajos de las Finanzas. Fama y French (2002) han sugerido modelos que pronostican cómo las organizaciones deciden pagar dividendos a sus accionistas. La Porta et al. (2000) estudian que el dividendo pudiera convertirse en un instrumento para aumentar la percepción de que la empresa brinda un buen trato a los accionistas minoritarios. Este tipo de análisis puede mostrar una pauta para otras organizaciones que pretendan recaudar dinero por medio de los mercados de capitales.

Finalmente, esta investigación busca examinar el impacto de la sostenibilidad sobre la calidad de la información financiera bajo el efecto moderador de las instituciones. En este trabajo se analiza la influencia del desempeño de la sostenibilidad empresarial, sobre una medida de calidad de las ganancias, la persistencia de las ganancias. Y es que según Tohang

(2024), dependiendo cómo se mida la calidad de las ganancias, la relación estudiada pudiera cambiar. No obstante, no es solamente cómo se mida la calidad de las ganancias sino también la manera en que se divulgue la sostenibilidad. Para autores como Yan (2024), la manera como se divulgue el desempeño de sostenibilidad de la organización puede incidir en la calidad de sus ganancias. Algunos como Arena et al. (2024), expresan que este tipo de divulgación puede estar marcada por factores a nivel país que pueden incrementar la exigencia en esta materia. Por tanto, el cuarto capítulo de esta tesis doctoral estudia la influencia del desempeño de la sostenibilidad sobre la calidad de las ganancias, bajo el rol moderador de las dimensiones institucionales en países de América Latina.

Para dar cumplimiento a estos objetivos se desarrollaron tres artículos que buscaron responder a las siguientes preguntas de investigación:

¿Incide la persistencia de las ganancias sobre la medida relativa del riesgo sistemático (coeficiente beta)? Es decir que si características específicas de la organización, como la persistencia de sus ganancias pudieran modificar el nivel de riesgo que teóricamente no podría diversificarse. La calidad de la información financiera pudiera entonces resultar fundamental para la eficiencia de los mercados.

Por ejemplo, para las empresas norteamericanas, la transparencia contable incide sobre el riesgo intrínseco o no sistemático (Rajgopal y Venkatachalam, 2011), así como sobre su política de dividendos. ¿Ocurre lo mismo para mercados emergentes de países latinoamericanos?

¿Cuál es la relación entre la política de dividendos de la empresa con la persistencia de sus ganancias? Dado que los dividendos proveen más información acerca de las ganancias permanentes y requieren flujos de caja más estables. ¿La reputación corporativa pudiera ser un factor que afecte la política de dividendos?

¿El mayor desempeño de *ESG* (*Environment, Social, Governance*) aumenta la calidad de las ganancias en las empresas latinoamericanas? ¿El nivel de calidad regulatoria del país modera la influencia del *ESG* sobre la calidad de las ganancias en las empresas latinoamericanas?

1.3 Marco teórico y conceptual

1.3.1 Revisión de literatura: calidad de las ganancias (persistencia)

En un reciente análisis bibliométrico, Nicolò et al. (2024), encontraron que los trabajos seminales (por ejemplo, Ball y Brown, 1968; Beaver, 1968, 2002; Lev, 1989) estudiaron cómo las medidas contables de la utilidad neta influyen en el valor de mercado del capital social. Las ganancias han sido ampliamente asumidas como el principal ítem de información en los estados financieros considerando que la teoría económica asigna a las ganancias corporativas el papel fundamental de una señal que dirige de manera óptima la asignación de recursos en los mercados de capitales (Ball y Brown, 1968; Beaver, 1968, 2002; Lev, 1989). Sin embargo, como señaló Lev (1989), con el tiempo, la ventaja de las ganancias para los procesos de evaluación comenzó a ser cuestionada debido a los errores de interpretación de los inversores (irracionalidad de los inversores), el retraso en la presentación de ganancias, la arbitrariedad de las técnicas de valoración y la medición contable, y la influencia de las manipulaciones de ganancias. Esto se reflejó en el poder explicativo limitado e inestable del valor de las ganancias detectado en algunos estudios (Collins et al., 1997; Lev, 1989). Por lo tanto, como se indicó posteriormente en la obra fundamental de Ohlson (1991, 1995), el valor de la empresa puede expresarse como una función del valor contable del patrimonio y de las ganancias residuales (o anormales) esperadas en el futuro.

Para el *Financial Accounting Standards Board (FASB, 1978)*, el objetivo esencial de los estados financieros es proveer información que sea útil para evaluar la capacidad de la empresa de generar flujos de caja futuros. De acuerdo con Palas y Solomon (2022), la calidad de las ganancias podría ser medida como la habilidad de generar flujos de caja futuros.

Fonou-Dombeu *et al.* (2022) explican que, según la empresa, la calidad de las ganancias podría ser alta o baja. Una alta calidad de las ganancias se caracteriza por proveer una medida precisa de la operación de la firma, es perdurable, permite predecir ganancias futuras de manera confiable, no son manipuladas y ofrecen información útil a los *stakeholders*, de acuerdo con Francis *et al.* (2008). Por otro lado, una baja calidad de las ganancias aumenta el riesgo de información y lleva a una asignación ineficiente de recursos. La baja calidad de las ganancias se origina por la administración de estas, errores en las reglas contables y por asimetría de información entre los usuarios, Barth, Landsman *et al.* (2008) y Dechow *et al.* (2010).

La calidad de las ganancias es un concepto multidimensional, el cual puede ser capturado por diferentes *proxies*. Entre las principales están, en primer lugar, las que se asocian a los modelos para estimar los niveles normales de acumulaciones que van desde el modelo de Jones (1991) hasta el de Francis *et al.* (2005), pasando por los de Dechow *et al.* (1995), Dechow y Dichev (2002) y el de Kothari *et al.* (2005). Los residuos de estos modelos se utilizan como medida de las acumulaciones anormales. En segundo lugar, se encuentra la *proxy* de *smoothness* relacionada con los modelos analíticos del comportamiento suavizado de Lambert (1984), Demski (1998) y Kirschenheiter y Melumad (2002). En tercer lugar, existe la *proxy* de previsibilidad representada por los modelos de predicción de flujos de efectivo de Dechow *et al.* (1998) y Barth, Cram *et al.* (2001). Y, en cuarto lugar, entre otras, está la *proxy* de persistencia de las ganancias, estimada desde los modelos de Foster (1997)

y Foster et al. (1984) de series de tiempo que incorporan las ganancias, hasta los modelos de Richardson et al. (2006) que incorporan características de las firmas. En esta tesis doctoral, estas dos últimas variables (en especial la persistencia) son las que se utilizan como medida de calidad de las ganancias. Por lo anterior, algunos autores como Licerán-Gutiérrez y Cano-Rodríguez (2017), Dechow et al., (2010) recomiendan utilizar varias de estas medidas dado que cada estándar de la calidad de las ganancias refleja un aspecto particular de las ganancias reportadas por la organización. Por ejemplo, la persistencia de las ganancias está asociada a la sostenibilidad de estas, a la propensión que puedan repetirse en el futuro (Francis et al., 2004).

Por tanto, este atributo le ayuda a los inversores a evaluar el desempeño futuro de las compañías (Kordestani et al., 2016). Luego, la persistencia de las ganancias es una característica deseable para los inversores, en la medida que muestra la intención de la firma por mantener su actividad a lo largo del tiempo (Penman y Zhang, 2002). Los inversionistas perciben las ganancias menos persistentes, las cuales tienen una naturaleza transitoria, como menos interesantes. Pues no son tan útiles para la toma de decisiones y no reflejan con exactitud las valuaciones del capital, Dechow et al. (2010).

Es importante resaltar que la persistencia de las ganancias, no debe ser el resultado de prácticas de administración y/o manipulación de ganancias, ya que de esta manera el pronóstico de ganancias futuras no sería preciso, Aguguom et al. (2019). De hecho, existen estudios como el de Potharla (2023) para la India, que prueban las implicaciones de una real administración y/o manipulación de ganancias sobre la persistencia de las ganancias. Actividades reales de manipulación se dan al alejarse de las prácticas operacionales habituales, originadas por la intención de la gerencia de confundir a al menos uno de los grupos de interés. Lo anterior, haciéndole creer que algunas de las metas financieras

reportadas se han cumplido con el desarrollo operacional de la organización, Roychowdhury (2006). Según este último autor y Gunny (2010), la gerencia tiene tres maneras de efectuar una real administración y/o manipulación de ganancias. En primer lugar, alterar los flujos de caja operacionales manipulando las ventas. En segundo lugar, disminuyendo los gastos discrecionales. Y, en tercer lugar, sobre produciendo para que los costos fijos se diluyan entre un volumen mayor, así el costo fijo unitario disminuye, y por consiguiente el costo de los bienes vendidos también decrece.

Ahora bien, para limitar la discrecionalidad que la gerencia pueda llegar a tener para llevar la contabilidad de la organización, la regulación y los cambios en los métodos contables juegan un papel fundamental. En este sentido, y en pro de una estandarización global, uno de los cambios más significativos ha sido el de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). La relación, en cuanto al efecto de la implementación de las NIIF sobre la calidad de las ganancias de la empresa, ha sido estudiada por múltiples autores. Entre las investigaciones que estudian cambios, a partir de la implementación de las NIIF, en la calidad de la contabilidad no basada en el mercado, entre ellas la calidad de las ganancias, se encuentran, entre otras, las de Ball (1972), Leuz et al. (2003), Atwood et al. (2011) y Ahmed et al. (2013). Son relativamente pocos, los investigadores que no encuentran en sus estudios cambios en la calidad de las ganancias luego de la implementación de las NIIF. Por ejemplo, Clarkson *et al.* (2011), no evidencian estas alteraciones en las empresas de países europeos, incluido el Reino Unido, y en Australia.

Por el contrario, en esta área de investigación, hay estudios, que evidencian que la adopción de las NIIF sí trajo consigo, modificaciones en la calidad de las ganancias. Si bien, algunos autores como Barth, Landsman et al. (2008) han encontrado que la implementación voluntaria de las NIIF ha generado, en varios países (20), mejoras en la calidad de la

información contable de las empresas. También existen estudios como el de Ahmed et al. (2013), muestra que luego de la implementación de las NIIF en 2005, se deterioró la calidad de las ganancias en otra cantidad importante de países. Otros trabajos como el de Callao y Jarne (2010) y el de Capkun et al. (2011), también muestran la disminución de la calidad de las ganancias en períodos posteriores a la adopción de las NIIF.

Lo anterior prueba que, en esta área de investigación, la literatura no es concluyente hasta el momento. No lo es incluso en ocasiones a nivel de los estudios de un mismo país. Por ejemplo, para el caso particular de Canadá, se encuentran resultados mixtos sobre si los cambios, luego de dos años de la implementación de las NIIF, mejoran las métricas de la calidad de la contabilidad no basada en el mercado, entre ellas la calidad de las ganancias, Cormier y Magnan (2016). Por su parte, Jin (2017) encontró que la persistencia de las ganancias disminuyó durante los tres primeros años posteriores a la implementación de las NIIF.

Sin embargo, en los trabajos de Armstrong et al. (2010), Cormier y Magnan (2016), Landsman et al. (2012), Li, Sougiannis et al. (2017) existe un poco más de consistencia acerca que la adopción de las NIIF mejora la calidad de la contabilidad no basada en el mercado cuando el país tiene instituciones y un entorno legal que refuerzan las NIIF. Daske et al. (2008) y Li (2010) encuentran que las mejoras por la implementación de las NIIF son más pronunciadas en países con una fuerte aplicación de la ley que en países con una débil aplicación. Incluso, el estudio de Armstrong et al. (2010) documentan una reacción negativa por parte del mercado a la adopción de las NIIF en países regidos por el “*code law*”, insinuando que los inversionistas los perciben como débiles en cuanto a la aplicación de la ley.

Aún más explicativo que la divergencia que gira en torno a factores legales, puede ser la divergencia de calidad de estándares contables que tenía el país antes de la adopción de las NIIF. Para Armstrong et al. (2010), Gordon et al. (2012), Cai et al. (2014), la calidad de la contabilidad mejoró en aquellos países que partieron con una calidad de contabilidad precaria.

Lo anterior se relaciona con lo investigado por Al-Enzy et al. (2023), en el sentido que existen beneficios derivados del proceso de adopción de las NIIF. Beneficios que están documentados sobre todo para países desarrollados. Mientras que, en economías emergentes, los beneficios de la implementación de las NIIF pueden ser más específicos al contexto. Ahora, si lo miramos a nivel micro, por lo general son las empresas pequeñas las que tienen menor calidad de información contable. Aunque, por otro lado, son este tipo de empresas las que tienen un mayor incentivo de implementar las NIIF y mejorar dicha calidad de la información contable, dadas las oportunidades que esto abre en sus procesos de internacionalización, Covrig et al. (2007), De George et al. (2016), y Gordon et al. (2012).

A partir de Armstrong et al. (2010), quienes documentan una reacción negativa por parte del mercado a la adopción de las NIIF en países regulados por el “*code law*”, como los latinoamericanos, el cuarto capítulo de este trabajo estudia como el nivel de calidad regulatoria del país modera ciertas influencias, como la de la sostenibilidad en la calidad de las ganancias en las empresas de América Latina. Justamente el capítulo cuatro de esta tesis, comparte también que varios de los países de América Latina de esta tesis doctoral son medidos como relativamente débiles en cuanto a su calidad regulatoria.

Por su parte, empresas más grandes, o incluso empresas que estén listadas también (*cross-list*) en mercados de capitales más desarrollados, ya han sido previamente exigidas a mejorar su entorno de información, Lang et al. (2003).

El tamaño constituye otra variable proxy que puede establecer diferencias en la información del entorno, y estas a su vez pueden afectar el alcance del mercado para anticipar cambios en ganancias. Para Kormendi y Lipe (1987), Easton y Zmijewski (1989), Collins y Kothari (1989), el tamaño es uno de los determinantes principales de calidad de ganancias (entre ellos la persistencia de ganancias) y de su relación con el mercado de capitales. Pero ¿no habrá una relación en el otro sentido? ¿Persistencia de ganancias no se evidenciará más en aquellas empresas grandes y establecidas que superaron la alta tasa de mortalidad de los primeros años de vida? Dicho de otra manera, en empresas que por las características anteriores pudieran llegar a tener menores niveles de riesgo a lo largo del tiempo. Justamente algunos autores como Lei et al. (2019) hablan de una persistencia longitudinal de las ganancias, (Garrido Navia y Gómez, 2024, p. 7).

Por otra parte, algunos académicos hablan de un declive en la relevancia del valor de las ganancias y los valores contables de capital el cual atribuyen a la aparición de la nueva economía y la creciente importancia de los recursos intangibles como impulsores de la ventaja competitiva (por ejemplo, Barth et al., 2001; Collins et al., 1997; Francis y Schipper, 1999; Lev y Zarowin, 1999), allanando el camino para el desarrollo de corrientes de investigación alternativas. También, desde mediados de la década de 1990, los conceptos de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y desarrollo sostenible han estado presentes en el mundo corporativo, y el paradigma del *Triple Bottom Line* (TBL) basado en gestionar, medir e informar de manera equitativa los impactos sociales, ambientales y económicos de las actividades empresariales ha ganado dinamismo (Korca et al., 2021; Milne y Gray, 2013; Stolowy y Paugam, 2023). Recientemente, múltiples autores han estudiado la relación entre desarrollo sostenible y calidad de las ganancias (Duan et al; 2025; Ferreira et al; 2025; Zhang et al; 2025; Pereira et al; 2023; Khuong et al; 2022).

1.3.2 Revisión de literatura: persistencia de ganancias y riesgo

Esta sección corresponde a la revisión de literatura del segundo capítulo de esta tesis doctoral. Este capítulo hace referencia al artículo “Riesgo y persistencia de las ganancias”, el cual fue publicado en 2024 por la *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*.

En el campo financiero, el coeficiente beta es un indicador del riesgo sistemático. El beta es una elasticidad del nivel de movimiento de la rentabilidad de un activo en reacción a un cambio en el retorno de un índice de mercado.

$$\text{Rendimiento activos}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Rendimiento mercados}_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Como se observa en la primera ecuación, se requieren los retornos históricos de un activo para estimar su coeficiente beta. El retorno del mercado corresponde al rendimiento de todos los títulos que componen el índice bursátil.

Algunos autores como Eskew y Wright (1976), Beaver et al. (1980) y Eskew (1979) muestran la limitación que puede llegar a tener, estimar el beta de una empresa que cotiza en bolsa, únicamente a partir de información sobre el retorno de la acción en relación con el del mercado. Para ellos, un modelo que incorpore datos relevantes de la contabilidad de la empresa puede llegar a predecir mejor su nivel de riesgo. Otros como Ismail y Kim (1989) muestran que las medidas de riesgo estimadas a partir de los flujos de efectivo (en vez de las ganancias) contribuyen a explicar la variabilidad del riesgo del mercado. Por otra parte, Farrelly et al. (1985) encuentran que gran parte de la variación en las percepciones de riesgo de las empresas se explica por medio de razones financieras (liquidez, endeudamiento, etc.) y, de información de los estados financieros como son los activos, las ganancias, la variabilidad de estas, etc. Para Kothari (2001), la relación ganancia-retorno de las acciones se puede poner a prueba por medio del análisis fundamental descrito anteriormente.

Todos estos autores coinciden en que la información contable de las empresas contribuye a explicar la percepción de riesgo de estas. Sin embargo, la contabilidad puede ser alterada por la gerencia para mostrar un mejor desempeño o una mejor salud financiera que la que realmente vive la empresa. Por tanto, los datos que proporciona la contabilidad son importantes, pero estos deben ser de calidad y reflejar la verdadera situación financiera de la organización.

En la literatura, no hay una única definición sobre la calidad contable. Sin embargo, existen algunos consensos alrededor de ciertos conceptos como el desarrollado por Chen et al. (2010). En este trabajo, si los informes contables muestran la situación financiera de fondo de la empresa, entonces se considera que la contabilidad es de buena calidad.

La contabilidad puede tener múltiples repercusiones sobre diferentes aspectos de la empresa. Para Sadka (2006 y 2011), la contabilidad y los reportes financieros de empresas que cotizan en bolsa son de dominio público y por consiguiente inciden en el mercado. Luego, la calidad de la contabilidad pudiera separarse en dos aspectos: la precisión de la información y su asimetría en la divulgación. En lo que concierne a esto último, de acuerdo con Diamond y Verrecchia (1991), una mayor cantidad de inversionistas informados reduce la asimetría de información en el mercado y, por consiguiente, lleva a que las acciones de la empresa sean más transables. De aquí la importancia a que la regulación contable (NIIF, *USGAAP*, etc.) busque que la divulgación obligatoria sea cada vez más amplia. Por su parte, Easley y O'Hara (2004), en su trabajo teorizan que la información asimétrica entre los inversores provoca un riesgo de información que tiene un impacto sobre el costo al que las empresas acceden al capital. Incluso para Lambert y Sponem (2012), el principal factor del riesgo de información es la exactitud de la contabilidad, lo cual afecta a su vez el costo de capital.

Justamente en lo que concierne a la precisión de la información contable, existen varias investigaciones que la relacionan con el riesgo. Por ejemplo, Francis et al. (2005) estudian la relación de los flujos de efectivo con el riesgo financiero en empresas norteamericanas. Pocos años más tarde, Cohen (2008) encuentra una relación inversa entre la calidad contable y el riesgo total. Es decir que, si la empresa ofrece una menor calidad en su contabilidad, mayor es su nivel de riesgo. Otra serie de trabajos muestra el impacto no solamente sobre el riesgo, si no también sobre el costo de capital de la organización. Por su parte, Riedl y Serafim (2011), en su estudio para entidades financieras estadounidenses, encontraron un mayor costo de acceso a capital para activos financieros más opacos. Ya que la revelación exigida en este tipo de activos, con menos transparencia en procesos y toma de decisiones, no es condición necesaria para que varios inversionistas perciban un menor nivel de riesgo.

Con el fin de efectuar una revisión sistemática de la literatura en *Web of Science (WoS)*, se delimita la búsqueda filtrando por campo temático, empleando al mismo tiempo “*earnings persistence*” y “*risk*”. De esta selección se obtienen veintiocho *papers*, cuatro de ellos no se encuentran disponibles gratuitamente y uno se descarta por no estar relacionado con el tema. Al final, de estos *papers* se emplean veintitrés en la revisión de literatura del artículo que constituye el capítulo número dos de este trabajo doctoral.

Es de esperar que empresas con utilidades menos volátiles, brinden a sus inversionistas una menor percepción sobre el nivel de riesgo. Es decir que ganancias más estables se relacionarían con una menor volatilidad en el precio de la acción de la compañía, Graham et al. (2005).

Calidad de las ganancias medida, entre otros, a partir de la persistencia de ganancias, se considera información específica de la firma. Estudios como los de De Long et al. (1990),

Fernandes y Ferreira (2008), Chinzara (2010), Wang et al. (2017), muestran que la información específica, la cual por ser propia de la empresa podría considerarse riesgo diversificable, no incide sobre la volatilidad del precio de la acción. Estas investigaciones concluyen que el riesgo de mercado, no diversificable, es el que influye sobre la variabilidad del precio de la acción. De acuerdo con Fernandes y Ferreira (2008), la información del mercado tiene más efecto sobre el precio de la acción, que la información inherente de la empresa. De Long et al. (1990) denominan la información del mercado como el ruido de mercado. Es decir, aquellas pequeñas correcciones y volatilidades intradía que distorsionan la tendencia general. Mientras que para Wang et al. (2017) la información del mercado, o conocida como la información general del entorno, es la que influye en el retorno de una acción. En otras palabras, es la premisa fundamental de la hipótesis “precios lideran ganancias”. Según Santos et al. (2013), para esta premisa, el precio de la acción brinda más información sobre las ganancias futuras, que las ganancias actuales o pasadas en sí mismas. Sin embargo, contrario a lo anterior, otras investigaciones como la de Fonou-Dombeu et al. (2022) encontraron que la volatilidad del retorno de la acción si puede estar asociada más a la firma que al mercado. Pues empresas con mayor persistencia de las ganancias mostraron una reducción en dicha volatilidad. Esta tesis se sitúa en la orilla en donde las empresas con ganancias más persistentes pudieran estar enviándole una señal a los inversionistas de ser menos riesgosas (de tener menores betas), especialmente en sectores económicos de mayor regulación. En cuanto al coeficiente beta, este es una medida relativa del riesgo no diversificable. Un índice del grado de movimiento del rendimiento de un activo en respuesta a un cambio en el rendimiento del mercado. Dado lo anterior, el coeficiente beta podría considerarse como una variable *proxy* de la volatilidad del precio de la acción con relación al valor del mercado, medido por medio de un índice. Luego, este trabajo pretende entender

si la persistencia de ganancias, información específica de la firma, afecta la percepción de riesgo de la empresa, medida a través del coeficiente beta, (Garrido Navia y Gómez, 2024, p. 6-7).

1.3.3 Revisión de literatura: persistencia de ganancias y dividendos (moderado por la reputación)

Esta sección corresponde a la revisión de literatura del tercer capítulo de esta tesis doctoral. Este capítulo hace referencia al artículo “Dividendo entre reputación y persistencia de ganancias”, el cual fue publicado en 2023 por la *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*.

Para Lipe (1990), la información alternativa comprende decisiones corporativas y pronósticos de analistas acerca de las ganancias del período siguiente realizados en el período actual. La implicación es que el mercado obtiene información alternativa en el año t , la cual sustituye algunas de las noticias acerca de las ganancias del año $t + 1$. Investigadores como Ball y Watts (1972) sugieren que una parte importante de la información revelada a través de los reportes de ganancias está reflejada en los precios de las acciones desde el mes anterior al reporte. Lo anterior se atribuye parcialmente a la existencia de otras fuentes de información oportuna que les permite a los agentes del mercado realizar pronósticos de ganancias antes de que éstas sean dadas a conocer. Una fuente de información oportuna puede ser, por ejemplo, el hecho de contar o no con una especie de “certificación” integral de reputación, que se construya a partir de resultados económicos y financieros, entre otros. Dado lo anterior, para efectos de este trabajo, se considera que estar presente en MERCO constituye una buena aproximación de lo que el autor denomina información alternativa. Ahora bien, ¿cómo se alcanza la reputación en mención? He et al. (2017) sugieren que esa reputación de la empresa se puede construir a partir de una política de dividendos, asociada

con menos manipulación de ganancias (más calidad de las ganancias), que mitigue ciertos problemas de agencia. Por el contrario, Brockman y Unlu (2011), sugieren que justamente la falta de calidad de las ganancias en la firma lleva a un mayor pago de dividendos ya que el agente tiene mayores incentivos de construir una reputación de trato justo. Pero ¿Qué pasa una vez ya se alcanza esa buena reputación? Justamente intentaremos explicar, si gozar de esa reputación, al estar presente en MERCOSUR, modera el efecto positivo de la calidad de las ganancias en los dividendos. Finalmente, existen una serie de variables que previamente han sido estudiadas por autores para explicar la incidencia frente las políticas de dividendos. Algunas de ellas son el grado de apalancamiento, la rentabilidad y el tamaño de la firma, entre otras. En este trabajo, a manera de variable de control, se agrega el nivel de endeudamiento de la empresa. La causa de incluir esta variable es que, de acuerdo con DeAngelo et al. (2004), las firmas que pagan dividendos para reducir costos de agencia se caracterizan por estructuras de capital bajas en deuda y por gozar de disponibilidad de efectivo. Adicionalmente como mecanismo de control empleamos la rentabilidad y el tamaño. De acuerdo con Fama y French (2001), el pago de dividendos tiene una relación positiva con medidas de rentabilidad de la empresa, como por ejemplo el retorno que tuvieron los activos en el período anterior. Para estos autores, los dividendos presentan también una relación positiva con el tamaño, medido por medio de los activos. La postura de esta tesis doctoral es que la medición de persistencia aumenta la razón de dividendos sobre activos, aunque cuando entra a moderar la reputación, el resultado es negativo. Es decir que pareciera que las empresas toman ventaja de la reputación para pagar menos dividendos, (Garrido Navia y Gómez, 2023, p. 5-6).

1.3.4 Revisión de literatura: sostenibilidad y persistencia de ganancias (moderado por la calidad regulatoria)

Esta sección corresponde a la revisión de literatura del cuarto capítulo de esta tesis doctoral. Este capítulo hace referencia al artículo “Sostenibilidad y persistencia de las ganancias: el rol moderador de los factores institucionales”, el cual será sometido en julio de 2025 a la revista *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.

En cuanto a la relación entre sostenibilidad y persistencia de las ganancias, la literatura hasta el momento no parece ser concluyente. Por un lado, la hipótesis de largo plazo muestra una relación positiva. Para la gerencia puede ser importante involucrar los grupos de interés para reforzar la legitimidad social, aumentar el grado de involucramiento de la junta directiva y mantener a la alta gerencia en un nivel más alto de desempeño (Prior et al., 2008). Mientras que la teoría de los costos de agencia refleja una asociación negativa entre sostenibilidad y persistencia de las ganancias. Los gerentes pueden utilizar las prácticas de sostenibilidad como incentivos oportunistas para encubrir malas prácticas (Meckling and Jensen, 1976). Al mostrar preocupación por temas sociales y ambientales, disminuirá la probabilidad que su calidad de las ganancias sea examinada por los grupos de interés (Ruf et al., 2001; Prior et al., 2008). Los resultados de esta tesis se ubican dentro de la teoría de los costos de agencia, encontrando una menor persistencia de las ganancias en organizaciones con un mayor desempeño en sostenibilidad. Aunque, el rol moderador de los factores institucionales refleja el impacto positivo de la calidad regulatoria, sobre la persistencia de las ganancias.

Y es que para Hail et al. (2010), la calidad de las cifras reflejadas en los estados financieros difiere debido a que los incentivos para elaborar los informes cambian de manera sistemática entre firmas, sectores económicos, mercados accionarios (fuerzas del mercado

de capital), regiones políticas y países (instituciones legales). Las instituciones de un país incluyen las organizaciones públicas y privadas creadas por el hombre y las convenciones que le dan forma al comportamiento económico. Estas instituciones comprenden el sistema legal, bancario, fiscal, las agencias regulatorias, los gremios industriales, las redes de profesionales, etc.

Cabe anotar que entre quienes consultan dichos estados financieros para tomar decisiones, se encuentran los inversionistas de los mercados de capitales. Por tanto, es razonable esperar, que la calidad de la información financiera reportada en los informes evolucione positivamente de la mano de factores institucionales. De acuerdo con La Porta *et al.* (1998), con mayores derechos para los grupos de interés, entre ellos los accionistas, promovidos por una mayor calidad regulatoria del país, la gerencia de la firma tendrá más dificultades para alterar la información contable.

Si bien la economía y la política le dan forma a la contabilidad, para Ball (2006) estas fuerzas son propias de cada país, y es de esperar que, en el futuro, así lo sigan siendo. Para Ball *et al.* (2003), las presiones políticas y económicas pueden reducir las variaciones de los estándares contables entre países. La práctica de elaborar reportes financieros, bajo un conjunto de estándares dados, es sensible a los incentivos de los gerentes y auditores responsables de la elaboración de los estados financieros. Estos incentivos dependen de la interacción entre las fuerzas de mercado y políticas del país. Las fuerzas políticas incluyen el grado de involucramiento de los gobiernos al regular estándares contables, impuestos, e incentivos políticos para reducir la volatilidad de los resultados reportados.

Las intervenciones regulatorias (acciones de cumplimiento), como resultado de una alta calidad regulatoria gubernamental, complementan la disciplina del mercado promoviendo el cumplimiento normativo. Estas variables institucionales pueden condicionar

el entorno informativo debido a las diferencias entre los países de: sus sistemas legales, sus coberturas de medios de comunicación, sus cumplimientos tributarios y sus economías políticas, (Gul, 2006). Justamente Kanagaretnam et al. (2014) encuentran que la calidad de las ganancias es mayor en países con más fuertes estructuras institucionales legales, extralegales y políticas. También lo confirman Leuz et al. (2003), al encontrar que la alteración de la información contable ocurre con menos frecuencia en países en los que los inversionistas gozan de más protección por una mayor calidad regulatoria.

Generalmente, compañías con débil gobierno corporativo tienen más problemas de agencia y pueden tener mayores costos como consecuencias de estos problemas. Por ejemplo, una baja calidad de las ganancias es considerada un costo de agencia ya que la gerencia persigue su propio interés alterando reportes contables. Los trabajos empíricos de Kapler y Love (2004) muestran que un mejor sistema corporativo está asociado a una mejor valoración de mercado como resultado, entre otros, de una contabilidad que refleje la verdadera situación financiera de la empresa.

Existen cuatro sistemas de gobierno corporativo: anglosajón, germánico, asiático y latín. Este último se caracteriza por una visión institucional de la compañía, un rol muy importante del gobierno, de las instituciones financieras y de los grupos familiares, debido a la alta concentración de la propiedad. Por otra parte, la importancia de los mercados de capital tiende a ser menor en comparación frente a los otros sistemas (Martínez-Ferrero et al., 2016). Si bien, cada país pertenece a uno de estos sistemas, las empresas pertenecientes a un país presentan variabilidad en el desarrollo de sus propios gobiernos corporativos.

El estudio de Kang et al., (2012) sugiere que las firmas provenientes de un débil entorno de protección al inversor tienen un mayor incentivo para enviar señales de que, de

manera voluntaria, optan por mejorar la calidad de la información financiera reportada, concretamente la persistencia de las ganancias.

1.3.5 Revisión de literatura: investigación contable basada en el mercado

En términos generales, esta tesis doctoral se enmarca en la investigación contable basada en el mercado o *MBAR*, la cual busca comprender la relación entre los precios de las acciones de las empresas con la contabilidad de estas o con la información contenida en sus estados financieros. Podría considerarse que el artículo seminal en esta disciplina es el de Ball y Brown (1968). Lo anterior no sólo por la gran cantidad de citas que acumula, sino porque contribuye a modificar el paradigma que hasta entonces predominaba. El cual sostenía que la información contable no incidía ni era relevante en las decisiones de inversión.

Sin embargo, a partir de ese momento, algunos autores como Beaver (1970), empiezan a encontrar que la información que se encuentra en los reportes financieros asociada al riesgo puede servir para estimar los retornos que tendrán los precios de las acciones. Diez años más tarde (1980), el mismo Beaver, esta vez en compañía de Lambert y Morse, propusieron el modelo BLM (por sus apellidos) a partir de la relación entre los precios y las ganancias. Este modelo relaciona las ganancias futuras con una función de ganancias pasadas y de precios, como variables explicativas. Luego, de aquí se desprenden dos tipos de modelos. Unos que utilizan como variable los precios de las acciones y otros que en cambio utilizan los retornos accionarios.

Para Lev y Ohlson (1982) y Feltham y Ohlson (1995), al utilizar los precios como variable explicada, se genera una sobreestimación pues el alza de precios a lo largo del tiempo altera la medida del valor futuro. Para corregir esta distorsión, se deben deflactar los precios por medio de las variables independientes. Ambas vertientes investigativas cuentan

con defensores. Por ejemplo, para Landsman y Magliolo (1988), los modelos econométricos de precios son mejores cuando mantienen los supuestos a la relación entre los precios y las otras variables. En cambio, para Christie (1987), los modelos de retorno no presentan el problema de sobreestimación que sí presentan los modelos de precios. Sobreestimación que se corrige deflactando las cifras. Deflactar es el proceso de eliminar los efectos de la inflación de un valor monetario, transformando los valores nominales en valores reales. Lo anterior facilita la interpretación y el análisis de las tendencias económicas, pues se ajustan las cifras a precios constantes. Por su parte, en un modelo de retorno al calcular una variación porcentual del precio en el período, se utiliza el precio del mercado al inicio del cada período, deflactando así el efecto a lo largo del tiempo.

Por su parte, entre quienes han hecho aportes a los modelos de precios, se destacan Chambers y Penman (1984) Cornell y Landsman (1989), Holthausen y Verrecchia (1990) y Landsman y Maydew, (2002) por estudiar el impacto de los anuncios de ganancias de las empresas sobre los precios de sus acciones. Mientras que dentro del grupo de investigadores que han contribuido a los modelos de retornos, destacan Strong y Walker (1993), quienes encontraron una asociación entre el retorno del precio de las acciones de empresas en el Reino Unido con sus ganancias. Por cerca de tres años, Lipe (1990) se anticipó proponiendo una modelación teórica con ciertas similitudes con el fin de estudiar la asociación entre la rentabilidad accionaria y la persistencia de las ganancias fundamentada en tres ecuaciones, incluyendo como factor adicional la información alternativa.

Dentro del grupo de los que trabajan con modelos de retornos, atención especial merece la investigación de Dechow (1994). Este trabajo asocia el retorno de las acciones con los flujos de efectivos esperados en vez de las ganancias causadas. Pues estas pueden concordar sólo parcialmente con su respectivo período contable. En contabilidad, el

principio de causación requiere que ingresos y gastos se deben reconocer en el momento en que ocurren. Dechow (1994) encuentra que, en el corto plazo, las ganancias tienen mayor relación con el retorno de las acciones que con los flujos de efectivo causados. También que las ganancias de las empresas con grandes inversiones y financiaciones están más asociadas con los retornos de las acciones que con los flujos de efectivo causados.

En suma, del artículo seminal de Ball y Brown (1968) se derivaron algunas líneas de investigación como la eficiencia del mercado con relación a la información contable y el contenido de información / utilidad de la contabilidad.

En cuanto a la línea de la eficiencia del mercado, el objetivo es analizar qué tan rápido se ajustan los precios de las acciones ante la divulgación de información de datos contables como los ingresos y las ganancias. De esta línea se desprenden dos sub líneas, una de ellas investiga los impactos en las acciones de los ajustes por devengo y otros datos contables. La otra sub línea estudia la desviación de los retornos y los precios de los títulos luego de la divulgación de los datos contables, Foster et al. (1984).

Por su parte, la otra línea de investigación, la del contenido de información y utilidad de la contabilidad, tiene como propósito comprender qué tipos de datos contables son más importantes e informativos que otros al relacionarse con el precio de las acciones. De esta línea se derivan algunas sub líneas, como, por ejemplo, la que estudia el efecto de los cambios en los métodos contables sobre el precio accionario, Ball (1972). También está la sub línea de investigación que comprende las áreas de regulación contable y contenido informativo / utilidad de los componentes de las ganancias. Justamente en esta última sub línea es que se centra esta tesis doctoral. Finalmente, existe una línea de investigación que cobra mayor relevancia recientemente con el trabajo de Kothari y Wasley (2019), la cual se enfoca en modelos y metodologías de previsiones de ganancias que se puedan utilizar para

construir medidas acertadas de ganancias no esperadas. Inspirados en los modelos originalmente propuestos por Beaver et al. (1979) A continuación la tabla 1, sintetiza las áreas de investigación del paradigma *MBAR*, conocido en español como investigación contable basada en el mercado. Esta tesis doctoral se sitúa principalmente en la línea del contenido informativo y de la utilidad de los datos contables. Buscando comprender la importancia y el nivel informativo de la calidad de las ganancias al relacionarse con variables que inciden sobre el precio de las empresas.

Tabla # 1: El paradigma del *Market Based Account Research (MBAR)* y sus líneas de investigación

Línea de investigación	Objetivo	Sub línea	Autores principales
Eficiencia del mercado con relación a la información contable	Analizar qué tan rápido se ajustan los precios de las acciones ante la divulgación de información de datos contables como los ingresos y las ganancias	Impactos en las acciones de los ajustes por devengo y otros datos contables	Strong y Walker, 1993; Feltham y Ohlson, 1995; Kothari, 2001; Landsman y Maydew, 2002
		Desviación de los retornos y los precios de los títulos luego de la divulgación de los datos contables	Foster 1977; Foster et al., 1984; Holthausen y Verrecchia 1990; Lipe, 1990; Sadka, 2006
Contenido de información / utilidad de la contabilidad	Comprender qué tipos de datos contables son más importantes e informativos que otros al relacionarse con el precio de las acciones	Efecto de los cambios en los métodos contables sobre el precio accionario	Ball, 1972; Chambers y Penman 1984; Watts y Zimmerman, 1986
		Regulación contable y contenido informativo / utilidad de los componentes de las ganancias	Beaver, 1970; Eskew y Wright 1976; Beaver et al. 1980; Kormendi y Lipe, 1987; Collins y Kothari, 1989; Dechow, 1994; Barth, Cram et al., 2001; Barth, Landsman et al., 2008
Propiedades de las cifras de resultados anuales y trimestrales, y los pronósticos de resultados	Entender modelos y metodologías de pronóstico de ganancias para elaborar medidas precisas de ganancias no esperadas	Modelos de series de tiempos de las ganancias anuales y periódicas	Ball y Watts 1972; Watts y Leftwich, 1977; Watts y Zimmerman, 1986; Christie, 1987; Landsman y Magliolo, 1988
		Propiedades de los pronósticos de los analistas	Beaver et al., 1979; Cornell y Landsman, 1989; Kothari y Wasley, 2019

Fuente: Autor

Dentro de la línea sobre el contenido de información y la ventaja de las ganancias y otros datos contables, la cual se pregunta si estos son útiles o no, se destacan las siguientes corrientes de investigación: relación entre ganancias y rendimiento, métodos contables, la magnitud de las ganancias no esperadas (*UE*) y los coeficientes de respuesta de las ganancias (*ERCs*) y la ventaja de la información de los componentes de las ganancias (flujos de efectivo y devengos).

En primer lugar, en lo que concierne a la relación entre ganancias y rendimiento, la publicación de Ball y Brown (1968) desencadenó una serie de investigaciones que se extendieron a temas de ganancias interinas, información contable más allá de las ganancias, el efecto de las características de la empresa en las relaciones subyacentes, el intervalo de medición de retornos y otros. A continuación, se describe brevemente la evolución de la investigación en este campo. En la década de 1970, varios estudios sobre la relación ganancias-retorno ampliaron el análisis de Ball y Brown (1968) a elementos contables especiales, elementos contables extraordinarios y dividendos (Watts, 1973; Gonedes, 1974; Gonedes, 1975; Eskew y Wright, 1976; Gonedes, 1978). En la década de 1980, la preocupación del *FASB* por la contabilidad de la inflación llevó a muchos investigadores a comprender el contenido informativo de los números de contabilidad del costo de reemplazo (por ejemplo, Beaver et al; 1982, Lustgarten, 1982). Otros estudios en la década de 1980 continuaron construyendo sobre el legado de Ball y Brown (1968) al investigar otras propiedades de la relación ganancias-retorno, como Lipe (1986) sobre la información contenida en los componentes de las ganancias y Stober (1986) sobre el contenido informativo incremental de las liquidaciones de inventario de último en entrar, primero en salir (*LIFO*). Otros estudios de la relación entre ganancias y retornos en la década de 1980 incluyen a Tse (1986) sobre las tendencias intradía en la relación entre datos contables y

precios de valores, y Freeman y Tse (1989) sobre el contenido informativo multi período de las ganancias. En un artículo de alto impacto, Freeman (1987) compara la relación entre ganancias y retornos de empresas grandes versus pequeñas. La década de 1990 produjo una serie de trabajos, ampliamente citados, sobre la relación entre ganancias y rendimientos. Estos incluyen a Easton y Harris (1991) sobre las ganancias como variable explicativa de los rendimientos y a Easton et al. (1992), quienes mostraron que la agregación temporal de las ganancias y los rendimientos de la empresa aumenta drásticamente la fuerza de la relación ganancias-rendimiento porque la alineación de la información subyacente a los precios y ganancias aumenta a medida que las ganancias y los rendimientos se agregan en intervalos de tiempo más largos (ver también Fama, 1990). También en la década de 1990, Lipe (1990) examinó la relación entre las ganancias y el rendimiento en presencia de información alternativa, mientras que Anthony y Ramesh (1992) documentaron que la asociación entre ganancias y rendimiento varía según la etapa del ciclo de vida de la empresa. En otro artículo de gran impacto, Hayn (1995) utiliza la opción de abandono de los accionistas para motivar pruebas de una relación diferencial entre ganancias y pérdidas, y rendimientos. En horizontes de tiempo tanto largas como cortas, Hayn (1995) encuentra que el contenido informativo de las ganancias se concentra cuando estas están en el terreno positivo más que cuando hay pérdidas.

En segundo lugar, en lo que respecta la investigación sobre las consecuencias de los cambios en los métodos contables, esta dio un giro importante a finales de la década de 1970 con la introducción de la teoría contable positiva de Watts y Zimmerman (*PAT*; Watts y Zimmerman, 1978, 1979, 1983; y especialmente Watts y Zimmerman, 1986). La *PAT* expuso la intuición de por qué los cambios contables, careciendo de un efecto directo en el flujo de caja a través de impuestos, aún pueden afectar los precios de las acciones. Específicamente,

los cambios contables (obligatorios o voluntarios) pueden afectar los contratos de deuda de una empresa y los contratos de compensación ejecutiva, desencadenando transferencias de riqueza hacia o desde los accionistas. *PAT* llevó a una gran cantidad de artículos sobre por qué los gerentes eligen los métodos contables que eligen, por qué cambian periódicamente los métodos contables, por qué abogan por ciertas políticas contables y por qué toman las decisiones sobre políticas contables (por ejemplo, acumulaciones discretionales) que toman. Las primeras pruebas de *PAT* incluyen Hagerman y Zmijewski (1979), Holthausen (1981) y Leftwich (1981). Una discusión detallada de la literatura sobre *PAT* está fuera del alcance de nuestro artículo (para revisiones, véase Holthausen y Leftwich, 1983; Watts y Zimmerman, 1986; Fields et al; 2001; Kothari et al; 2010). En resumen, queremos mencionar que el tema de las elecciones discretionales de acumulaciones llevó a una gran cantidad de literaturas sobre "gestión de ganancias" y "calidad de ganancias."

La tercera corriente se relaciona con la magnitud de las ganancias no esperadas (*UE*) y los coeficientes de respuesta de las ganancias (*ERCs*). En esta importante extensión de Ball y Brown (1968), Beaver et al. (1979) documentan una relación positiva entre la magnitud de los retornos inesperados y la magnitud de *UE*. La relación de magnitud positiva fue confirmada posteriormente a nivel trimestral en un entorno de corto plazo por Hagerman et al. (1984). La investigación sobre la magnitud de los *ERC* ha dado lugar a una amplia literatura sobre los determinantes económicos de los *ERC*. Importantes contribuciones a la literatura sobre los *ERC* fueron realizadas por Kormendi y Lipe (1987), Easton y Zmijewski (1989), y Collins y Kothari (1989), quienes documentan que los *ERC* varían en función de la persistencia de las ganancias, el crecimiento, el beta y el tamaño de la empresa. A medida que la literatura sobre *ERC* evolucionó, estudios posteriores examinaron las implicaciones para los *ERC* de los precios que llevan las ganancias (Kothari y Sloan, 1992; Kothari, 1992),

así como algunos de los determinantes de la variación en series de tiempo y en corte transversal en los *ERC*, como la selección de *proxies* (Collins y DeAngelo, 1990), el proceso de series temporales de ganancias (Lang, 1991), calificaciones de auditoría (Choi y Jeter, 1992), el riesgo de incumplimiento de la deuda (Dhaliwal y Reynolds, 1994), políticas de pago de dividendos (Kallapur, 1994), y los componentes permanentes versus transitorios en las ganancias (Ali y Zarowin, 1992). Otras investigaciones se centraron en las propiedades de los *ERC*, como en su magnitud, estimada a partir de modelos de series temporales específicos de la empresa en comparación con la estimación de regresión de corte transversal agrupada (Teets y Wasley, 1996; Lipe et al; 1998). Aunque ya no es un área activa de investigación, dos estudios recientes sobre *ERC* examinan cómo la incertidumbre macroeconómica del Índice de Volatilidad de la Bolsa de Opciones de Chicago (VIX) afecta a los *ERC* (Williams, 2015) y cómo la incertidumbre sobre los objetivos que tiene la gerencia al reportar afecta la respuesta del mercado a los informes de ganancias (Ferri et al.; 2018).

Finalmente, la cuarta corriente de investigación corresponde a la ventaja de la información de los componentes de las ganancias (flujos de efectivo y devengos). En esta línea, las primeras evidencias sobre la informatividad del flujo de efectivo, que Ball y Brown (1968) midieron como ingresos operativos, anticiparon una literatura que posteriormente surgiría sobre el contenido informativo y la fijación de precios de las acumulaciones y el flujo de efectivo. Los estudios que examinan el contenido informativo de las ganancias, acumulaciones y flujo de efectivo incluyen a Rayburn (1986), Wilson (1986, 1987), Bowen et al. (1987), y Victor y Stober (1989). Con la excepción de este último, la mayoría de los estudios concluyen que tanto los ajustes como el flujo de efectivo tienen contenido informativo incremental. En un artículo de gran impacto, Dechow (1994) perfeccionó el enfoque sobre el contenido informativo de las ganancias versus el flujo de efectivo al

investigar si las ganancias o el flujo de efectivo explican mejor la variación en los rendimientos que tienen lugar en el mismo período. Dechow (1994) encontró que la respuesta era las ganancias, lo cual es un hallazgo importante porque dio apoyo empírico al proceso de contabilidad por acumulación que subyace a las ganancias. Pese a que los estudios anteriores utilizaron los rendimientos de las acciones como punto de referencia, otros estudios examinaron la capacidad de los ajustes para predecir flujos de efectivo futuros (Dechow et al; 1998, Barth et al; 2001, Barth et al; 2016). En suma, esta serie de estudios han sido diseñados para proporcionar evidencia sobre la capacidad informativa de las ganancias (a través de las acumulaciones) más allá del flujo de efectivo operativo como medida resumida del rendimiento de la empresa cuando se compara con los rendimientos de las acciones o los flujos de efectivo futuros. El punto acerca de si las ganancias (estado de resultados) o el flujo de efectivo es una mejor medida resumida del rendimiento de la empresa ha sido y sigue siendo un tema de interés y relevancia para la profesión contable. Dicho esto, la investigación sobre el contenido informativo de las acumulaciones en gran medida dio paso a una literatura sobre el incorrecto precio de las acumulaciones y los componentes de acumulación.

1.3.6 Revisión de literatura: investigación contable basada en el mercado latinoamericano

En términos generales, en Latinoamérica la investigación en el área de contabilidad ha sido muy escasa y limitada, Casal (2006). Si bien estas investigaciones han venido creciendo en los últimos años en América Latina, la cantidad de investigación contable basada en la eficiencia del mercado continúa siendo aún limitada. A continuación, se relacionan por país, las pocas investigaciones contables publicadas en revistas latinoamericanas, las cuales son la principal fuente de divulgación de estos trabajos.

1.3.6.1 Argentina

Existen trabajos teóricos como, por ejemplo, el de Biondi (1995). En este trabajo el autor sugiere una serie de medidas que mejoren la información contable y faciliten la comprensión para una adecuada toma de decisiones. Entre las medidas están estandarizar los términos contables básicos, escoger los informes financieros a publicar e incorporar información económica. Viegas (2009) realizó una investigación de este tipo con empresas argentinas para el año 1999. Él encontró que los informes contables están asociados con expectativas de crecimiento del PIB y con los objetivos empresariales.

Dentro de la línea de estandarizar teorías contables, años más tarde aparece también el trabajo de Barbei (2008). En este trabajo también se destaca la relevancia que tiene el seguimiento de las normas contables para la divulgación de los estados financieros en un contexto globalizado.

Otro aspecto teórico que ha sido estudiado es la información contable prospectiva. Esta emplea los estados financieros pasados y presentes para presupuestar el futuro de la empresa y permitir una adecuada toma de decisiones. Este tipo de estudios enfatizan en la importancia de contar con bases teóricas para divulgar información financiera proyectada que esté alineada con los principios contables generalmente aceptados.

Sin embargo, para Viegas et al. (2000) como no hay un modelo global y homogéneo, se dificulta hacer proyecciones que sean comparables. En cambio, lo que estos autores proponen es un modelo de información financiera prospectiva cuantitativo y otro cualitativo. El cuantitativo está en función de los flujos de fondos presupuestados mientras que el cualitativo incorpora objetivos empresariales, relaciones con los *stakeholders* y matrices DOFA (debilidades, oportunidades, fortalezas, amenazas).

Ficco y Sader (2019) estudian entre los años 2009 y 2015, la importancia que la bolsa de valores le da a la información contable (sobre activos intangibles) y a la información no financiera (capital intelectual de las empresas). En particular, estudian el impacto que la adopción de las NIIF tiene sobre la importancia de la información financiera y no financiera. La conclusión de este trabajo es que, para las empresas argentinas, implementar las NIIF trajo consigo cambios en la relevancia que se le otorga a la información contable, más no en la que se le otorga a la información no financiera.

1.3.6.2 Brasil

Con respecto al contenido de la información financiera y su efecto sobre el mercado, Ribeiro (2002) estudió la asociación entre el costo de acceso al capital internacional y la información que contiene la contabilidad, para empresas papeleras durante los años 1991 y 1998. Si bien estas empresas brasileras no reflejaron un alto desempeño a través de sus informes financieros, accedieron a capital a un costo bajo.

Posteriormente, Neto et al. (2010) estudiaron el impacto de la estructura de la propiedad sobre el nivel de contenido informativo de la contabilidad. Lo hicieron durante el período comprendido entre el 2000 y el 2006 para empresas del sector real pertenecientes al mercado bursátil de Sao Paulo. Los autores encontraron que, si la participación accionaria está concentrada en pocos inversionistas, estos pueden influir en la elaboración contable y sesgarla a conveniencia, disminuyendo así la confianza en los informes divulgados. Por tanto, se reduce el nivel de contenido informativo que ofrecen los resultados financieros.

Dos años más tarde, a partir de una muestra del 2005 al 2009 de empresas del sector eléctrico brasiler, Silva et al. (2012) encuentran que el contenido informativo que poseen individualmente tanto las ganancias netas como el flujo de caja, no son relevantes como si lo es el *EBITDA*. Durante ese mismo año, Amorim et al. (2012), analizan la asociación entre

los betas contables y los betas de mercado para firmas brasileñas desde 1995 y hasta el 2009. Para estos autores algunos betas contables pueden explicar los betas del mercado.

Posteriormente, Potin et al. (2016) trabajan en empresas del sector real la contabilidad de cobertura, es decir, la designación de uno o más instrumentos de cobertura cuyos cambios en el valor razonable compensan cambios de una partida cubierta. Los autores encuentran que esta contabilidad de coberturas se asocia de manera positiva con la divulgación de derivados y de manera negativa con el contenido informativo de los resultados contables.

Hasta aquí son estudios, con relación al contenido de la información financiera y su efecto sobre el mercado. Sin embargo, existe también toda una línea de investigación que busca profundizar acerca de la calidad de la información contable y cómo esta agrega valor para las empresas. Por ejemplo, Mazzioni et al. (2016) estudian la calidad de la información contable durante los años 2003 a 2014 en empresas no financieras que cotizan en la bolsa de valores de Sao Paulo. Los autores establecen un *ranking* de la calidad contable para las empresas de estudio, a partir de la persistencia de las ganancias, la capacidad predictiva de estas y el alisamiento de resultados. Los autores encontraron que una mejor posición en el escalafón es función del origen legal de los países de domicilio de las empresas, la percepción de corrupción, una menor razón de endeudamiento y la mayor intensidad en la internacionalización.

Algunos años atrás, da Silva et al. (2010) habían hecho un estudio de este tipo, pero orientado a las micro y pequeñas empresas de la Región Metropolitana de Recife. Los autores encuentran que la mayoría de los informes financieros que se divulgan son los tradicionales y que la mayoría de la gerencia no gestiona la organización por medio de este tipo de reportes.

Por otra parte, el tema del tamaño de la empresa es una variable para considerar. Por ejemplo, Yokoyama et al. (2015) estudian el impacto que puede tener la capitalización bursátil sobre aspectos de la información financiera como su contenido informativo, la prudencia de la contabilidad o conservadurismo y a la capacidad de los datos contables para capturar los hechos económicos que inciden sobre los precios (relevancia valorativa). Este estudio que se hizo para empresas que cotizan en la bolsa de valores de Sao Paulo durante el período 2010-2012, muestra que a mayor capitalización bursátil mayor conservadurismo y mayor relevancia valorativa, pese a que la información financiera resultó tener menor contenido informativo. Esto último se puede explicar porque las empresas más grandes tienden a captar la atención de los analistas y, por consiguiente, la divulgación de los estados financieros de estas grandes firmas no genera sorpresas normalmente.

1.3.6.3 Colombia

A partir de la década de los sesenta, con la evolución de los sistemas de procesamiento de datos y de las técnicas estadísticas, la investigación contable gana un enfoque más empírico. Con este tipo de enfoque, se encuentran trabajos como el de Cardona (1987), en el que estudia la calidad de la contabilidad en los informes que las sociedades entregan a los accionistas de empresas pertenecientes a la bolsa de valores de Medellín (Colombia). Años más tarde, Gastón et al. (2008) encuentran que una calidad contable deficiente incide sobre la evolución del precio de las acciones. Lo anterior, al contrastar empresas con menor calidad contable que otras.

Por esa época, Gómez y Católico (2009) encuentran que una gran cantidad de empresas colombianas publican la información contable en sus sitios web. Información que es muy diversa y poco homogénea ya que el país carecía de regulación, en ese momento, sobre los contenidos de la divulgación financiera.

1.3.6.4 Chile

Algunos años más tarde, Maldonado-García et al. (2012) estudiaron también la divulgación financiera en los sitios web corporativos, para las empresas chilenas y mexicanas. En esta oportunidad, los autores intentan determinar los factores que inciden en la divulgación de la información contable. A diferencia del caso colombiano, en Chile y México, la divulgación de la información contable entre las diferentes empresas si refleja cierto grado de homogeneidad.

El siguiente año, Jara-Bertín y Moya (2013) estudian en la bolsa de valores de Chile, cómo incide la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) sobre el principio de conservadurismo contable. Este principio busca que las empresas sean conservadoras en la elaboración de sus informes financieros, para no infravalorar pasivos ni sobre dimensionar activos. Los investigadores encuentran que el conservadurismo condicional (en el que los requisitos de verificación son más estrictos para las ganancias que para las pérdidas) es más marcado cuando las empresas ya han implementado las NIIF. Los autores sugieren entonces que la adopción de las NIIF mejora la confiabilidad de la información financiera.

Un par de años después, de la Fuente Mella et al. (2015) investigan también el efecto de la implementación de las NIIF, pero esta vez no sobre el conservadurismo, sino sobre algunos indicadores financieros. Los autores encontraron que la adopción de las NIIF provoca cambios en las razones financieras de las empresas chilenas, excepto en las de endeudamiento y en la relación precio-beneficio. Sin embargo, no evidenciaron que el anuncio de la implementación de las NIIF provocara una reacción atípica en el mercado.

Ese mismo año, De la Fuente et al. (2015) estudian el impacto de implementar anticipadamente una de las NIIF, la que define el valor razonable como el precio que sería

recibido por vender un activo o transferir un pasivo, en la transparencia del mercado bursátil de Chile. El principal hallazgo de este estudio que tuvo lugar durante los años 2007 a 2012, consiste en que al implementar esta NIIF no se genera un impacto sobre la asimetría de la información.

Posteriormente, un año más tarde Jara-Bertín y Sepulveda (2016), encuentran que las empresas chilenas que son de naturaleza familiar tienen mejores resultados que las no familiares, incluso cuando la variable que mide el resultado no está manipulada, es decir, no tiene ajustes discretos por devengo.

Cornejo-Saavedra (2018) estudia si durante el período de 2010 a 2014, las empresas chilenas del sector real manipularon las ganancias con el fin de evitar reflejar una disminución de estas, o evitar tener que mostrar incluso pérdidas. Los resultados son estadísticamente significativos y muestran, tanto bajas frecuencias de pérdidas menores, como altas frecuencias de ganancias y de aumentos en las mismas. Este patrón inusual responde, posiblemente, a una alteración de la contabilidad para no tener que divulgar pérdidas o reducciones en las ganancias.

1.3.6.5 México

Durán et al. (2007) analizan la relevancia de la contabilidad para resumir la información subyacente a los precios de las acciones de las empresas que pertenecen al mercado de capitales mexicano. Para el período 1991 a 2003, los autores encuentran que incorporar el dividendo por acción y los flujos de caja operativos mejoran el R cuadrado del modelo, pero que también la utilidad es una variable importante para las compañías mexicanas.

Una década después, García et al. (2017) estudian si los cambios en la regulación contable en México tienen impacto sobre la relevancia valorativa de la información contable

en las empresas. La relevancia valorativa es la capacidad de los datos contables para incorporar los impactos económicos que afectan los precios y los retornos de las acciones y bonos corporativos. Los autores encuentran que para el período 2000 a 2013, la implementación de las NIIF y las modificaciones a los principios de contabilidad, incrementan la confianza inversionista y, por consiguiente, la relevancia valorativa.

Entre la década del 2005 al 2015, Reyna (2018) analiza la asociación entre la manipulación de la contabilidad con la estructura de los diversos tipos de propiedad accionaria. Dentro de los hallazgos de este trabajo, está que la propiedad institucional y familiar disminuye la probabilidad de alterar la contabilidad, dependiendo del tamaño de la empresa.

1.3.6.6 Perú

Existen dos trabajos destacados de enfoque teórico. Por su parte, Wong (2007) estudia la convergencia y la armonización de la regulación contable en el Perú con la contabilidad internacional. Mientras que, al año siguiente, Vélchez (2008) analiza la diversidad de los entornos en el camino hacia la armonización contable.

1.3.6.7 Venezuela

Hasta donde se conoce, existe muy poca investigación sobre contabilidad basada en el mercado, para empresas venezolanas. Uno de los pocos trabajos que se encuentra es el de Rodríguez (2018). Este estudia los factores que hacen que la información financiera y contable sea importante, a partir de nociones ya existentes.

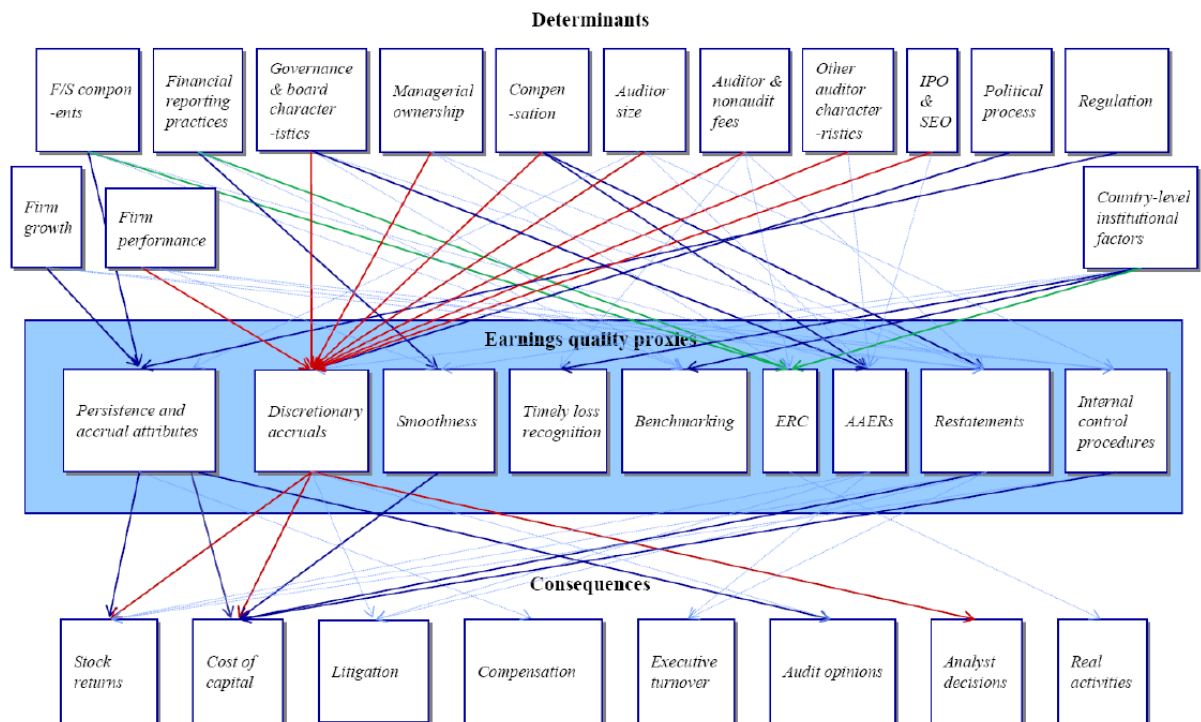
1.4 Contexto general de la investigación y estructura de la tesis

1.4.1 Contexto e hilos conductores de los artículos

La figura 1 permite ilustrar la estructura de esta tesis doctoral. Para Dechow et al. 2010, existen diversas *proxies* para medir la calidad de las ganancias. Entre ellas está la

persistencia de las ganancias, la cual es la que se utiliza en este trabajo. Como muestra la figura 1, la persistencia de las ganancias tiene impacto sobre el costo de capital de la firma.

Figura # 1: Enlaces entre determinantes, *proxies* de *earnings quality*, y consecuencias

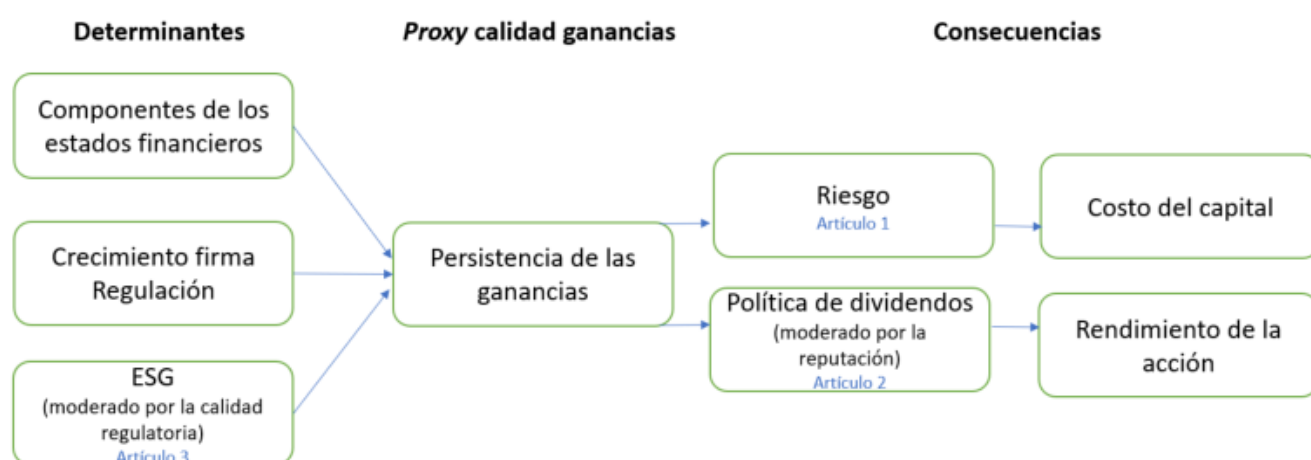


Fuente: Dechow, *et al.* 2010

El capítulo 2 de esta tesis busca comprender la consecuencia de la persistencia de las ganancias sobre una variable que afecta el costo de capital, el coeficiente beta de la empresa. Pues el beta incide en el rendimiento requerido que exigen los accionistas, y este a su vez, es una variable fundamental en el cálculo del costo de capital de la firma. Por su parte, el capítulo 3 de este trabajo pretende entender el impacto de la persistencia de las ganancias sobre una variable que incide en el retorno de las acciones de la empresa, su política de dividendos (mediada por su reputación corporativa). De acuerdo con la teoría de valuación de dividendos, en el modelo de crecimiento constante de Gordon (1963), el valor del dividendo influye sobre el precio de la acción de la firma, y, por consiguiente, sobre el

rendimiento de su acción. Finalmente, si bien para Dechow et al. 2010, la regulación constituye un factor determinante de la persistencia de las ganancias, el capítulo 4 de esta tesis, busca ampliar el estudio acerca de los determinantes. Se pretende estudiar como el gobierno corporativo de la empresa, y en general su *ESG*, junto con la calidad regulatoria del país, determinan la persistencia de las ganancias de la firma. En suma, las principales relaciones del modelo conceptual completo quedan representadas en la figura 2.

Figura #2: Modelo conceptual completo



Fuente: Autor

1.4.2 Ensayo 1. Riesgo y persistencia de las ganancias

Este primer ensayo intenta dar pistas que contribuyan a dar posibles respuestas a algunas de las siguientes inquietudes. ¿Qué puede hacer la gerencia financiera de las pequeñas industrias y otras empresas, particularmente en los países en desarrollo, para disminuir la percepción de riesgo de estas ante los inversionistas? Disminuir el beta les permitiría a estas empresas acceder a capital a un menor costo, lo cual podría llegar a tener un impacto favorable en la valuación de estas. ¿Podría hacer algo la gerencia financiera para reducir el riesgo no diversificable? El objetivo de este trabajo es aportar nuevos elementos, al debate ya existente, en cuanto a si factores propios o inherentes de la empresa pueden incidir o no sobre el riesgo no diversificable de la empresa, medido por medio del beta. Para

tal fin, se elaboró un panel de datos balanceado y corto, el cual cuenta con 603 empresas que cotizan en bolsas de valores latinoamericanas y durante un período de tiempo relativamente pequeño (2016-2021), (Garrido Navia y Gómez, 2024, p. 1).

Palabras clave: Persistencia de ganancias, calidad de ganancias, riesgo, beta.

1.4.3 Ensayo 2. Dividendo entre reputación y persistencia ganancias

Por su parte, el segundo ensayo busca dar luces que intenten responder el siguiente interrogante. ¿Afectan la persistencia-predictibilidad de ganancias y la reputación, la política de dividendos? Éste estudio aporta elementos nuevos con el fin de enriquecer el debate en torno a la pregunta en cuestión. Para ello se estructura un panel de datos de empresas listadas en América Latina con información financiera obtenida en la base de datos *Datastream* y un escalafón de reputación corporativa conocido como MERCO durante el período comprendido entre 2008 y 2016. Posteriormente se contrastan las hipótesis por medio de un estudio econométrico. Este estudio econométrico se fundamenta en el modelo con que Lipe (1990) estima el retorno de una acción a través de las propiedades de la serie de tiempo de las ganancias, la tasa de interés utilizada para descontar las ganancias futuras esperadas, y la capacidad relativa de las ganancias en comparación con la información alternativa para predecir las ganancias futuras. Entre los principales hallazgos se encuentra que la medida de persistencia aumenta la razón dividendos sobre activos, pero cuando se está en el escalafón MERCO el resultado es negativo. Es como si las empresas se aprovecharan de aparecer en el *ranking* para pagar menos dividendos, (Garrido Navia y Gómez, 2023, p. 1).

Palabras clave: Dividendos; reputación; persistencia y predictibilidad de ganancias.

1.4.4 Ensayo 3. Persistencia de las ganancias y sostenibilidad: el rol moderador de los factores institucionales

El propósito de este tercer ensayo es examinar el impacto de la sostenibilidad sobre la calidad de la información financiera bajo el efecto moderador de las dimensiones institucionales (regulatoria y normativa). Los principales hallazgos demuestran el impacto positivo que la dimensión regulatoria tiene sobre la calidad de las ganancias. Sin embargo, también demuestran una menor calidad de las ganancias para aquellas firmas que desarrollan prácticas sostenibles (dimensión normativa) en países latinoamericanos con un entorno regulatorio mayor. Estos resultados se obtienen a partir de un panel de datos conformado por 390 empresas para el período 2012-2023, cuya información proviene del *London Stock Exchange Group* (LSEG) y de *The Worldwide Governance Indicators*. Este estudio avanza la frontera de la literatura aportando nuevos elementos sobre cómo los factores del entorno afectan la calidad de la contabilidad dentro del marco de la economía institucional. También, esta investigación puede ser útil para el diseño de políticas que estimulen la calidad contable en diferentes entornos.

Palabras clave: Sostenibilidad, persistencia de las ganancias, dimensiones institucionales

Referencias adicionales

Ahmed, A. S., Neel, M., & Wang, D. (2013). Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence. *Contemporary accounting research*, 30(4), 1344-1372. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01193.x>

Al-Enzy, N. S. K., Monem, R., & Nahar, S. (2023). IFRS experience and earnings quality in the GCC region. *International Journal of Managerial Finance*, 19(3), 670-690. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2021-0410>

Ali, A., & Zarowin, P. (1992). Permanent versus transitory components of annual earnings and estimation error in earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 249-264. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90020-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90020-3)

Amorim, A. L. G. C., Lima, I. S., & Murcia, F. D. R. (2012). Análise da relação entre as informações contábeis e o risco sistemático no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23, 199-211. <https://doi.org/10.1590/s151970772012000300005>

Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 203-227. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W)

Arena, C., Bozzolan, S., & Imperatore, C. (2024). Enhancing environmental reporting: A study on the role of narrative disclosure, firm-and country-level incentives. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(4), 3414-3428. <https://doi.org/10.1002/csr.2754>

Armstrong, C. S., Jagolinzer, A. D., & Larcker, D. F. (2010). Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities. *Journal of Accounting Research*, 48(2), 225-271. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00361.x>

Atwood, T. J., Drake, M. S., Myers, J. N., & Myers, L. A. (2011). Do earnings reported under IFRS tell us more about future earnings and cash flows? *Journal of accounting and public policy*, 30(2), 103-121.

<https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.10.001>

Ball, R. (1972). Changes in accounting techniques and stock prices. *Journal of Accounting Research*, 1-38. <https://doi.org/10.2307/2489860>

Ball, R. (2006). International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. *University of Chicago*. <https://doi.org/10.1080/00014788.2006.9730040>

Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>

Barbei, A. A. (2008). Las mediciones y la calidad de la información contable: un análisis desde la perspectiva de la regulación contable internacional. *Documentos de Trabajo del CECIN*. <http://sedici.unlp.edu.ar/handle/10915/60068>

Barry, C. B., & Brown, S. J. (1984). Differential information and the small firm effect. *Journal of financial economics*, 13(2), 283-294. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90026-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90026-6)

Barth, M. E., Clinch, G., & Israeli, D. (2016). What do accruals tell us about future cash flows?. *Review of Accounting Studies*, 21, 768-807. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9360-4>

Barth, M. E., Cram, D. P., & Nelson, K. K. (2001). Accruals and the prediction of future cash flows. *The accounting review*, 76(1), 27-58. <https://doi.org/10.2308/accr.2001.76.1.27>

Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92. <https://doi.org/10.2307/2490070>

Beaver, W. H. (1970). The time series behavior of earnings. *Journal of Accounting Research*, 62-99. <https://doi.org/10.2307/2674693>

Beaver, W. H. (2002). Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review*, 77(2), 453–474. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.2.453>
<https://www.jstor.org/stable/3068906>

Beaver, W. H., Clarke, R., & Wright, W. F. (1979). The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of accounting research*, 316-340. <https://doi.org/10.2307/2490507>

Beaver, W., Lambert, R., & Morse, D. (1980). The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2(1), 3-28.
[https://doi.org/10.1016/01654101\(80\)90013-0](https://doi.org/10.1016/01654101(80)90013-0)

Beaver, W. H., Griffin, P. A., & Landsman, W. R. (1982). The incremental information content of replacement cost earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 4(1), 15-39.
[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(82\)90004-0](https://doi.org/10.1016/0165-4101(82)90004-0)

Biondi, M. (1995). Aportes para mejorar la utilidad de la información que suministran los estados contables. Medios para lograrlo. Un sustancial cambio del paradigma que orienta a la contabilidad. *Contabilidad y Auditoría*, (1), 17 Págs.

Bowen, R. M., Burgstahler, D., & Daley, L. A. (1987). The Incremental Information Content of Accrual versus Cash Flows. *The Accounting Review*, 62(4), 723–747.
<http://www.jstor.org/stable/247781>

Brockman, P. & Unlu, E. (2011) Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1610-1625.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.11.014>

Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 99-126. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7)

Cai, L., Rahman, A., & Courtenay, S. (2014). The effect of IFRS adoption conditional upon the level of pre-adoption divergence. *The International Journal of Accounting*, 49(2), 147-178. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2014.04.004>

Callao, S., & Jarne, J. I. (2010). Have IFRS affected earnings management in the European Union? *Accounting in Europe*, 7(2), 159-189. <https://doi.org/10.1080/17449480.2010.511896>

Capkun, V., Jeny, A., Jeanjean, T., & Weiss, L. A. (2011). Setting the bar: Earnings management during a change in accounting standards. *Available at SSRN 1870007*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1870007>

Cardona Arteaga, J. (1987). Evolución de la información contable: estudio comparativo. *Contaduría Universidad de Antioquia* (July – December), 53-79. <https://doi.org/10.17533/udea.rc.24982>

Casal de Altuve, R. A. (2006). Universidad, docencia e investigación en Venezuela: Departamento de Contabilidad y Finanzas de la Universidad de Los Andes. *Ciencia, docencia y tecnología*, (33), 47-66.

Chambers, A. E., & Penman, S. H. (1984). Timeliness of reporting and the stock price reaction to earnings announcements. *Journal of accounting research*, 21-47. <https://doi.org/10.2307/2490700>

Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y., & Lin, Z. (2010). The role of international financial reporting standards in accounting quality: Evidence from the European Union. *Journal of international financial management & accounting*, 21(3), 220-278. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2010.01041.x>

Choi, S. K., & Jeter, D. C. (1992). The effects of qualified audit opinions on earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 229-247.

[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90019-X](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90019-X)

Christie, A. A. (1987). On cross-sectional analysis in accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 9(3), 231-258. [https://doi.org/10.1016/01654101\(87\)90007-3](https://doi.org/10.1016/01654101(87)90007-3)

Clarkson, P., Hanna, J. D., Richardson, G. D., & Thompson, R. (2011). The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 7(1), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2011.03.001>

Cohen, D. A. (2008). Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 15(2), 69-90. <https://doi.org/10.1080/16081625.2008.9720812>

Collins, D., Maydew, E., & Weiss, I. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39–67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)

Collins, D. W., & DeAngelo, L. (1990). Accounting information and corporate governance: Market and analyst reactions to earnings of firms engaged in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics*, 13(3), 213-247. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90032-Y](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90032-Y)

Cormier, D., & Magnan, M. L. (2016). The advent of IFRS in Canada: incidence on value relevance. *Journal of International Accounting Research*, 15(3), 113-130. <https://doi.org/10.2308/jiar-51404>

Cornejo-Saavedra, E. E. (2018). Earnings management para evitar reportar pérdidas: Chile, 2010-2014. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 23(45), 167-181. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-11-2017-0107>

Cornell, B., & Landsman, W. R. (1989). Security price response to quarterly earnings announcements and analysts' forecast revisions. *Accounting Review*, 680-692.

<https://www.jstor.org/stable/247855>

Covrig, V. M., Defond, M. L., & Hung, M. (2007). Home bias, foreign mutual fund holdings, and the voluntary adoption of international accounting standards. *Journal of accounting research*, 45(1), 41-70. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00226.x>

da Silva, D. J. C., Miranda, L. C., Freire, D. R., & dos Anjos, L. C. M. (2010). Para que serve a informação contábil nas micro e pequenas empresas?. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(13), 89-106. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2010v7n13p89>

Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of accounting research*, 46(5), 1085-1142. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00306.x>

Dechow, P. M. (1994). Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. *The Accounting Review*. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90016-7)

Dechow, P. M., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of accounting and Economics*, 25(2), 133-168.

[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00020-2)

De George, E. T., Li, X., & Shivakumar, L. (2016). A review of the IFRS adoption literature. *Review of accounting studies*, 21, 898-1004. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9363-1>

de la Fuente Mella, H., Palavecinos, B. S., Espinoza, R. C., & Rosso, D. C. (2015). Valor razonable y la calidad de información revelada: efectos de la aplicación anticipada de la NIIF 13 en Chile. *CAPIC REVIEW*, 13, 31-40. <https://doi.org/10.35928/cr.vol13.2015.42>

Dhaliwal, D. S., & Reynolds, S. S. (1994). The Effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response Coefficient. *The Accounting Review*, 69(2), 412–419.

<http://www.jstor.org/stable/248595>

Demski, J. S. (1998). Performance measure manipulation. *Contemporary accounting research*, 15(3), 261-285. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00560.x>

Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>

Duan, K., Qin, C., Ma, S., Lei, X., Hu, Q., & Ying, J. (2025). Impact of ESG disclosure on corporate sustainability. *Finance Research Letters*, 78, 107134. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107134>

Durán Vázquez, R., Lorenzo Valdés, A., & Valencia Herrera, H. (2007). Value relevance of the Ohlson model with Mexican data. *Contaduría y administración*, (223), 33-52.

Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>

Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of accounting research*, 29(1), 19-36. <https://doi.org/10.2307/2491026>

Easton, P. D., Harris, T. S., & Ohlson, J. A. (1992). Aggregate accounting earnings can explain most of security returns: The case of long return intervals. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 119-142. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90015-T](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90015-T)

Eskew, R. K., & Wright, W. F. (1976). An empirical analysis of differential capital market reactions to extraordinary accounting items. *The Journal of Finance*, 31(2), 651-674. <https://doi.org/10.2307/2326632>

Eskew, R. K. (1979). The forecasting ability of accounting risk measures: some additional evidence. *Accounting Review*, 107-118. <https://www.jstor.org/stable/246237>

Fama, E. F. (1990). Stock returns, expected returns, and real activity. *The journal of finance*, 45(4), 1089-1108. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb02428.x>

Farrelly, G. E., Ferris, K. R., & Reichenstein, W. R. (1985). Perceived risk, market risk, and accounting determined risk measures. *Accounting Review*, 278-288. <https://www.jstor.org/stable/246791>

Fatma, N., & Hidayat, W. (2020). Earnings persistence, earnings power, and equity valuation in consumer goods firms. *Asian Journal of Accounting Research*, 5(1), 3-13. <https://doi.org/10.1108/AJAR-05-2019-0041>

Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary accounting research*, 11(2), 689-731. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00462.x>

Ferri, F., Zheng, R., & Zou, Y. (2018). Uncertainty about managers' reporting objectives and investors' response to earnings reports: Evidence from the 2006 executive compensation disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 66(2-3), 339-365. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.08.001>

Ficco, C., & Sader, G. (2019). Relevancia valorativa de los intangibles: Análisis pre-NIIF y NIIF en el mercado de capitales argentino. *CAPIC review*, 17, 1-15. <https://doi.org/10.35928/cr.vol17.2019.54>

Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 255-307. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00028-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00028-3)

Foster, G. (1977). Quarterly accounting data: Time-series properties and predictive-ability results. *Accounting Review*, 1-21.

Foster, G., Olsen, C., & Shevlin, T. (1984). Earnings releases, anomalies, and the behavior of security returns. *Accounting Review*, 574-603. <https://www.jstor.org/stable/247321>

Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352. <https://doi.org/10.2307/2491412>

Francis, J., Nanda, D., & Olsson, P. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of accounting research*, 46(1), 53-99. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x>

Freeman, R. N. (1987). The association between accounting earnings and security returns for large and small firms. *Journal of accounting and economics*, 9(2), 195-228. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(87\)90005-X](https://doi.org/10.1016/0165-4101(87)90005-X)

Freeman, R. N., & Tse, S. (1989). The multiperiod information content of accounting earnings: Confirmations and contradictions of previous earnings reports. *Journal of Accounting Research*, 27, 49-79. <https://doi.org/10.2307/2491064>

Garrido Navia, J. F., & Gómez, J. A. (2023). Dividendo entre reputación y persistencia de ganancias. *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, 36, 1-17. [doi:10.46661/rev.metodoscuant.econ.empresa.7331](https://doi.org/10.46661/rev.metodoscuant.econ.empresa.7331)

Garrido Navia, J. F., & Gómez, J. A. (2024). Riesgo y persistencia de las ganancias. *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, 38, 1-16. [doi:10.46661/rev.metodoscuant.econ.empresa.9594](https://doi.org/10.46661/rev.metodoscuant.econ.empresa.9594)

Gastón, S. C., Galán, M. D. M. G., & Jarne, J. I. J. (2008). Consecuencias de las deficiencias de la información contable en los precios de las acciones. *Contaduría Universidad de Antioquia*, (53), 53-79. <https://doi.org/10.17533/udea.rc.2204>

Gómez-Meneses, F. E., & Católico-Segura, D. F. (2009). Revelación y divulgación de la información financiera y no financiera on-line de las 500 empresas más representativas en Colombia. *Cuadernos de Contabilidad*, 10(27), 269-318.

Gonedes, N. J. (1974). Capital market equilibrium and annual accounting numbers: Empirical evidence. *Journal of Accounting Research*, 26-62. <https://doi.org/10.2307/2490526>

Gonedes, N. J. (1975). Risk, information, and the effects of special accounting items on capital market equilibrium. *Journal of Accounting Research*, 220-256.
<https://doi.org/10.2307/2490362>

Gonedes, N. J. (1978). Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: Evidence on dividends, income, and extraordinary items. *Journal of accounting research*, 26-79. <https://doi.org/10.2307/2490411>

Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, 99-105. <https://doi.org/10.2307/1927792>

Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272. <https://doi.org/10.2307/2977907>

Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Zhu, W. (2012). The impact of IFRS adoption on foreign direct investment. *Journal of accounting and public policy*, 31(4), 374-398.

<https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.06.001>

Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary accounting research*, 27(3), 855-888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>

Hagerman, R. L., & Zmijewski, M. E. (1979). Some economic determinants of accounting policy choice. *Journal of accounting and economics*, 1(2), 141-161.

[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(79\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(79)90004-1)

Hagerman, R. L., Zmijewski, M. E., & Shah, P. (1984). The association between the magnitude of quarterly earnings forecast errors and risk-adjusted stock returns. *Journal of Accounting Research*, 526-540. <https://doi.org/10.2307/2490662>

Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of accounting and economics*, 20(2), 125-153. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00397-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00397-2)

Holthausen, R. W. (1981). Evidence on the effect of bond covenants and management compensation contracts on the choice of accounting techniques: The case of the depreciation switch-back. *Journal of Accounting and Economics*, 3(1), 73-109. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90035-5](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90035-5)

Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1983). The economic consequences of accounting choice implications of costly contracting and monitoring. *Journal of accounting and economics*, 5, 77-117. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90007-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90007-1)

Holthausen, R. W., & Verrecchia, R. E. (1990). The effect of informedness and consensus on price and volume behavior. *Accounting Review*, 191-208. <https://www.jstor.org/stable/247883>

Ismail, B. E., & Kim, M. K. (1989). On the association of cash flow variables with market risk: further evidence. *Accounting Review*, 125-136. <https://www.jstor.org/stable/248132>

Jara Bertin, M., & Tomás Arias Moya, J. (2013). The effect of mandatory IFRS adoption on accounting conservatism of reported earnings: Evidence from Chilean firms. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 26(1), 139-169. <https://doi.org/10.1108/ARLA-05-2013-0043>

Jara-Bertin, M., & Sepulveda, J. P. (2016). Earnings management and performance in family-controlled firms: Evidence from an emerging economy. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 29(1), 44-64. <https://doi.org/10.1108/ARLA-08-2015-0229>.

Jin, Y. (2017). DuPont analysis, earnings persistence, and return on equity: Evidence from mandatory IFRS adoption in Canada. *Accounting perspectives*, 16(3), 205-235. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12142>

Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>

Kallapur, S. (1994). Dividend payout ratios as determinants of earnings response coefficients: A test of the free cash flow theory. *Journal of Accounting and economics*, 17(3), 359-375. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90033-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90033-7)

Kanagaretnam, K., Lim, C. Y., & Lobo, G. J. (2014). Effects of international institutional factors on earnings quality of banks. *Journal of Banking & Finance*, 39, 87-106. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.11.005>

Khuong, N. V., Rahman, A. A. A., Meero, A., Anh, L. H. T., Liem, N. T., Thuy, C. T. M., & Ly, H. T. N. (2022). The impact of corporate social responsibility disclosure and accounting comparability on earnings persistence. *Sustainability*, 14(5), 2752. <https://doi.org/10.3390/su14052752>

Korca, B., Costa, E., & Farneti, F. (2021). From voluntary to mandatory non-financial disclosure following directive 2014/95/EU: An Italian case study. *Accounting in Europe*, 18(3), 353–377. <https://doi.org/10.1080/17449480.2021.1933113>

Kwakye, T. O., & Ahmed, K. (2024). Business strategy and the cost of equity: the mediating role of accounting information quality. *Journal of Applied Accounting Research*, 25(3), 476-499. <https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2022-0120>

Keung, E., Lin, Z. X., & Shih, M. (2010). Does the stock market see a zero or small positive earnings surprise as a red flag? *Journal of Accounting Research*, 48(1), 105-136.

<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00354.x>

Kirschenheiter, M., & Melumad, N. D. (2002). Can “big bath” and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies?. *Journal of accounting research*, 40(3),

761-796. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00070>

Kothari, S. P. (1992). Price-earnings regressions in the presence of prices leading earnings: Earnings level versus change specifications and alternative deflators. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 173-202. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90017-V](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90017-V)

Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 105-231. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)

Kothari, S. P., Ramanna, K., & Skinner, D. J. (2010). Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 246-286. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.003>

Kothari, S. P., & Sloan, R. G. (1992). Information in prices about future earnings: Implications for earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 143-171. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90016-U](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90016-U)

Kothari, S. P., & Wasley, C. (2019). Commemorating the 50-year anniversary of Ball and Brown (1968): The evolution of capital market research over the past 50 years. *Journal of Accounting Research*, 57(5), 1117-1159. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12287>

Lambert, R. A. (1984). Income smoothing as rational equilibrium behavior. *Accounting review*, 604-618.

Lambert, C., & Sponem, S. (2012). Roles, authority and involvement of the management accounting function: a multiple case-study perspective. *European Accounting Review*, 21(3), 565-589. <https://doi.org/10.1080/09638180.2011.629415>

Landsman, W. R., & Magliolo, J. (1988). Cross-sectional capital market research and model specification. *Accounting Review*, 586-604. <https://www.jstor.org/stable/247901>

Landsman, W. R., & Maydew, E. L. (2002). Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades?. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 797-808.

<https://doi.org/10.1111/1475-679X.00071>

Landsman, W. R., Maydew, E. L., & Thornock, J. R. (2012). The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS. *Journal of accounting and economics*, 53(1-2), 34-54. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.04.002>

Lang, M. (1991). Time-varying stock price response to earnings induced by uncertainty about the time-series process of earnings. *Journal of Accounting research*, 29(2), 229-257. <https://doi.org/10.2307/2491048>

Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. (2003). ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of accounting research*, 41(2), 317-345.

<https://doi.org/10.1111/1475-679X.00106>

Leftwich, R. (1981). Evidence of the impact of mandatory changes in accounting principles on corporate loan agreements. *Journal of Accounting and economics*, 3(1), 3-36.

[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(81\)80001-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(81)80001-8)

Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of accounting research*, 27, 153-192. <https://doi.org/10.2307/2491070>

Lev, B., & Ohlson, J. A. (1982). Market-based empirical research in accounting: A review, interpretation, and extension. *Journal of accounting research*, 249-322. <https://doi.org/10.2307/2674685>

Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353–385. <https://doi.org/10.2307/2491413>

Li, S., Sougiannis, T., & Wang, S. I. (2024). Mandatory IFRS adoption and the usefulness of accounting information in predicting future earnings and cash flows. *The International Journal of Accounting*, 2450016. <https://doi.org/10.1142/S1094406024500161>

Li, X. (2010). Real earnings management and subsequent stock returns. *Available at SSRN 1679832*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1679832>

Lipe, R. C. (1986). The information contained in the components of earnings. *Journal of Accounting Research*, 37-64. <https://doi.org/10.2307/2490728>

Lipe, R. C., Bryant, L., & Widener, S. K. (1998). Do nonlinearity, firm-specific coefficients, and losses represent distinct factors in the relation between stock returns and accounting earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 195-214.

Lustgarten, S. (1982). The impact of replacement cost disclosure on security prices: New evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 4(2), 121-141. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(82\)90017-9](https://doi.org/10.1016/0165-4101(82)90017-9)

Maldonado-García, S., Escobar-Váquiro, N., & Marín-Gaviria, M. D. P. (2012). Divulgación de información contable-financiera en el sitio web de empresas cotizadas de Chile y México: un estudio exploratorio. *Cuadernos de contabilidad*, 13(33), 395-425.

Mazzioni, S., Diel, F. J., & de Oliveira, J. M. S. (2016). Attributes of the Quality of Accounting Information in Firms that Participate in the Brazilian Stock Market. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 19(2), 230-253. https://doi.org/10.51341/1984-3925_2016v19n2a4

Milne, M. J., & Gray, R. (2013). W(h)ither ecology? The triple bottom line, the global reporting initiative, and corporate sustainability reporting. *Journal of Business Ethics*, 118(1), 13–29. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1543-8>

Neto, A. S., Lopes, A. B., & Dalmácio, F. Z. (2010). A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. *Base Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 7(4), 301-314. <https://doi.org/10.4013/base.2010.74.04>

Nichols, D. C., & Wahlen, J. M. (2004). How do earnings numbers relate to stock returns? A review of classic accounting research with updated evidence. *Accounting Horizons*, 18(4), 263-286. <https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.4.263>

Ohlson, J. A. (1991). The theory of value and earnings, and an introduction to the Ball-Brown analysis. *Contemporary Accounting Research*, 8(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1991.tb00831.x>

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>

Pereira, C., Monteiro, A., Silva, D., & Lima, A. (2023). Do the Levels of Environmental Sustainability Disclosure and Indebtness Affect the Quality of Earnings?. *Sustainability*, 15(4), 2871. <https://doi.org/10.3390/su15042871>

Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>

Potharla, S. (2023). Impact of real earnings management on earnings persistence—evidence from India. *International Journal of Emerging Markets*, 18(11), 5454-5476. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2020-0576>

Potin, S. A., Bortolon, P. M., & Sarlo Neto, A. (2016). Hedge accounting no mercado acionário brasileiro: efeitos na qualidade da informação contábil, disclosure e assimetria de informação. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27, 202-216. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201602430>

Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of accounting and economics*, 51(1-2), 1-20. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.06.001>

Rayburn, J. (1986). The association of operating cash flow and accruals with security returns. *Journal of Accounting Research*, 112-133. <https://doi.org/10.2307/2490732>

Reyna, J. M. S. M. (2018). The effect of ownership composition on earnings management: evidence for the Mexican stock exchange. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 23(46), 289-305. <https://doi.org/10.1108/JEFAS01-2017-0011>

Ribeiro, M. (2002). Informações contábil-financeiras e custo de captação em mercados de bonds. *Revista Contabilidade & Finanças*, 13(30), 54–70. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772002000300005>

Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. R. (2006). The implications of accounting distortions and growth for accruals and profitability. *The Accounting Review*, 81(3), 713-743. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.3.713>

Riedl, E. J., & Serafeim, G. (2011). Information risk and fair values: An examination of equity betas. *Journal of accounting research*, 49(4), 1083-1122. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00408.x>

Rodríguez, J. M. (2018). Elementos clave para definir el concepto de utilidad en la información financiera. *Actualidad contable FACES*, 21(36), 136-150.

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>

Sadka, R. (2006). Momentum and post-earnings-announcement drift anomalies: The role of liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 309-349. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.04.005>

Sadka, R. (2011). Liquidity risk and accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, 52(2-3), 144-152. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.08.007>

Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting review*, 459-474. <https://www.jstor.org/stable/248186>

Silva, A. F., da Silva Macedo, M. A., & da Costa Marques, J. A. V. (2012). Análise da relevância da informação contábil no setor brasileiro de energia elétrica no período de 2005 A 2007: uma discussão com foco nas variáveis LL, FCO E EBITDA. *Revista Universo Contábil*, 8(2), 6-24. <https://doi.org/10.4270/ruc.2012210>

Stober, T. L. (1986). The incremental information content of financial statement disclosures: The case of LIFO inventory liquidations. *Journal of Accounting Research*, 138-160.

<https://doi.org/10.2307/2490734>

Stolowy, H., & Paugam, L. (2023). Sustainability reporting: Is convergence possible? *Accounting in Europe*, 20(2), 139–165. <https://doi.org/10.1080/17449480.2023.2189016>

Strong, N., & Walker, M. (1993). The explanatory power of earnings for stock returns. *Accounting Review*, 385-399. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/248407>

Suhandi, N., & Sutrisno, P. (2022). The Effect of Earnings Persistence, Systematic Risk, and Conservatism on Earnings Informativeness. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 24(1), 87-100.

<https://doi.org/10.34208/jba.v24i1.972>

Teets, W. R., & Wasley, C. E. (1996). Estimating earnings response coefficients: Pooled versus firm-specific models. *Journal of Accounting and Economics*, 21(3), 279-295.

[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(96\)00423-5](https://doi.org/10.1016/0165-4101(96)00423-5)

Tohang, V., Hutagaol-Martowidjojo, Y., & Pirzada, K. (2024). The link between ESG performance and earnings quality. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 18(1), 187-204. <https://ro.uow.edu.au/aabfj/vol18/iss1/12/>

Tse, S. (1986). Intra-Year Trends in the Degree of Association between Accounting Numbers and Security Prices. *The Accounting Review*, 61(3), 475–497.

<http://www.jstor.org/stable/247153>

Victor, B. L., & Stober, T. L. (1989). The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accrual. *The Accounting Review*, 624-652.

Viegas, J. C. (2009). La administración y la contabilidad: Información contable proyectada o prospectiva. *SaberEs*, 1(2), 00-00.

Viegas, J., Rial, L. N., & Gajst, I. F. (2000). La información prospectiva: proyecciones o pronósticos. *Contabilidad y Auditoría*, (12).

Vílchez, P. (2008). La armonización de normas contables en los países de América. *Contabilidad y Negocios*, 3(5), 5-10.

Watts, R. "The Information Content of Dividends." *The Journal of Business* 46 (1973): 191–211

Watts, R. L., & Leftwich, R. W. (1977). The time series of annual accounting earnings. *Journal of Accounting Research*, 253-271. <https://doi.org/10.2307/2490352>

Watts, Ross L. and Zimmerman, Jerold L., *Positive Accounting Theory*. Ross L. Watts, Jerold L. Zimmerman, POSITIVE ACCOUNTING THEORY, Prentice-Hall Inc., 1986, <https://ssrn.com/abstract=928677>

Widianingsih, Y. Y. P. N., & Setiawan, D. (2022). Does Idiosyncratic Risk Affect Earnings Quality? Evidence from Indonesia. *Scientific Papers of the University of Pardubice. Series D. Faculty of Economics and Administration*, 30(2). <https://doi.org/10.46585/sp30021467>

Williams, C. D. (2015). Asymmetric responses to earnings news: A case for ambiguity. *The Accounting Review*, 90(2), 785-817. <https://doi.org/10.2308/accr-50866>

Wilson, G. P. (1986). The relative information content of accruals and cash flows: Combined evidence at the earnings announcement and annual report release date. *Journal of Accounting research*, 165-200. <https://doi.org/10.2307/2490736>

Wilson, G. P. (1987). The incremental information content of the accrual and funds components of earnings after controlling for earnings. *The Accounting Review*, 62(2), 293.

Wong, A. L. (2007). Convergencia y armonización de la normativa contable: hacia la contabilidad internacional. *Contabilidad y Negocios*, 2(4), 7-15.

Yan, H. (2024). Environmental information disclosure, earnings quality and the Readability and Emotional Tendencies of Management Discussion and Analysis. *Finance Research Letters*, 60, 104913. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104913>

Yokoyama, K. Y., Baioco, V. G., Sobrinho, W. B. R., & Neto, A. S. (2015). A influência do tamanho da empresa na informação contábil: evidências em empresas large caps e small caps listadas na BM&FBovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v9i3.1275>

Zhang, Y., Imeni, M., & Edalatpanah, S. A. (2023). Environmental dimension of corporate social responsibility and earnings persistence: An exploration of the moderator roles of operating efficiency and financing cost. *Sustainability*, 15(20), 14814. <https://doi.org/10.3390/su152014814>

2 RIESGO Y PERSISTENCIA DE LAS GANANCIAS¹

Abstract

What can the financial management of small industries and other enterprises, particularly in developing countries, do to reduce their perception of risk to investors? Lowering the beta would allow these companies to access capital at a lower cost, which could have a favorable impact on their valuation. Could financial management do anything to reduce non-diversifiable risk?

The aim of this paper is to contribute with new elements to the existing debate as to whether specific or inherent factors of the company can affect the company's non-diversifiable risk, measured by beta. To this end, a balanced and short panel data was built, which has 603 companies listed on Latin American stock exchanges in a relatively short period of time (2016-2021).

For Mexican companies, evidence shows the greater the persistence of earnings, the higher the beta. While the adoption of international accounting standards can improve the quality of companies' earnings, this adoption can also affect their market capitalization. Whereas, by economic sector, regardless of the country of origin, it is found that in the banking sector and in the agricultural production sector, the greater the persistence of profits, the lower the risk.

Keywords: Earnings persistence, *earnings quality*, risk, beta.

¹ Artículo publicado. Garrido Navia, J. F., & Gómez, J. A. (2024). Riesgo y persistencia de las ganancias. *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, 38, 1-16.

2.1 Introducción

En su libro “*The job generation process*”, el profesor del MIT David Birch acuñó una categorización empresarial a partir de características de 3 animales: gacela, ratón y elefante, Birch (1979). En primer lugar, las empresas “gacela” son ágiles y rápidas, se caracterizan por ser pequeñas y/o medianas y las que logran sobrevivir en los primeros años de vida experimentan rápidos crecimientos. En segundo lugar, se encuentran las empresas “ratón” que también son PYMES, sin embargo, no evolucionan pues no crecen ni avanzan. En tercer lugar, las empresas “elefante”, ya han alcanzado un gran tamaño, lo cual hace difícil que sigan experimentando enormes crecimientos porcentualmente hablando. En términos generales, las ganancias de estas empresas presentan un comportamiento más persistente o estable a lo largo del tiempo. Lo anterior las hace, de alguna manera, para los inversores menos riesgosas con relación al mercado en que cotizan. Diferente es lo que ocurre con las empresas “gacela”, cuyas ganancias no son tan persistentes o estables, sino que presentan gran volatilidad de un año a otro. Esto hace que los inversionistas las perciban con un riesgo mayor al promedio de las empresas con las que comparten un índice bursátil. Sin embargo, no por este mayor riesgo percibido, se debe dejar de intentar allanar el camino, para que a este tipo de empresas se les facilite el acceso a los mercados financieros.

Dentro del marco de los Objetivos De Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, el objetivo nueve es “construir infraestructuras resilientes, promover la industrialización sostenible y fomentar la innovación”. Justamente para Wang et al. (2020), la persistencia de las ganancias de las empresas promueve decisiones de investigación y desarrollo al interior de ellas.

Concretamente la meta 9.3 de los ODS es “aumentar el acceso de las pequeñas industrias y otras empresas, particularmente en los países en desarrollo, a los servicios

financieros, incluidos créditos asequibles, y su integración en las cadenas de valor y los mercados”.

Este trabajo pretende aportar en esa línea, al buscar comprender si la calidad de las ganancias puede incidir en el riesgo de empresas de países en desarrollo (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México) que han accedido a mercados de capitales. Este entendimiento puede facilitar el camino para otras empresas que estén requiriendo acceder a recursos a través de los mercados financieros.

Por último, uno de los aportes de este estudio, es analizar la calidad de las ganancias en diferentes sectores económicos.

El artículo está organizado de la siguiente forma: primero se presenta la revisión teórica y relación entre variables que deriva en el planteamiento de hipótesis, posteriormente la metodología utilizada, los datos, las variables del estudio y el análisis empírico; luego los resultados; la discusión e implicaciones y finalmente las conclusiones del estudio.

2.2 Teoría e hipótesis

2.2.1 Persistencia de las ganancias

A lo largo de su vida, las ganancias de los trabajadores experimentan diferentes niveles de consistencia, Karahan y Ozkan (2013). Situación similar ocurre con las ganancias de las empresas en donde ellos trabajan. Si bien algunas medidas como la intensidad del *core* de las ganancias de la firma, desarrollada por Amir et al. (2013), están asociadas positivamente con la persistencia de las ganancias, esta última medida es más conocida. A partir de una amplia revisión de literatura, Dechow et al. (2010) lograron categorizar variables *proxies* de la calidad de las ganancias dependiendo del uso que se les quiera dar. Para técnicas de valoración de activos como las que se proponen (valoración mediante flujos de caja y valoración de acciones), los autores recomiendan, al igual que Pimentel y Aguiar

(2016), las ganancias como una métrica resumen de los flujos de caja esperados. Su *proxy* empírico se calcula con la siguiente regresión, en donde β_1 es la medida de persistencia y ε_t es el ruido blanco:

$$Ganancias_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Ganancias_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Siguiendo a Lev (1983) y a Ali y Zarowin (1992), la medida de persistencia de las ganancias se deriva como el coeficiente estimado de la regresión de la pendiente: $PERS_i = \beta_{1,i}$. Ésta a su vez va a ser la misma medida de persistencia para este trabajo.

“Valores más grandes de PERS indican mayores niveles de persistencia de las ganancias y menos ganancias transitorias. Ganancias persistentes son vistas como una mayor calidad de las ganancias porque son sostenibles” (p. 699), Gaio (2010). En este sentido la teoría sostiene que empresas con ganancias más persistentes tienen una tendencia más sostenible de flujos de caja, la cual será un insumo más útil al momento de realizar valoraciones de activos a partir de flujos de caja perpetuos, Gregory et al. (2016). Luego, una ganancia más persistente es de más calidad que una de menos persistencia, en los casos en que la ganancia constituye una medida relevante de valuación.

En finanzas existen varias categorías para clasificar el riesgo (crediticio, liquidez, mercado, operativo, país). Desde la perspectiva de un inversor, el riesgo de un activo (fondo mutuo, acciones)

2.2.2 Medidas de riesgo

En finanzas existen varias categorías para clasificar el riesgo (crediticio, liquidez, mercado, operativo, país). Desde la perspectiva de un inversor, el riesgo de un activo (fondo mutuo, acciones) se puede medir cuantitativamente mediante el uso de estadísticas. Se asocia más bien con medidas de dispersión del retorno que con rendimientos negativos o inferiores

a la tasa libre de riesgo. Por ejemplo, el rango es una medida del riesgo de un activo, que se calcula restando el peor resultado alcanzado con el rendimiento de su mejor resultado.

Además, el riesgo a la baja (al alza) es el riesgo del rendimiento real por debajo (por encima) del rendimiento esperado. El riesgo a la baja es la volatilidad que los inversores quieren evitar mientras desean un riesgo al alza. Una variable *proxy* del riesgo a la baja puede ser la semi-varianza. Se calcula midiendo la dispersión de las observaciones, pero no todas, sólo las que caen por debajo de la media.

Por otro lado, la desviación estándar de los rendimientos de un activo mide la dispersión del rendimiento alrededor del rendimiento esperado. Y el retorno esperado es el rendimiento promedio que se espera que produzca una inversión a lo largo del tiempo, según su historia. Para Sharpe (1975) esta dispersión es la variabilidad, no la volatilidad. Para él, en cambio, esta última se mide por el coeficiente beta. Esto se tratará a continuación. Sin embargo, para la mayoría de los autores, variabilidad y volatilidad son sinónimos.

"La teoría financiera tradicional postula que la relación entre el riesgo y el rendimiento de las acciones es positiva" (p. 1075), Fifield et al. (2020). Esa relación refleja la aversión al riesgo por parte de los inversores, que requieren un mayor rendimiento como compensación por un aumento del riesgo. "Es una práctica común que los asesores de inversión acepten un rendimiento esperado más bajo de los valores defensivos (aquellos que responden poco a los cambios en la economía) que el que requieren de los valores agresivos" (p. 442), Sharpe (1964).

En este punto es útil aclarar lo que se entiende por riesgo global. El riesgo total es la combinación del riesgo no diversificable de un valor y el riesgo diversificable. El riesgo diversificable es la parte del riesgo de un activo que es atribuible a causas aleatorias específicas de la empresa, que pueden eliminarse mediante la diversificación. También se

llama riesgo no sistemático. El riesgo no diversificable es la parte relevante del riesgo de un activo atribuible a factores de mercado que afectan a todas las empresas; no puede eliminarse mediante la diversificación. También se llama riesgo sistemático.

El coeficiente beta es una medida relativa del riesgo no diversificable. Es un índice del grado de movimiento de la rentabilidad de un activo en respuesta a un cambio en la rentabilidad del mercado. Sharpe, (1984) quería seguir adelante y trató de demostrar que el coeficiente beta era más que una elasticidad de un solo factor.

$$Rendimiento\ activos_t = \beta_0 + \beta_1 Rendimiento\ mercados_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Los rendimientos históricos de un activo se utilizan para encontrar el coeficiente beta del activo. El rendimiento del mercado es el rendimiento de la cartera de mercado de todos los valores negociados. Sin embargo, ha sido difícil preservar la precisión en el concepto de coeficiente beta entre los investigadores a lo largo de la historia.

En cuanto al fundador del *CAPM*, en su modelo, "la medida de hacerlo mal en los malos tiempos es beta, que es una versión escalonada de la covarianza del rendimiento del valor (o la cartera) con la cartera del mercado" (p. 17), Sharpe y Litterman (2014). Además del riesgo a la baja, también existe el coeficiente beta a la baja. Es el beta que mide la asociación de una acción con el mercado de valores en general, pero sólo en los días de la serie cuando el rendimiento del mercado es negativo (Markowitz, 1959). En consecuencia, Estrada (2002), utiliza el coeficiente beta a la baja en el modelo original para proponer un *CAPM* a la baja (*D-CAPM*). Anteriormente, propuso reemplazar el coeficiente beta del *CAPM* por la relación entre una semi-desviación de rendimientos de activos y la semi-desviación de rendimientos del mercado. Yildiz et al. (2020), "utiliza dos puntos de referencia alternativos de retorno para calcular el coeficiente beta a la baja, el rendimiento

promedio (μ) y el rendimiento del 0%" (p. 333). Pero ¿por qué solo ajustar por beta a la baja y no también por beta al alza?

Como se dijo antes, el coeficiente beta es una medida de exposición al riesgo no diversificable. "Si bien Markowitz no introdujo el término, sentó las bases para ello. Formalmente, el término beta fue introducido por primera vez por Sharpe, Linter y Treynor en su trabajo sobre el Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (*CAPM* por sus siglas en inglés) a mediados de la década de 1960. Se definió como la medición de las exposiciones de un valor o una cartera al mercado amplio, el único riesgo sistemático permitido en el *CAPM*. Con el tiempo, la noción de que podría haber más de un riesgo sistemático se introdujo en el trabajo de Ross y Roll sobre la teoría de precios de arbitraje (*APT*)" (p. 5), Darnell et al. (2009).

Es importante destacar que "... el *CAPM* de Sharpe-Lintner hace varias suposiciones sobre el mundo, incluyendo que todos los inversores son eficientes en la varianza-media, tienen las mismas creencias y pueden pedir prestado o prestar a la misma tasa" (p. 14), Markowitz. (1984).

¿Todos los inversores interpretan la eficiencia de la varianza-media de la misma manera? "La suposición crítica que nos lleva a separar el beta esencial del resto es que los inversores tienen diferentes objetivos de rendimiento... beta esencial sigue siendo un punto de referencia relativo sobre el cual se debe medir el riesgo en la cartera total para medir el riesgo relativo al objetivo" (p. 4), Darnell et al. (2009). Sin embargo, el coeficiente beta esencial no puede ser la única preferencia de los inversores.

2.2.3 *Earnings persistence and risk measures*

Se realiza una revisión sistemática de la literatura utilizando la base de datos de *Web of Science*. En ella se hace un filtro por tema, utilizando simultáneamente las palabras

“*earnings persistence*” y la palabra “*risk*”. Esta búsqueda arroja como resultado 28 artículos, de los cuales 4 no se pueden acceder de manera gratuita y 1 no se considera por tratar un tema distinto. Luego, la tabla 2 resume la información básica (*journal*, autores y año de publicación) de los 23 artículos utilizados finalmente en la revisión de la literatura de este trabajo.

Tabla # 2: Journals, autores y años de publicación

Journals	Autores y años de publicación
<i>Discrete Dynamics in Nature and Society</i>	Zhou, Lou, Wu y Zhang (2022)
<i>Revista de Administração de Empresas</i>	Pimentel y Aguiar (2016)
<i>Economic research-Ekonomska istraživanja</i>	Liao y Chen (2021)
<i>Managerial Auditing Journal</i>	Vichitsarawong y Pornupatham (2015)
<i>Journal of Business Finance & Accounting</i>	Gregory, Whittaker y Yan (2016)
<i>Applied Economics Letters</i>	Lei, Chen y Liang (2019)
<i>Technology Analysis & Strategic Management</i>	Wang, Zhai, Sun y Colombage (2020)
<i>Contemporary Accounting Research</i>	Lawson y Wang (2016)
<i>Future Business Journal</i>	Fonou-Dombeu, Mbonigaba, Olarewaju y Nomlala (2022)
<i>Baltic Journal of Management</i>	Hesarzadeh y Bazrafshan (2018)
<i>The Review of Financial Studies</i>	Wu (2018)
<i>Journal of Banking & Finance</i>	Delis, Hasan, Iosifidi y Li (2018)
<i>Accounting and Business Research</i>	Goncharov y van Triest (2011)
<i>Journal of Accounting Research</i>	Mendenhall (2002)
<i>Review of Accounting Studies</i>	Beaver, Landsman y Owens (2012)
<i>Journal of Business Ethics</i>	Kanagaretnam, Lobo y Wang (2015)
<i>Review of Accounting Studies</i>	Lewellen y Resuttek (2016)
<i>European Accounting Review</i>	Amir, Einhorn y Kama (2013)
<i>Humanities and Social Sciences Communications</i>	Guo, Guo y Zhang (2023)
<i>The British accounting review</i>	Artikis y Papanastasopoulos (2016)
<i>International Review of Financial Analysis</i>	Dempsey y Sheng (2023)
<i>Accounting Research Journal</i>	Schreder y Bilinski (2022)
<i>Review of Economic Dynamics</i>	Karahan y Ozkan (2013)

Fuente: Autor

Se espera que ganancias con menores picos disminuyan las creencias de los inversores sobre los niveles de riesgo de la empresa. Por consiguiente, ganancias más estables podrían asociarse con menores niveles de volatilidad de la acción de la empresa Graham et al. (2005).

Calidad de las ganancias medida, entre otros, a partir de la persistencia de ganancias, se considera información específica de la firma. Estudios como los de DeLong et al. (1990), Fernandes y Ferreira (2008), Chinzara (2010), Wang et al. (2017), muestran que la información específica, la cual por ser propia de la empresa podría considerarse riesgo diversificable, no incide sobre la volatilidad del precio de la acción. Estas investigaciones concluyen que el riesgo de mercado, no diversificable, es el que influye sobre la variabilidad del precio de la acción. De acuerdo con Fernandes y Ferreira (2008), la información del mercado tiene más efecto sobre el precio de la acción, que la información inherente de la empresa. De Long et al. (1990) denominan la información del mercado como el ruido de mercado. Es decir, aquellas pequeñas correcciones y volatilidades intradía que distorsionan la tendencia general. Mientras que para Wang et al. (2017) la información del mercado, o conocida como la información general del entorno, es la que influye en el retorno de una acción. En otras palabras, es la premisa fundamental de la hipótesis “precios lideran ganancias”. Según Santos et al. (2013), para esta premisa, el precio de la acción brinda más información sobre las ganancias futuras, que las ganancias actuales o pasadas en sí mismas. Sin embargo, contrario a lo anterior, otras investigaciones como la de Fonou-Dombeu et al. (2022) encontraron que la volatilidad del retorno de la acción si puede estar asociada más a la firma que al mercado. Pues empresas con mayor persistencia de las ganancias mostraron una reducción en dicha volatilidad.

En cuanto al coeficiente beta, este es una medida relativa del riesgo no diversificable. Un índice del grado de movimiento del rendimiento de un activo en respuesta a un cambio en el rendimiento del mercado. Dado lo anterior, el coeficiente beta podría considerarse como una variable *proxy* de la volatilidad del precio de la acción con relación al valor del mercado, medido por medio de un índice. Luego, se quiere entender si la persistencia de

ganancias, información específica de la firma, afecta la percepción de riesgo de la empresa, medida a través del coeficiente beta.

Cabe anotar que la hipótesis que se busca desarrollar es la siguiente.

H1: Una mayor persistencia en las ganancias de la empresa implicaría un menor riesgo y, por consiguiente, se traduciría en un menor beta.

2.3 Metodología

2.3.1 Datos

Para desarrollar la hipótesis anterior, se elaboró un panel de datos balanceado y corto, cuenta 603 empresas que cotizan en bolsas de valores latinoamericanas y durante un período de tiempo relativamente pequeño (2016-2021). En suma, el panel de datos cuenta con 3618 observaciones. La distribución de empresas por país es la siguiente: Colombia (43), Argentina (70), Chile (152), Brasil (224) y México (114). *London Stock Exchange Group* es la fuente financiera de la que se obtuvieron los coeficientes betas de las empresas y sus respectivas ganancias para el período de seis años. Cabe anotar que *London Stock Exchange Group* es un proveedor global estadounidense-británico de datos e infraestructura para el mercado financiero.

2.3.2 Variables y medidas

Las variables utilizadas están resumidas en la tabla 3. La variable dependiente es el coeficiente beta de la empresa, una medida de riesgo relativo al mercado en el que cotiza. Corresponde al beta de la regresión de los retornos de los precios de la acción de la empresa con los retornos de los precios del índice bursátil al que pertenece dicha acción. Si el coeficiente beta es positivo, el precio de la acción se mueve en la misma dirección que el mercado. Mientras que, si es negativo se mueve en sentido opuesto al precio del mercado. Ahora bien, cuando el coeficiente beta es mayor que 1, el precio de la acción de la empresa

es más sensible que el del mercado. Por su parte, si es menor a 1 es menos sensible que el precio del mercado.

La variable independiente es la persistencia de ganancias, una de las medidas de calidad de ganancias. El indicador de persistencia corresponde al beta de la regresión de las ganancias en función de las ganancias del período anterior para una ventana móvil de seis años:

$$Ganancias_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Ganancias_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Cabe anotar que a mayor persistencia de ganancias mayor calidad de ganancias.

Tabla # 3: Variables utilizadas

Variable	Cálculo	Sigla
Empresa	Consecutivo asignado a cada empresa	EMPRESA
Año	Periodo de la observación	AÑO
Coefficiente Beta	Beta de regresión de rendimientos del mercado (x) y del activo (y)	BETA
*Earnings quality Persistencia	$Ganancias_t = \beta_0 + \beta_1 Ganancias_{t-1} + \varepsilon_t$ (PERS $i = \beta_{1,i}$)	PERS

↑, EQ*↑

Fuente: Autor

La tabla 4 sintetiza las estadísticas descriptivas de la variable dependiente y de la explicativa para el panel de datos. El coeficiente beta de esta muestra de 603 empresas tiene una media general de 0.512. En otras palabras, el precio de las acciones de las empresas estudiadas es la mitad de sensible que el precio de los mercados accionarios a los que pertenecen. Esta relación tiene mayor desviación dentro de las empresas a lo largo del tiempo (0.581) que entre empresas (0.538).

Por su parte, el promedio general de la persistencia de ganancias para toda la muestra es de 0.272. Es decir que, por cada unidad monetaria de ganancias del período anterior, se puede esperar un incremento de veintisiete centavos de unidad monetaria de ganancias para el período actual. Entre empresas la persistencia de ganancias mínimo es de -4.20 y el máximo es de 6.08 Lo cual indica que la desviación estándar de la persistencia entre

empresas es importante (0.733). Sin embargo, dentro de las empresas a lo largo del tiempo es todavía más considerable (1.152).

Tabla # 4: Estadísticas descriptivas

Variable		Media	Desv. Est	Min	Max	Observaciones
BETA	General	0,5122979	0,7915524	-26,58	11,04	N = 3618
	Entre		0,5377476	-3,706667	2,441667	n = 603
	Dentro		0,5811906	-22,36104	9,693965	T - bar = 6
PERS	General	0,2716573	1,365437	-13,48275	17,776	N = 3618
	Entre		0,7329556	-4,202052	6,080	n = 603
	Dentro		1,152361	-11,96986	14,72307	T - bar = 6

Fuente: Autor

De acuerdo con la hipótesis, se espera que las empresas con ganancias más persistentes sean menos riesgosas, por tanto, deberían tener menores coeficientes betas.

Por otra parte, la tabla 5 también contiene las estadísticas descriptivas pero desagregadas por cada uno de los países que componen la muestra. Mientras que la tabla 6 detalla la proporción de empresas del estudio por cada uno de los países y por cada uno de los sectores económicos.

Tabla # 5: Estadísticas descriptivas por país

País	Variable		Media	Desv. Est	Min	Max	Observaciones
Chile	BETA	General	0,4563048	0,6046416	-0,74	5,34	N = 912
		Entre		0,5498272	-0,345	2,25	n = 152
		Dentro		0,2548347	-1,397029	3,942972	T - bar = 6
	PERS	General	0,1459665	1,264747	-13,48275	16,951	N = 912
		Entre		0,5634607	-1,241241	3,198	n = 152
		Dentro		1,133066	-12,09555	14,59738	T - bar = 6
Colombia	BETA	General	0,274186	0,4510976	-0,84	1,66	N = 258
		Entre		0,427909	-0,651667	1,338333	n = 43
		Dentro		0,1547426	-0,422481	0,794186	T - bar = 6
	PERS	General	0,173113	0,7719762	-4,213497	3,535816	N = 258
		Entre		0,3946072	-0,587419	1,021711	n = 43
		Dentro		0,6657791	-3,654042	3,295059	T - bar = 6
Brasil	BETA	General	0,5408929	1,037429	-26,58	6,53	N = 1344
		Entre		0,6018134	-3,706667	2,441667	n = 224
		Dentro		0,8458297	-22,33244	6,10756	T - bar = 6
	PERS	General	0,3019907	1,352872	-12,60374	9,376892	N = 1344
		Entre		0,8513655	-4,202052	6,079602	n = 224
		Dentro		1,052682	-9,797069	5,785729	T - bar = 6
México	BETA	General	0,51752	0,6555185	-1,5	11,04	N = 684
		Entre		0,452287	-0,433333	1,858333	n = 114
		Dentro		0,4760656	-1,470813	9,699187	T - bar = 6
	PERS	General	0,2899948	1,288567	-13,37809	17,19447	N = 684
		Entre		0,6705837	-2,277943	3,285077	n = 114
		Dentro		1,101823	-10,81015	14,34855	T - bar = 6
Argentina	BETA	General	0,6801429	0,5159947	-3,17	3,65	N = 420
		Entre		0,4133295	-1,086667	1,645	n = 70
		Dentro		0,3121666	-2,364857	3,26181	T - bar = 6
	PERS	General	0,4781892	1,895115	-10,48478	17,77634	N = 420
		Entre		0,8549022	-1,898622	3,470586	n = 70
		Dentro		1,693908	-8,107968	14,78395	T - bar = 6

Fuente: Autor

Tabla # 6: Porcentaje de empresas por país y por sector

	Chile	Colombia	Brasil	México	Argentina	Total
Sectores						
Bancos	3,9%	16,3%	3,6%	5,3%	8,6%	5,5%
Servicios Financieros	17,1%	16,3%	4,5%	8,8%	7,1%	9,6%
Bienes Raíces	7,9%	0,0%	12,5%	7,0%	4,3%	8,5%
Electricidad	8,6%	11,6%	10,3%	0,0%	12,9%	8,3%
Productor Alimento	11,8%	25,6%	6,3%	7,0%	12,9%	10,0%
Total 5 sectores	49,3%	69,8%	37,2%	28,1%	45,8%	41,9%

Fuente: Autor

2.3.3 Enfoque metodológico

Bajo la metodología de datos panel, en el modelo se observó que la bondad de la regresión por efectos fijos representada por el indicador ($b = -0.003815$) es mayor en valor absoluto a la bondad del modelo por efectos aleatorios representado por el indicador ($B = -0.0003691$). Esto significa que, en principio, el modelo de regresión por efectos fijos se ajusta mejor a la muestra para evaluar el modelo.

Por otro lado, al analizar la validez estadística a partir de la prueba P, se tiene que la hipótesis nula (diferencia en coeficientes no es sistemática) debe ser rechazada al nivel de significancia estadística del 95%, toda vez que el valor P (0.2012) es mayor a 0.05. Por tal razón, la prueba de Hausman indica que existe una mayor bondad asociada a la regresión por efectos fijos y que, al mismo tiempo, la hipótesis nula debe rechazarse.

Ahora bien, se determina de utilizar una regresión por efectos fijos. Esta decisión parte de considerar que cada una de las empresas que componen la muestra se estudia para un período de tiempo de seis años, en tal sentido, la regresión por efectos fijos anula los errores estocásticos asociados a la repetición de las condiciones propias de cada empresa en diferentes periodos de tiempo.

2.3.4 Resultados del modelo

En la tabla 7, se aprecia que efectivamente, la hipótesis se confirma para los países del Cono Sur. La persistencia hace que el coeficiente beta de la empresa disminuya en 0.00003, 0.03053 y 0.00465 puntos porcentuales, para Chile, Brasil y Argentina respectivamente. Sin embargo, estos resultados no son estadísticamente significativos.

Para los otros dos países de estudio, Colombia y México, la hipótesis se comporta de manera contraintuitiva. Pues a mayor persistencia de las ganancias mayor también el coeficiente beta, o riesgo de la empresa. La persistencia hace que el coeficiente beta de la empresa aumente en 0.02311 y 0.03630 puntos porcentuales para las empresas que cotizan en el mercado colombiano y mexicano respectivamente. Cabe anotar que sólo los resultados de México alcanzan significancia estadística.

Tabla # 7:

Persistencia como determinante del riesgo en empresas Latam (2016-2021)

	Chile	Colombia	Brasil	México	Argentina
VARIABLES					
Dependiente: BETA					
Independientes					
PERS	-0.0000269 0,0082	0.0231123 0,0158	-0.0305276 0,0240	0.0363003** 0,0180	-0.0046517 0,0099
Número observaciones	912	258	1344	684	420
Número grupos	152	43	224	114	70
R2 - Dentro	0,0000	0,0099	0,0014	0,0071	0,0071
R2 - Entre	0,0023	0,0017	0,0008	0,0743	0,0743
R2 - General	0,0004	0,0024	0,0012	0,0223	0,0223
Dummy año	no	no	no	no	no

La tabla muestra la estimación de efectos fijos sobre BETA.

Paréntesis corresponden al error estándar Robusto. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

Fuente: Autor

Ahora bien, la tabla 8 muestra los resultados del modelo, agrupando las empresas no por país sino por el sector de la economía al que pertenecen. Se estudian los cinco sectores

de la muestra representados con una mayor cantidad de empresas: Bancos (33), Servicios Financieros (58), Bienes Raíces (51), Electricidad (50) y Productores de Alimentos (60). La hipótesis se confirma en dos tipos de sectores económicos. Particularmente en este estudio, un aumento en la persistencia de las ganancias de los Bancos y los Productores de Alimentos implicaría un menor riesgo, luego, los coeficientes betas de este tipo de organizaciones tienden a disminuir. Un incremento en la persistencia hace que el coeficiente beta de los Bancos disminuya en 0.05855 y el de los Productores de Alimentos en 0.05428 puntos porcentuales. Adicionalmente, los resultados son estadísticamente significativos para ambos sectores de la economía.

Tabla # 8:

Persistencia como determinante del riesgo por sector para Latam (2016-2021)

	Bancos	Servicios fin.	Bienes raíces	Electricidad	Productor alimento
VARIABLES					
Dependiente: BETA					
Independientes					
PERS	-0.0585471** 0,7678	0.0016831 0,0259	0.0182717 0,5955	0.0234726 0,0180	-0.0542772** 0,0262
Número observaciones	198	348	306	300	360
Número grupos	33	58	51	50	60
R2 - Dentro	0,0366	0,0000	0,0082	0,0106	0,0142
R2 - Entre	0,0911	0,0055	0,0039	0,0060	0,0332
R2 - General	0,0127	0,0011	0,0049	0,0001	0,0004
Dummy año	no	no	no	no	no

La tabla muestra la estimación de efectos fijos sobre BETA.

Paréntesis corresponden al error estándar Robusto. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

Fuente: Autor

2.4 Discusión

Pero, entre los países latinoamericanos de este estudio, ¿tiene México algo particular en las variables en cuestión? La tabla 5 contiene las estadísticas descriptivas por país. En ella se aprecia que la persistencia de las ganancias de México (0.28999) toma el valor de la

mediana. Brasil (0.30199) y Argentina (0.47818) presentan mayor persistencia. Mientras que en Chile (0.14596) y Colombia (0.17311) la persistencia es menor que la brasilera.

Situación idéntica ocurre para la variable dependiente. Pues el coeficiente beta de las empresas mexicanas (0.51752) también corresponde a la mediana. La situación es la misma a la de la variable explicativa, ya que las empresas brasileras (0.54089) y argentinas (0.68014) tienen mayores coeficientes betas y las chilenas (0.45630) y colombianas (0.27418) menores.

En suma, el coeficiente beta de las empresas mexicanas (0.51752) y la persistencia de sus ganancias (0.28999), están muy cerca a la media de los países que conforman el panel de datos, 0.51229 y 0.27165 respectivamente.

Ahora bien, el coeficiente beta de las empresas brasileras es el que mayor desviación estándar presenta de los cinco países (1.03743), seguido del de las empresas mexicanas (0.65555). Por el lado de la persistencia de las ganancias, Brasil también tiene la mayor desviación estándar (1.35287). Sin embargo, la desviación estándar de la persistencia de las ganancias en México (1.28857) está prácticamente empatada en el cuarto lugar con la de Chile.

La adopción por parte de las empresas de estándares contables internacionales puede haber mejorado su calidad de las ganancias, medida, entre otros, por medio de la persistencia de las ganancias. A lo largo del tiempo de este estudio, la persistencia de las ganancias es mayor al interior de las empresas mexicanas (1.1018) que al interior de las empresas brasileras (1.0527). Ahora bien, esta mayor calidad de las ganancias, a su vez, pudo haber afectado la capitalización bursátil de dichas empresas, principalmente en aquellas de alta capitalización, García et al. (2017). Dentro de los países de este estudio, los mercados de capitales con mayor capitalización bursátil son Brasil y México respectivamente. Este

último, siendo, además, el único país de los dos que ostenta la clasificación de grado de inversión concedida por las agencias calificadoras de riesgo crediticio. Ante una disminución en la capitalización bursátil de una empresa, los inversionistas pueden percibir un mayor riesgo, lo cual podría verse reflejado en un mayor coeficiente beta de las empresas, tal y como ocurre para este estudio en México (0.03630).

Por su parte la tabla 6 muestra del total de empresas por país, la proporción para cada uno de los cinco sectores estudiados. En ella se evidencia que las empresas estudiadas que cotizan en la bolsa de valores mexicanas son, por mucho, las que menos concentradas están en estos cinco sectores económicos. Pues estas sólo representan el 28.1% del total de empresas sujeto de estudio en este país. A diferencia de la muestra de países como Argentina, Chile y, sobre todo, Colombia, que representa un alto grado de concentración en estos sectores con 45.8%, 49.3% y 69.8% del total de empresas respectivamente. En resumen, las empresas de la bolsa de valores de México de este estudio presentan un alto grado de diversificación por sector económico.

La persistencia de las ganancias es una medida importante de información financiera que los inversores incorporan al momento de valorar una empresa. La liquidez, el riesgo regulatorio y crediticio son otros factores que pudieran impactar las ganancias, por ejemplo, de un banco, Wei et al. (2019). Sin embargo, en términos generales, las ganancias de los bancos están guiadas principalmente por los ingresos netos por interés, Burke y Warfield (2021). Ingresos netos por interés persistentes serían una señal de una constante solidez operacional del banco. Por su parte, esta solidez debería reflejarse en un menor riesgo para el inversionista (menor beta). Para empresas del sector industrial, algunos estudios asocian la persistencia de las ganancias con el tipo de producto, la competencia en la industria, que tan intensiva en capital es la empresa, los márgenes de utilidad, las razones de rotación de

activos y el tamaño de la firma (e.g., Lev, 1983; Fairfield y Yohn, 2001; Nissim y Penman, 2001; Soliman, 2008). Por su parte, para los bancos, su valoración y su persistencia de las ganancias, se ven positivamente afectadas por activos intangibles no registrados derivados de buenas relaciones con clientes, Kohlbeck y Warfield (2007).

Cabe anotar que algunos estudios, como el de Lawson y Wang (2016) y el de Wu (2018), asocian la calidad de las ganancias con el pago de dividendos de la compañía. Mientras que otros lo asocian a temas de gobierno corporativo, Liao y Chen (2021), o a temas regulatorios que incluso pueden incidir en las opiniones de los auditores, Vichitsarawong y Pornupatham (2015), o en las tarifas que estos cobran, Zhou et al. (2022).

Aparte del sector bancario, otro sector que es esencial para la economía es el de los productores de alimentos. Dada su relevancia para el interés nacional, estos dos sectores tienden a tener sólidos entes regulatorios. Algunos estudios, como el de Delis et al. (2018) o como el de Hesarzadeh y Bazrafshan (2018), muestran que la calidad del marco regulatorio es uno de los principales drivers de la calidad de las ganancias (medido en este trabajo con la persistencia de las ganancias). Luego, puede ser esta mayor calidad de las ganancias de las empresas de estos dos sectores en particular, lo que les brinda a los inversionistas un menor riesgo (menor beta). Lo anterior constituye una garantía, en un sector en el que los productores de alimentos pudieran tener interés de tergiversar el desempeño de sus compañías, dado que estas dependen de condiciones climáticas cambiantes. Esto aumenta el riesgo de crear reservas en los años buenos, Dragan et al. (2018).

2.5 Implicaciones y futuras investigaciones

En algunos estudios, la persistencia de las ganancias es considerada como un *proxy* de calidad de ganancias. Empresas con ganancias más persistentes pudieran estar enviándole una señal a los inversionistas de ser menos riesgosas (de tener menores betas). No sólo

porque esa consistencia de las ganancias es prueba de estabilidad y garantía a la hora de aplicar modelos de valoración por flujos de caja descontados. Sino porque esa calidad de las ganancias pudiera también estar indicando una menor posibilidad de arreglo de las ganancias por parte de la gerencia, lo cual refleja transparencia.

Justamente, se esperaba que la mayor calidad de las ganancias provocara un menor riesgo (menor beta). Sin embargo, se encontraron resultados estadísticamente significativos para México en los que a mayor persistencia de las ganancias mayor beta. De acuerdo con García et al. (2017), si bien la adopción de estándares contables internacionales puede mejorar la calidad de las ganancias de las empresas, esta adopción también puede afectar su capitalización bursátil, especialmente a las empresas de alta capitalización. Cabe anotar que, de los mercados de capitales de este estudio, el mexicano es el segundo de mayor capitalización bursátil. Y, a diferencia del país que ocupa el primer lugar de este estudio (Brasil), México si ostenta la calificación de grado de inversión. Sin duda, una disminución en la capitalización bursátil de una empresa puede enviar señales de un mayor riesgo a los inversionistas.

Ahora bien, al mirar la información por sector económico, independiente del país de origen, se encuentra que en el sector bancario a mayor persistencia de las ganancias menor riesgo. Según Burke y Warfield (2021), las ganancias de los bancos están guiadas principalmente por los ingresos netos por interés. Es decir que, para los bancos, la persistencia de sus ganancias (derivada de los intereses) es una señal inequívoca de solidez operacional y, por consiguiente, de menor riesgo. De igual forma, en el sector de producción agrícola, a mayor persistencia de las ganancias menor riesgo. De acuerdo con Dragan et al. (2018), la inestabilidad de las condiciones climáticas en este sector puede ser una tentación adicional para que la gerencia construya provisiones en los buenos años. Por tanto, empresas

productoras de alimentos con ganancias más persistentes estarían reflejando posiblemente información más confiable a los inversionistas, y, por consiguiente, esta buena práctica representaría un menor riesgo para ellos.

Finalmente, con el fin de acotar un poco más las hipótesis, para futuras líneas de investigación, en el estudio por país se recomienda dividir el horizonte de tiempo en dos, antes y después de la implementación de las *IFRS*. Es decir, controlando por cambios en los estándares de los reportes financieros, Artikis y Papanastasopoulos (2016). Adicionalmente, se sugiere incluir dentro de las variables explicativas la capitalización bursátil de las empresas a lo largo del tiempo.

Referencias

Ali, A., & Zarowin, P. (1992). The role of earnings levels in annual earnings-returns studies. *Journal of Accounting Research*, 30(2), 286-296. <https://doi.org/10.2307/2491128>.

Amir, E., Einhorn, E., & Kama, I. (2013). Extracting sustainable earnings from profit margins. *European Accounting Review*, 22(4), 685-718. <https://doi.org/10.1080/09638180.2012.749067>.

Artikis, P. G., & Papanastasopoulos, G. A. (2016). Implications of the cash component of earnings for earnings persistence and stock returns. *The British accounting review*, 48(2), 117-133. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.02.002>.

Birch, D. L., Mass.). Program on Neighborhood Massachusetts Institute of Technology (Cambridge, Change, R., & Mass.). Program on Neighborhood and Regional Change Massachusetts Institute of Technology (Cambridge. (1979). The job generation process (Vol. 302, p. 1979). Cambridge, MA: MIT program on neighborhood and regional change.

Burke, Q. L., & Warfield, T. D. (2021). Bank interest rate risk management and valuation of earnings. *Accounting & Finance*, 61(3), 4287-4337. <https://doi.org/10.1111/acfi.12733>.

Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 143-181. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(89\)90004-9](https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90004-9).

Chinzara, Z. (2010). Macroeconomic uncertainty and emerging market stock market volatility: The case for South Africa. *Economic Research Southern Africa*, 187, 1-19.

Darnell, M., Peters, E., & Ye, J. (2009). Rethinking Beta. *FQ Perspective*, 6(01), 1-5.

Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>.

De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703-738. <https://doi.org/10.1086/261703>.

Delis, M. D., Hasan, I., Iosifidi, M., & Li, L. (2018). Accounting quality in banking: The role of regulatory interventions. *Journal of Banking & Finance*, 97, 297-317. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.005>.

Dragan, M., Mijić, K., & Jakšić, D. (2018). Opportunistic management behavior in reporting earnings of agricultural companies. *Custos e Agronegocio online*, 14(1), 125-142.

Easton, P. D., & Zmijewski, M. E. (1989). Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 117-141. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(89\)90003-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90003-7).

Estrada, J. (2002). Systematic risk in emerging markets: the D-CAPM. *Emerging Markets Review*, 3(4), 365-379. [https://doi.org/10.1016/S1566-0141\(02\)00042-0](https://doi.org/10.1016/S1566-0141(02)00042-0).

Fairfield, P. M., & Yohn, T. L. (2001). Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability. *Review of Accounting Studies*, 6, 371-385.

<https://doi.org/10.1023/A:1012430513430>.

Fernandes, N., & Ferreira, M. A. (2008). Does international cross-listing improve the information environment. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 216-244.

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.002>.

Ferreira, D., Pereira, C., Queirós, M., & Monteiro, A. P. (2025). Impact of sustainability reporting on accounting information quality. *Cogent Business & Management*, 12(1), 2468875.

<https://doi.org/10.1080/23311975.2025.2468875>

Fifield, S. G., McMillan, D. G., & McMillan, F. J. (2020). Is there a risk and return relation? *The European Journal of Finance*, 26(11), 1075-1101.

<https://doi.org/10.1080/1351847X.2020.1724551>.

Fonou-Dombeu, N. C., Mbonigaba, J., Olarewaju, O. M., & Nomlala, B. C. (2022). Earnings quality measures and stock return volatility in South Africa. *Future Business Journal*, 8(1), 1-15. <https://doi.org/10.1186/s43093-022-00115-x>.

García, M. D. P. R., Alejandro, K. A. C., Sáenz, A. B. M., & Sánchez, H. H. G. (2017). Does an IFRS adoption increase value relevance and earnings timeliness in Latin America?. *Emerging Markets Review*, 30, 155-168.

<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.11.001>.

Gaio, C. (2010). The relative importance of firm and country characteristics for earnings quality around the world. *European Accounting Review*, 19(4), 693-738.

<https://doi.org/10.1080/09638180903384643>.

Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73.

<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>.

Gregory, A., Whittaker, J., & Yan, X. (2016). Corporate social performance, competitive advantage, earnings persistence and firm value. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 3-30. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12182>.

Hesarzadeh, R., & Bazrafshan, A. (2018). Corporate reporting readability and regulatory review risk. *Baltic Journal of Management*, 13(4), 488-507. <https://doi.org/10.1108/BJM-11-2017-0357>.

Karahan, F., & Ozkan, S. (2013). On the persistence of income shocks over the life cycle: Evidence, theory, and implications. *Review of Economic Dynamics*, 16(3), 452-476.

<https://doi.org/10.1016/j.red.2012.08.001>.

Kormendi, R., & Lipe, R. (1987). Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *Journal of Business*, 323-345. <http://dx.doi.org/10.1086/296400>.

Kohlbeck, M., & Warfield, T. D. (2007). Unrecorded intangible assets: Abnormal earnings and valuation. *Accounting Horizons*, 21(1), 23-41.

<https://doi.org/10.2308/acch.2007.21.1.23>.

Lawson, B. P., & Wang, D. (2016). The earnings quality information content of dividend policies and audit pricing. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1685-

1719. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12179>.

Lei, Q., Chen, H., & Liang, Z. (2019). Large shareholders' shareholding and earnings' longitudinal persistence. *Applied Economics Letters*, 26(15), 1294-1300.

<https://doi.org/10.1080/13504851.2018.1558328>.

Lev, B. (1983). Some economic determinants of time-series properties of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 31-48. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90004-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90004-6).

Liao, F. N., & Chen, F. W. (2021). Independent director interlocks: effects and boundary on the earnings persistence of the firm. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 383-409. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1788965>.

Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Cowles Foundation Monograph, 16.

Markowitz, H. M. (1984). The “two beta” trap. *The Journal of Portfolio Management*, 11(1), 12-20.

Nissim, D., & Penman, S. H. (2001). Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. *Review of Accounting Studies*, 6, 109-154. <https://doi.org/10.1023/A:1011338221623>.

Pimentel, R. C., & Aguiar, A. B. D. (2016). The role of earnings persistence in valuation accuracy and the time horizon. *Revista de Administração de Empresas*, 56, 71-86. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020160107>.

Santos, M. A. C. D., Mol, A. L. R., Anjos, L. C. M. D., & Santiago, J. S. (2013). Prices lead earnings no Brasil? *Revista Contabilidade & Finanças*, 24, 243-256. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000300007>.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>.

Sharpe, W. F. (1975). Adjusting for risk in portfolio performance measurement. *The Journal of Portfolio Management*, 1(2), 29-34.

Sharpe, W. F. (1984). Factor models, CAPMs, and the ABT. *The Journal of Portfolio Management*, 11(1), 21-25.

Sharpe, W. F., & Litterman, R. (2014). Past, present, and future financial thinking. *Financial Analysts Journal*, 70(6), 16-22. <https://doi.org/10.2469/faj.v70.n6.1>.

Soliman, M. T. (2008). The use of DuPont analysis by market participants. *The Accounting Review*, 83(3), 823-853. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.823>.

Vichitsarawong, T., & Pornupatham, S. (2015). Do audit opinions reflect earnings persistence? *Managerial Auditing Journal*, 30(3), 244-276. <https://doi.org/10.1108/MAJ-12-2013-0973>.

Wang, J., Steven, X., & Yu, W. (2017). Information environment, systematic volatility and stock return synchronicity (Doctoral dissertation, School of Accounting and Finance, The Hong Kong Polytechnic University), 1-173. <http://hdl.handle.net/10397/84535>.

Wang, Y., Zhai, Y., Sun, X., & Colombage, S. R. (2020). To what extent do earnings affect the R&D decision of Chinese manufacturing firms? *Technology Analysis & Strategic Management*, 32(3), 349-362. <https://doi.org/10.1080/09537325.2019.1661373>

Wei, L., Li, G., Zhu, X., & Li, J. (2019). Discovering bank risk factors from financial statements based on a new semi-supervised text mining algorithm. *Accounting & Finance*, 59(3), 1519-1552. <https://doi.org/10.1111/acfi.12453>.

Wu, Y. (2018). What's behind smooth dividends? Evidence from structural estimation. *The Review of Financial Studies*, 31(10), 3979-4016. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx119>.

Yildiz, M. E., Erzurumlu, Y. O., & Kurtulus, B. (2020). Comparative analyses of mean-variance and mean-semivariance approaches on global and local single factor market model for

developed and emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*, 17(1), 325-350.

<https://doi.org/10.1108/IJOEM-01-2020-0110>.

Zhou, X., Lou, P., Wu, Y., & Zhang, L. (2022). Earnings Persistence and Abnormal Audit Fees. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2022, 1-12.

<https://doi.org/10.1155/2022/2659939>.

3 DIVIDENDO ENTRE REPUTACIÓN Y PERSISTENCIA DE GANANCIAS²

Abstract

Do the persistence-predictability of earnings and reputation, affects dividend policy? This study provides new elements to enrich the debate around the question. To this end, a data panel of companies listed in Latin America is structured with financial information obtained in the *Datastream* database and a corporate reputation *ranking* known as MERCO during the period between 2008 and 2016. Subsequently, the hypotheses are tested with an econometric study. Our econometric study is based on the model which Lipe (1990) estimates the return of a stock through the properties of the time series of profits, the interest rate used to discount the expected future earnings, and the relative ability of earnings compared to alternative information to predict future earnings. Among the main findings we find that the measure of persistence increases the ratio of dividends on assets, but when you are in MERCO the result is negative. It is as if companies take advantage of appearing in the *ranking* to pay less dividends.

Keywords: Dividend; reputation; earnings persistence; and predictability.

² Artículo publicado. Garrido Navia, J. F., & Gómez, J. A. (2023). Dividendo entre reputación y persistencia de ganancias. *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, 36, 1-17.

3.1 Introducción

Los *rankings* de reputación corporativa probablemente más conocidos a nivel mundial son, entre otros, los publicados por revistas como *Fortune* y *Forbes*, o por firmas como “*Great Place to Work*”. Sin embargo, existen muchos otros instrumentos de evaluación reputacional que son referentes en el ámbito internacional. Por ejemplo, Monitor Empresarial de Reputación Corporativa, conocido por sus siglas como MERCO, es uno de ellos. La metodología utilizada por este *ranking* nació en una investigación realizada en la Universidad Complutense de Madrid hace ya un poco más de veinte años. Hoy en día, este monitor se ha propagado esencialmente alrededor de Latinoamérica y elabora escalafones de empresas localizadas en países como Colombia, Argentina, Chile, Ecuador, Bolivia, Brasil, México, Perú, Costa Rica y Panamá. Esta información (MERCO, 2008-2016) goza de credibilidad pues a nivel global es el primer monitor auditado por una firma independiente como lo es *KPMG*.

Tomando como base el modelo con que Lipe (1990) estima el retorno de una acción y el *ranking* de MERCO (cuyos detalles metodológicos quedan consignados en el anexo A), junto con algunos indicadores financieros, uno de los objetivos de este trabajo es comprender cómo afecta la reputación, la relación entre la calidad de la información o la calidad de las ganancias y la política de dividendos. En particular, entender cómo afectan a la política de dividendos la persistencia y la predictibilidad de las ganancias junto con la reputación. Se encuentra que, aparentemente, las empresas se aprovechan de la imagen que otorga aparecer en un *ranking* de reputación, para repartir menos utilidades entre sus accionistas. La motivación es avanzar en el conocimiento de las relaciones entre reputación, decisiones financieras (dividendos) y calidad de las ganancias. Todo lo anterior, a partir del modelo propuesto, el cual pudiera estar corrigiendo problemas econométricos que Lipe (1990)

menciona acerca de su modelo.

El artículo está organizado de la siguiente forma: primero se presenta la revisión teórica y relación entre variables que deriva en el planteamiento de hipótesis, posteriormente la metodología utilizada, los datos, las variables del estudio y el análisis empírico; luego los resultados; la discusión e implicaciones y finalmente las conclusiones del estudio.

3.2 Teoría e hipótesis

3.2.1 Reputación corporativa

Hay quienes han mostrado que una buena reputación mejora, por diferentes vías, la valoración financiera de una empresa. A continuación, se intenta agrupar dichas vías en tres categorías. En este punto habría quienes pudieran decir que se tiene un problema de endogeneidad pues parte de la reputación del *ranking* de MERCO está construida a partir de una dimensión de resultados económicos y financieros. Sin embargo, nótese que, en este caso, la reputación es una medida integral pues contempla también aspectos distintos a la dimensión financiera como lo es la Responsabilidad Social Corporativa, entre otros.

En primer lugar, una buena reputación es un mecanismo de señalización que facilita la temprana entrada de *stakeholders* a la organización aumentando y acelerando los flujos de caja de múltiples maneras. Por ejemplo, según Podolny (1993), ésta puede atraer y fidelizar mejores proveedores (*stakeholder* externo). O bien, como dirían Turban y Cable (2003), ésta mejora la moral y la productividad de los empleados (*stakeholder* interno), entre otros. En segundo lugar, “la reputación corporativa puede indicar una probabilidad más baja de quedar en insolvencia o en bancarrota”, Tischer y Hildebrandt (2014). Por tanto, al disminuir la percepción del riesgo por parte de los proveedores de capital, disminuye también la tasa a la que son descontados los flujos de caja futuros y por ende mejora la valoración financiera de la empresa. En tercer lugar, una buena reputación puede llegar a

tener una incidencia a largo plazo sobre el valor residual de la compañía. Varios autores han mostrado esto último desde la perspectiva del consumidor a través de diferentes ángulos como: alta retención de clientes (Landon y Smith, 1997), lealtad (Nguyen y Leblanc, 2001), percepción de calidad (Grewal et al., 1998) y recompra (Lafferty y Goldsmith, 1999).

3.2.2 Modelo teórico de Lipe

Por otra parte, Lipe (1990) propuso un modelo teórico (figura 3) para explicar la relación entre precio de acciones, contabilidad de ganancias e información alternativa, basado en tres ecuaciones.

Figura # 3: Modelo teórico de Lipe (1990)

$$R_t = f(R_t^e, X_t, I_t, X_{t-1}, I_{t-1}, X_{t-2}, I_{t-2}, \dots), \quad (1)$$

$$\Delta X_t = \sum_{i=1}^N b_i \Delta X_{t-i} + e_t, \text{ and} \quad (2)$$

$$I_t = X_{t+1} + n_{t+1}. \quad (3)$$

Fuente: Lipe (1990)

La primera ecuación es el retorno de una acción común (R_t) y es función de:

- El retorno exógeno esperado (R_t^e).
- El retorno inesperado debido a la publicación de las ganancias contables (X_t)

y sus respectivos retardos (X_{t-1}).

- La información alternativa (I_t) y sus respectivos retardos (I_{t-1}).

En la segunda ecuación, β_i es el coeficiente autorregresivo de las ganancias y e_t es la correlación serial del shock de las ganancias en el período t. Mientras que, en la tercera ecuación, Lipe (1990) denomina n_{t+1} como el ruido blanco.

Los supuestos en los que se fundamenta la primera ecuación del modelo de Lipe

(1990) son los siguientes. En primer lugar, que el precio de la acción es igual al valor presente de los dividendos futuros esperados. En segundo lugar, que la tasa de descuento es constante a lo largo del tiempo. En tercer lugar, que el valor presente de las expectativas revisadas de dividendos futuros sea igual al valor presente de las expectativas revisadas de ganancias futuras. Este último supuesto es la versión, de la declaración acerca de que las “ganancias contables proveen información sobre la habilidad de la firma para pagar dividendos”. La rigidez de este último supuesto ha generado debate y polémica en la literatura. Algunos investigadores como Ohlson (1990), consideran que las ganancias y los dividendos se mueven por los mismos eventos, otros piensan que es necesario mostrar una relación entre ganancias y dividendos si se quieren relacionar también los retornos con las ganancias.

Ahora bien ¿cómo se calcula el retorno de una acción? El cálculo del rendimiento de una acción se calcula: $(\text{dividendo en el período } t + \text{precio de la acción en el período } t - \text{precio de la acción en el período } t-1) / (\text{precio de la acción en el período } t-1)$. Luego, ¿en qué medida el modelo de Lipe (1990) estaría incidiendo sobre cada una de esas variables? ¿Qué tanto impacta el precio de la acción? ¿En qué proporción afecta el dividendo? Por tanto, al utilizar el dividendo como variable dependiente, se están haciendo dos aportes al modelo original. En primer término, se está enfocando en cómo afecta el modelo de Lipe (1990) uno de los componentes del retorno de una acción, el dividendo. Este podría ser el principal efecto, pues según el primer supuesto de la primera ecuación del modelo de Lipe (1990), el dividendo afecta directamente el otro componente del retorno, el precio de la acción. Este trabajo se sitúa en la línea de los autores que sugieren mostrar la relación entre ganancias contables y dividendos. Implícitamente se está validando el tercer supuesto de la primera ecuación del modelo de Lipe (1990). En segundo término, al utilizar la variable dependiente dividendo sobre acción, se contrarresta una de las limitaciones que Lipe (1990) encontró en

su trabajo, la cual fue omitir el factor tamaño. Se divide sobre los activos, simplemente para que la variable pueda ser comparada entre las diferentes empresas, independiente si éstas pagan unos valores de dividendos muy altos o pequeños.

Justamente, los determinantes de los dividendos ha sido un fenómeno ampliamente estudiado. De hecho, éste ha sido un tema central de la investigación en el campo de las Finanzas. Autores como Fama y French (2002) han propuesto modelos que predicen cómo las empresas deciden pagar dividendos a sus shareholders. ¿Las empresas piensan en algunos shareholders en especial? La Porta et al. (2000) muestran que el dividendo pudiera ser un medio para mejorar la reputación de cómo la firma trata los shareholders minoritarios. Esto pensando en futuras emisiones de acciones. Adicionalmente, para Bae et al. (2012), la decisión de pagar dividendos obedece también al grado de protección del inversionista, el cual interactúa con diferencias culturales, como, por ejemplo, la tolerancia a la incertidumbre y que tan masculina es la cultura.

La segunda ecuación del modelo teórico de Lipe (1990) contiene implícitamente una medida de calidad de las ganancias. A partir de una amplia revisión de literatura, Dechow et al. (2010) lograron categorizar variables *proxy* de calidad de las ganancias dependiendo del uso que se les quiera dar. Para técnicas de valoración de activos como las que se proponen (valoración mediante flujos de caja y valoración de acciones), recomiendan las ganancias como una métrica resumen de los flujos de caja esperados. Su *proxy* empírico se calcula con la siguiente regresión, en donde β_1 es la medida de persistencia y ε_t es el ruido blanco:

$$Ganancias_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Ganancias_t + \varepsilon_t$$

Siguiendo a Lev (1983) y a Ali y Zarowin (1992), la medida de persistencia de las ganancias se deriva como el coeficiente estimado de la regresión de la pendiente:

$PERS_i = \beta_{1,i}$. Ésta a su vez va a ser la misma medida de persistencia para este trabajo.

“Valores más grandes de PERS indican mayores niveles de persistencia de las ganancias y menos ganancias transitorias. Ganancias persistentes son vistas como una mayor calidad de las ganancias porque son sostenibles”, Gaio (2010). En este sentido la teoría sostiene que empresas con ganancias más persistentes tienen una tendencia más sostenible de flujos de caja, la cual será un insumo más útil al momento de realizar valoraciones de activos a partir de flujos de caja perpetuos. Luego, una ganancia más persistente es de más calidad que una de menos persistencia, en los casos en que la ganancia constituye una medida relevante de valuación.

Es de resaltar que tiempo atrás, Mueller (1986) ya había propuesto ésta misma metodología para estimar la persistencia, pero no a partir de las ganancias sino del retorno sobre los activos (*ROA*). Existen trabajos que han identificado *proxys* más elaboradas de calidad de las ganancias como el modelo de Jones Modificado, presentado por Dechow et al. (1995), o como las propuestas por Kothari et al. (2005) y Francis et al. (2005). Sin embargo, trabajos posteriores como el de Parte-Esteban y García (2014), sostienen que no hay consenso en el significado del concepto de calidad de las ganancias, como tampoco existe un enfoque generalmente aceptado sobre cómo medirlo.

Por ejemplo, otra medida adicional de calidad de las ganancias es la predictibilidad de las ganancias (*PRED*), la cual nos da una dimensión de volatilidad. Esta se puede medir, a través de la varianza de los choques de las ganancias, donde a mayor varianza mayor predictibilidad. En donde, a partir de la regresión,

$$Ganancias_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Ganancias_t + \varepsilon_t$$

se calcula,

$$PRED_i = [\sigma^2(\varepsilon_{1,t})]^{(1/2)}$$

Es decir que ésta variable se estima a partir de la varianza del error de la regresión y

captura la variación de las ganancias restantes después de contabilizar el efecto del coeficiente autorregresivo β . “Mayores valores de PRED indican un mayor nivel de predictibilidad de las ganancias”, Gaio (2010). La volatilidad en mención, la capturan otras medidas de calidad de las ganancias, que también se calculan a partir de la varianza de las ganancias, como lo es el “*smoothness*” de las ganancias utilizado por Leuz et al. (2003). A mayor “*smoothness*” de las ganancias, menor volatilidad de estas (menor PRED) y por tanto menor calidad de las ganancias.

En síntesis, en cuanto a las medidas de calidad de las ganancias aquí utilizadas, la persistencia incorpora dos dimensiones (tamaño y variabilidad), mientras que la predictibilidad sólo incorpora una dimensión (variabilidad).

La tercera ecuación del modelo teórico muestra que la información alternativa equivale a las ganancias del período siguiente más un ruido o error. Para Lipe (1990), la información alternativa comprende decisiones corporativas y pronósticos de analistas acerca de las ganancias del período siguiente realizados en el período actual. La implicación es que el mercado obtiene información alternativa en el año t , la cual sustituye algunas de las noticias acerca de las ganancias del año $t + 1$.

Investigadores como Ball y Watts (1972) sugieren que una parte importante de la información revelada a través de los reportes de ganancias está reflejada en los precios de las acciones desde el mes anterior al reporte. Lo anterior se atribuye parcialmente a la existencia de otras fuentes de información oportuna que les permite a los agentes del mercado realizar pronósticos de ganancias antes de que éstas sean dadas a conocer. Una fuente de información oportuna puede ser, por ejemplo, el hecho de contar o no con una especie de “certificación” integral de reputación, que se construya a partir de resultados económicos y financieros, entre otros. Dado lo anterior, para efectos de este trabajo, se

considera que estar presente en MERCOSUR constituye una buena aproximación de lo que el autor denomina información alternativa.

Ahora bien, ¿cómo se alcanza la reputación en mención? He et al. (2017) sugieren que esa reputación de la empresa se puede construir a partir de una política de dividendos, asociada con menos manipulación de ganancias (más calidad de las ganancias), que mitigue ciertos problemas de agencia. Por el contrario, Brockman y Unlu (2011), sugieren que justamente la falta de calidad de las ganancias en la firma lleva a un mayor pago de dividendos ya que el agente tiene mayores incentivos de construir una reputación de trato justo. Pero ¿Qué pasa una vez ya se alcanza esa buena reputación? Justamente intentaremos explicar, si gozar de esa reputación, al estar presente en MERCOSUR, modera el efecto positivo de la calidad de las ganancias en los dividendos.

Finalmente, existen una serie de variables que previamente han sido estudiadas por autores para explicar la incidencia frente las políticas de dividendos. Algunas de ellas son el grado de apalancamiento, la rentabilidad y el tamaño de la firma, entre otras. En este trabajo, a manera de variable de control, se agrega el nivel de endeudamiento de la empresa. La causa de incluir esta variable es que, de acuerdo con DeAngelo et al. (2004), las firmas que pagan dividendos para reducir costos de agencia se caracterizan por estructuras de capital bajas en deuda y por gozar de disponibilidad de efectivo. Adicionalmente como mecanismo de control empleamos la rentabilidad y el tamaño. De acuerdo con Fama y French (2001), el pago de dividendos tiene una relación positiva con medidas de rentabilidad de la empresa, como por ejemplo el retorno que tuvieron los activos en el período anterior. Para estos autores, los dividendos presentan también una relación positiva con el tamaño, medido por medio de los activos. Cabe anotar que las variables, activos y sus retornos, se tratan como logaritmos con el fin de mantener sus valores en un rango más pequeño dada su amplitud.

Las hipótesis que se pretenden validar a partir de este modelo son las siguientes.

H1: La calidad de las ganancias afecta positivamente los dividendos (razón dividendos sobre activos).

H2: Estar en el índice MERCO, modera el efecto positivo de la calidad de las ganancias en los dividendos (razón dividendos sobre activos).

3.3 Metodología

3.3.1 Datos

Para tal fin se construyó un panel de datos corto, con muchas empresas y pocos períodos de tiempo, a partir de dos fuentes. La primera corresponde al *ranking* MERCO Empresas. De éste se obtuvo por país, las empresas que en un período de tiempo estuvieron presentes en este indicador de reputación corporativa: Colombia (2008-2016), Argentina (2010-2016), Chile (2010-2016), Ecuador (2011, 2013-2015), Bolivia (2013-2016), Brasil (2013-2014, 2016), México (2013-2016) y Perú (2012-2016). La segunda es la fuente financiera y de riesgos de negocio llamada *Thomson Reuters Eikon*, o también, conocida como *Datastream*. Para los períodos anteriormente mencionados, de esta base en particular se extrajo información relacionada con dividendos, activos, apalancamiento y ganancias.

3.3.2 Variables y medidas

La variable dependiente aspiraciones de crecimiento, se define siguiendo estudios previos en los cuales Luego, las variables utilizadas son las siguientes. La primera variable corresponde al año. La segunda variable es la razón dividendos sobre activos. La tercera variable constituye un indicador de la calidad de las ganancias conocido como la persistencia de las ganancias. Para calcular éste, se debe estimar para cada firma:

$$Ganancias_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Ganancias_t + \varepsilon_t$$

Recordemos que $Ganancias_{t+1}$ son las utilidades netas de la firma i en el período t ,

en donde β_1 es la medida de persistencia y ε_t es el término de error.

La cuarta variable es otra medida de calidad de las ganancias denominada la predictibilidad de las ganancias (PRED). Ésta se puede medir, a través de la varianza de los choques de las ganancias, donde a mayor varianza mayor predictibilidad. A partir de la regresión anterior, la predictibilidad se calcula de la siguiente manera:

$$PRED_i = [\sigma^2(\varepsilon_{i,t})]^{(1/2)}$$

Como las ganancias se trabajan con logaritmo para eliminar el efecto de las unidades sobre los coeficientes, la predictibilidad de las ganancias recibe el mismo tratamiento (*LOGPRED*). *MERCO* es la quinta variable, ésta es dicotómica, toma como valor cero si en ese período la empresa no aparece en el escalafón *MERCO* y toma un valor de uno cuando sí aparece. Las interacciones de *MERCO* con la predictibilidad, la persistencia y el logaritmo de las ganancias, corresponden a la sexta, séptima y octava variable respectivamente. La novena variable es la razón de la deuda sobre el total de los activos. Mientras que el retardo del Retorno Sobre Activos constituye la décima variable. La undécima variable es el logaritmo de los activos y la última variable representa la ganancia (utilidad neta) como tal y está representada por el logaritmo de las ganancias.

Las variables, el modo en que fueron calculadas y sus respectivas siglas para esta investigación quedan consignadas en la tabla 9.

Tabla # 9: Variables utilizadas

	Variable	Cálculo	Sigla	
	Empresa	Consecutivo asignado a cada empresa	EMPRESA	
	Año	Período de la observación	AÑO	
	Dividendos / Activos	Razón entre dividendos pagados sobre activos	D/A	
Earnings quality	Persistencia	Earnings $t = \beta_0 + \beta_1 \text{Earnings } t-1 + \epsilon_t$. PERS $i = \beta_1, i$	PERS	↑, EQ↑
	Log predictibilidad	De la regresión anterior. PRED $i = [\sigma^2 (\epsilon_i, t)]^{1/2}$	LOGPRED	↑, EQ*↑
	Merco	Estar en el ranking Merco = 1, no estar = 0	MERCO	
	Interacción logpred	Multiplicación variable LOGPRED con Merco	LOGPRED*M	
	Interacción pers	Multiplicación variable PERS con Merco	PERS*M	
	Interacción logearn	Multiplicación variable LOGEARN con Merco	LOGEARN*M	
	Apalancamiento	Razón entre total deuda sobre total activos	APAL	
	Log activos	Logaritmo activos	LOGASSETS	
	Lag ROA	Retardo Retorno Sobre Activos	LAG ROA	
	Log earnings t	Logaritmo Earnings t	LOGEARN	
	Log earnings t+1	Logaritmo Earnings t+1	LOGEARN1	

Fuente: Autor

Básicamente lo que se propone es resolver, a través del uso de una variable instrumental, entre otros, un modelo similar al de Lipe (1990) descrito anteriormente. Similar porque en el modelo propuesto la variable dependiente no es el retorno de la acción, sino, el paso previo al retorno, que viene siendo la dimensión del dividendo (dividendos/activos), dada la técnica básica de valoración de acciones mencionada previamente.

3.3.3 Enfoque metodológico

Cuando tomamos de la ecuación dos de Lipe el beta (persistencia) y la raíz cuadrada de la varianza estimada del error (predictibilidad), y se sustituye en la ecuación uno por las ganancias t+1 y las ganancias t, se le está adicionando al modelo una restricción de calidad de las ganancias que no tenía. Cabe anotar que se sustituye y no se adiciona, para no crear un problema de multicolinealidad.

Por el contrario, esta propuesta más que generar problemas econométricos, intenta corregir algunos a los que está expuesto el modelo de Lipe (1990), como lo son la

endogeneidad y la autocorrelación. Ésta última se puede originar en las series de tiempo de las ganancias. Ahora, ante la posibilidad de un tema de endogeneidad entre la medida de dividendos y de persistencia, se recurre a la instrumentación de una variable. La endogeneidad se sustenta en los hallazgos de Skinner y Soltes (2011), en donde las ganancias reportadas son más persistentes en empresas que pagan dividendos más grandes y viceversa.

Se han definido como instrumentos la variable del logaritmo de las ganancias y su interacción con MERCO. En la siguiente sección, “Análisis de datos y resultados” se muestran las pruebas realizadas que justifican por qué son unos adecuados instrumentos para este caso.

Aparte de la medida de persistencia, se adiciona al modelo una variable más de calidad de las ganancias, el logaritmo de la predictibilidad. Con esto último se puede estar ganando un poco de robustez frente a los estudios que utilizan una única variable. Si bien algunos trabajos crean una sola variable de calidad de las ganancias promediando varias de ellas, este artículo emplea las dos por separado. Lo anterior con el fin de entender específicamente que ángulo de la calidad de las ganancias (la variabilidad y/o el tamaño) explica la relación dividendo sobre activo. Otra de las variables con las que se busca explicar la razón dividendos sobre activos es el estar o no en el escalafón MERCO que en este trabajo se utiliza como el *proxy* de la información adicional que incorpora en su modelo teórico Lipe (1990). Como variable de control se incorpora el nivel de apalancamiento de la empresa. Otras variables de control son el logaritmo de los activos y su retorno. Como últimas variables explicativas se incluyen, de manera gradual, las interacciones de MERCO, tanto con la persistencia como con la predictibilidad.

Las ecuaciones quedan entonces representadas de la siguiente manera según el modelo que se utilice.

Modelo 1

VARIABLES INSTRUMENTALIZADAS: Persistencia e interacción persistencia con MERCOSUR

Instrumentos: Logaritmo *earnings* e interacción logaritmo *earnings* con MERCOSUR

$$D/A_{it} = \beta_0 + \beta_1 PERS_{it} + \beta_3 MERCOSUR_{it} + \beta_4 Apal_{it} + \beta_5 LogAsset_{it} \\ + \beta_6 LagROA_{it} + \beta_7 PERS_{it} * MERCOSUR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 2

$$D/A_{it} = \beta_0 + \beta_2 LogPRED_{it} + \beta_3 MERCOSUR_{it} + \beta_4 Apal_{it} + \beta_5 LogAsset_{it} \\ + \beta_6 LagROA_{it} + \beta_7 LogPRED_{it} * MERCOSUR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 3

VARIABLES INSTRUMENTALIZADAS: Persistencia e interacción persistencia con MERCOSUR

Instrumentos: Logaritmo *earnings* e interacción logaritmo *earnings* con MERCOSUR

$$D/A_{it} = \beta_0 + \beta_1 PERS_{it} + \beta_3 MERCOSUR_{it} + \beta_4 Apal_{it} + \beta_5 LogAsset_{it} \\ + \beta_6 LagROA_{it} + \beta_7 PERS_{it} * MERCOSUR_{it} + \varepsilon_{it}$$

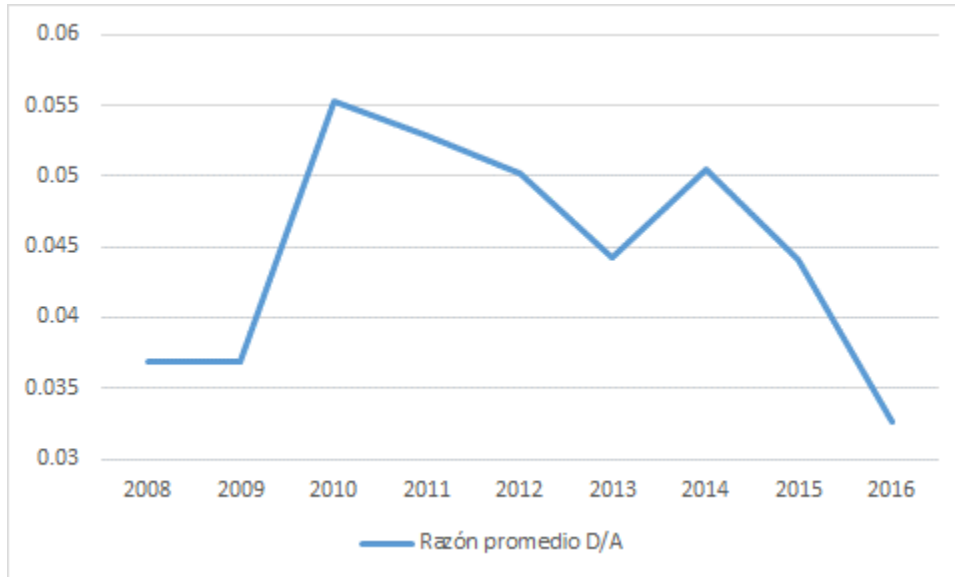
Modelo 4

$$D/A_{it} = \beta_0 + \beta_2 LogPRED_{it} + \beta_3 MERCOSUR_{it} + \beta_4 Apal_{it} + \beta_5 LogAsset_{it} \\ + \beta_6 LagROA_{it} + \beta_7 LogPRED_{it} * MERCOSUR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Cabe anotar que los modelos 1 y 2, a diferencia de los modelos 3 y 4, utilizan una *dummy* año con el fin de dejar efectos fijos por año.

3.4 Resultados**3.4.1 Descripción de la muestra**

En lo que concierne a la razón promedio entre dividendos pagados sobre activos a lo largo del tiempo, se aprecia en la figura 4 que dicha razón creció entre los años 2009 y 2010, alcanzando su punto máximo de 0.055. De allí entra en una senda de decrecimiento (excepto en el año 2014), para tocar su nivel más bajo en el año 2016 (0.033).

Figura # 4: Evolución en el tiempo razón promedio D/A

Fuente: Autor

Ahora, las estadísticas descriptivas del panel de datos para Colombia, Argentina, Chile, Ecuador, Bolivia, Brasil, México y Perú quedan resumidas en la tabla 10.

Tabla # 10: Estadísticas descriptivas

Variable		Media	Desv. Est	Min	Max
D/A	General	0,0483191	0,138116	0,00000013	5,789135
	Entre		0,0886482	0,0000115	1,190555
	Dentro		0,1031779	-1,127253	4,643867
PERS	General	0,201348	2,213475	-48,75	21,063
	Entre		2,078774	-48,75	21,063
	Dentro		0	0,201348	0,201348
LOGPRED	General	12,63886	3,940364	-28,19589	22,41504
	Entre		3,718168	-28,19589	22,41504
	Dentro		0	12,63886	12,63886
MERCO	General	0,1302118	0,3365641	0	1
	Entre		0,3234034	0	1
	Dentro		0	0,1302118	0,1302118
APAL	General	0,3361797	1,572074	4,16E-09	65,1603
	Entre		1,823865	0,00000322	48,84288
	Dentro		0,4394128	-12,34359	16,6536
LOGASSETS	General	16,48446	3,43047	0	25,66491
	Entre		3,252568	0	25,22661
	Dentro		0,3512295	12,86467	19,71608
LAGROA	General	0,21228	0,3082833	-7,66581	4,041498
	Entre		0,4622335	-7,66581	0,9800515
	Dentro		0,1432314	-2,57622	3,373893
LOGPRED*M	General	1,86789	5,018326	0	22,41504
	Entre		4,56557	0	22,41504
	Dentro		0	1,86789	1,86789
PERS*M	General	-0,0118233	1,673121	-48,75	1,57098
	Entre		1,41021	-48,75	1,57098
	Dentro		0	-0,0118233	-0,01182
LOGEARN*M	General	2,755757	6,073806	0	23,43132
	Entre		5,295115	0	22,80726
	Dentro		0,2456776	-0,3230441	5,217747

Fuente: Autor

La relación D/A tiene una media general de 0.048. Esta relación tiene mayor desviación dentro de las empresas a lo largo del tiempo (0.103) que entre empresas (0.089). El hecho de trabajar con el dividendo sobre el activo permite comparar empresas de diferentes tamaños. La persistencia no varía a lo largo del tiempo pues corresponde al beta

de la regresión de la serie de las ganancias con las ganancias del período anterior. Si bien se está ante un panel con datos del período comprendido entre 2008 y 2016, el beta de cada firma es uno para la serie temporal en cuestión. Justamente el promedio general de este beta para toda la muestra es de 0.201. Es decir que, por cada unidad monetaria de ganancias del período anterior, se puede esperar un incremento de veinte centavos de unidad monetaria de ganancias para el período actual. El beta mínimo es de -48.75 y el máximo es de 21.063 Lo cual indica que la desviación estándar de la persistencia entre empresas es considerable (2.078). El logaritmo de la predictibilidad tampoco varía a lo largo del tiempo ya que también se construye a partir de la regresión de las ganancias, en particular, a partir del término de error. La desviación del logaritmo de la predictibilidad entre empresas es de 3.718. Las desviaciones para persistencia y logaritmo de la predictibilidad presentan comportamientos similares al interactuar con la variable MERCO.

En cuanto a MERCO, la desviación entre empresas es de 0.323. MERCO toma un valor mínimo de cero y un valor máximo de uno ya que es una variable dicotómica que toma un valor de uno cuando la empresa está en el índice. El promedio general de 0.130, nos indica que el trece por ciento de las empresas sujeto de estudio figuran en MERCO. En lo que a la deuda se refiere, la media general del nivel de apalancamiento es de casi el treinta y cuatro por ciento (0.336). El apalancamiento, al igual que las otras variables de control, como el logaritmo de los activos y el retardo del retorno sobre activos, tienen mayores desviaciones entre firmas que a lo largo del tiempo. Es de esperarse que en nueve años no haya enormes cambios en cuanto al nivel de endeudamiento de la empresa, el tamaño de sus activos o el retorno que estos producen. Pero si, que haya cambios importantes de empresa a empresa dado que se cuenta con una muestra con firmas de diferentes sectores económicos.

En la tabla 11 se aprecia la matriz de correlaciones de las variables en cuestión. Cabe

anotar que, en este estudio, la correlación entre PERS y la variable de volatilidad (*LOGPRED*) es negativa (-0.12) y estadísticamente significativa. Caso similar ocurrió en el estudio realizado en el año 2010 por Dechow et al. en el que la correlación entre la persistencia de las ganancias y su medida de volatilidad (“*smoothness*”) es de -0.25. A pesar de que Dechow et al. (2010) encuentran esta contradicción entre “*smoothness*” y las demás *proxies* de calidad de las ganancias, los autores aceptan que se quedan cortos para explicarla. A pesar de que existe alta correlación entre algunas de las variables explicativas (*LOGPRED* y *LOGASSETS*) con *LOGEARN1* y *LOGEARN*, cabe anotar que éstas últimas no están incluidas de manera explícita en los modelos.

Tabla # 11: Correlaciones de Spearman

	D/A	PERS	LOGPRED	LOGPRED*M	PERS*M	MERCO	APAL	LOGEARN1	LOGEARN	LOGASSETS	LOGEARN*M
D/A	1										
PERS	-0.0073	1									
LOGPRED	-0.0121	-0.119*	1								
LOGPRED*M	-0.0692*	0.0521*	0.3138*	1							
PERS*M	0.0012	0.3443*	0.1149*	0.6268*	1						
MERCO	-0.0492*	0.0622*	0.2303*	0.9848*	0.6459*	1					
APAL	-0.1613*	-0.1*	0.0418	0.0799*	0.0144	0.0878*	1				
LOGEARN1	0.01	-0.0232	0.9184*	0.3507*	0.1749*	0.2762*	0.0364	1			
LOGEARN	0.0296	-0.0329	0.9249*	0.3455*	0.172*	0.2707*	0.0443*	0.9763*	1		
LOGASSETS	-0.1303*	-0.0664*	0.925*	0.3512*	0.1582*	0.2743*	0.1173*	0.9554*	0.9623*	1	
LOGEARN*M	-0.0646*	0.0613*	0.3067*	0.9973*	0.6384*	0.9848*	0.0783*	0.3561*	0.3524*	0.3547*	1

Fuente: Autor

3.4.2 Resultados del modelo

A continuación, en la tabla 12 se aprecian los resultados obtenidos después de correr los diferentes modelos propuestos.

Tabla # 12: Determinantes razón D/A empresas latinoamericanas (2008-2016)

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Variables				
Dependiente: Dividendos / Activos				
Independientes				
PERS	7.689** (3.4866)		9.9838* (5.3502)	
LOGPRED		0.0042 (0.0026)		0.0045* (0.0026)
MERCO	3.4139* (4.4806)	0.0002 (0.0191)	4.1486* (2.2538)	-0.0001 (0.0190)
APAL	0.1408 (0.1471)	-0.0423** (0.0168)	0.138 (0.1610)	-0.0431** (0.0169)
LOGASSETS	0.0114 (0.0616)	-0.006** (0.0025)	0.0014 (0.0628)	-0.0062** (0.0025)
LAGROA	-0.2353 (0.1644)	0.2252** (0.1054)	-0.2096 (0.1626)	0.2295** (0.1055)
LOGPRED*MERCO		-0.0001 (0.0013)		-0.0001 (0.0013)
PERS*MERCO	-8.912** (4.4806)		-10.7958* (5.6670)	
INTERCEPTO	-3.1088 (1.9308)	0.0812*** (0.0196)	-3.8458 (2.7256)	0.0819*** (0.0197)
Número observaciones	1811	1991	1811	1991
Número grupos	596	642	596	642
R2 - Dentro	0.0008	0.0000	0.0118	0.0009
R2 - Entre	0.0009	0.4508	0.0011	0.4501
R2 - General	0.0001	0.2637	0.0001	0.2626
Dummy año	si	si	no	no
Test Wald	16.55	72.54***	5.23	44.31***
Test Hausman	4.956**		4.88**	

La tabla muestra la estimación de efectos aleatorios sobre D/A.

Paréntesis corresponden al error estándar Robusto. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

Fuente: Autor

De acuerdo con la posibilidad de endogeneidad descrita anteriormente entre la variable persistencia como indicador de calidad de las ganancias y la razón de los dividendos pagados sobre activos, se efectúa una prueba de endogeneidad para los modelos uno y tres.

Sea H_0 que las variables son exógenas y sea la hipótesis alternativa que las variables no son exógenas. Dado un valor Wu-Hausman igual a 4.956 e igual a 4.88 para los modelos uno y tres respectivamente, con un $p < 0.01$, se rechaza la hipótesis nula que las variables en cuestión son exógenas.

Entonces se decide utilizar como instrumentos el logaritmo de las ganancias y su interacción con MERCO, los cuales cumplen con los requisitos que debe tener una variable instrumental, como es estar correlacionada con la variable persistencia, sin ser una causa directa de la razón dividendos sobre activos. Las ganancias del período anterior si pueden llegar a incidir sobre el monto a pagar de dividendos, pero del período siguiente, y no tanto sobre los dividendos del mismo período como está especificado en este modelo. Para los datos de este estudio, el grado de asociación entre las ganancias en el período t y la razón dividendos sobre activos en el período t es bajo, 0.0296. Adicionalmente, se efectúa otra prueba teniendo como hipótesis nula que el instrumento es débil y como hipótesis alternativa que el instrumento no es débil. No se rechaza hipótesis alternativa que el instrumento no es débil.

Los resultados se interpretan de la siguiente manera. Cabe recordar que mayores valores de persistencia y predictibilidad indican mayor calidad de las ganancias. A partir de la primera hipótesis, se espera que a mayor persistencia en las ganancias (más calidad) se paguen más dividendos. En efecto, los resultados obtenidos en los modelos uno y tres así lo confirman, además, son estadísticamente significativos. La persistencia hace que la razón de dividendos sobre activos aumente en 7.7 y 9.9 puntos porcentuales en el primer y tercer modelo respectivamente.

Ahora bien, cabe anotar que el efecto positivo esperado que se observa sobre la razón de dividendos se ve más que aminorado por la inclusión en el MERCO. Por ejemplo, en los

modelos en los que se utiliza la interacción de la persistencia con MERCO, el efecto de esta interacción más que compensa la disminución de la razón dividendos sobre activos, 8.9 y 10.8 puntos porcentuales respectivamente para los modelos uno y tres. Por tanto, no se rechaza la hipótesis (2) nula, la cual sostiene que la inclusión en el índice MERCO, modera el efecto positivo de la calidad de las ganancias en los dividendos (razón dividendos sobre activos).

Una vez en los modelos se pone a interactuar la persistencia con MERCO, para empresas que aparecen en el *ranking*, la razón de dividendos sobre activos es mayor en 3.41 y 4.14 puntos porcentuales en los modelos uno y tres respectivamente, que para aquellas empresas que no aparecen.

Por su parte, un aumento del indicador logaritmo de predictibilidad (mayor calidad de las ganancias) de las empresas, también aumenta la razón de dividendos sobre activos, a pesar de que lo hace de manera marginal, en prácticamente 0.004 puntos porcentuales para los modelos dos y cuatro. Aunque cabe anotar que estos resultados no son estadísticamente significativos para el modelo dos.

Adicionalmente, en la medida en que se aumenta el nivel de deuda disminuyen los dividendos en los modelos dos y cuatro. Los resultados son estadísticamente significativos. Por ejemplo, en el modelo dos, por cada punto porcentual que se incrementa el grado de apalancamiento de la empresa, la razón de los dividendos pagados sobre activos es 4.23% más baja. Lo cual hace sentido pues se destinan más utilidades para pagar mayores intereses de la deuda y, por consiguiente, quedan menos utilidades para que pudieran repartirse vía dividendos entre los accionistas.

Por último, realizamos una prueba de robustez reemplazando la variable dependiente Dividendo/Activos por Dividendo/*Equity*, cuyos resultados están en la tabla 13. Estos

resultados sustentan los hallazgos encontrados al correr los modelos anteriores que utilizaban la razón de dividendos sobre activos.

Tabla # 13: Determinantes razón D/E empresas latinoamericanas (2008-2016)

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Variabes				
Dependiente: Dividendos / Equity				
Independientes				
PERS	20.3167** (10.1173)		26.2283* (15.7078)	
LOGPRED		0.0089 (0.0062)		0.0088 (0.0059)
MERCO	9.0008** (4.4126)	0.0174 (0.0355)	10.7779** (5.6041)	0.0201 (0.0349)
APAL	0.2154 (0.2295)	-0.0944** (0.0353)	0.2105 (0.2451)	-0.0939** (0.0349)
LOGASSETS	0.0281 (0.1355)	-0.0127** (0.0067)	0.0053 (0.1232)	-0.0124** (0.0062)
LAGROA	-0.3203 (0.2578)	0.2505 (0.1878)	-0.2718 (0.2343)	0.2553 (0.1881)
LOGPRED*MERCO		-0.0012 (0.0024)		-0.0014 (0.0023)
PERS*MERCO	-23.4445** (11.2650)		-28.0238** (14.3599)	
INTERCEPTO	-8.2215 (5.3269)	0.1627*** (0.0503)	-10.1505 (7.4438)	0.1674*** (0.0499)
Número observaciones	1811	1992	1811	1992
Número grupos	596	642	596	642
R2 - Dentro	0.0001	0.0005	0.0165	0.0021
R2 - Entre	0.0000	0.2448	0.0000	0.2492
R2 - General	0.0001	0.1371	0.0001	0.1379
Dummy año	si	si	no	no
Test Wald	14.73	66.59***	5.12	45.36***
Test Hausman	4.1733**		4.2426**	

La tabla muestra la estimación de efectos aleatorios sobre D/A.

Paréntesis corresponden al error estándar Robusto. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

Fuente: Autor

3.5 Discusión

¿Qué se encontró finalmente? Que la medición de persistencia aumenta la razón de dividendos sobre activos, aunque cuando se está en MERCO el resultado es negativo. Pareciera que las empresas se aprovechan de aparecer en el *ranking* reputacional para pagar menos dividendos. Los resultados están indicando que el efecto positivo esperado que se observa sobre la razón de dividendos se ve más que aminorado por la inclusión de la empresa en el escalafón MERCO.

Sin embargo, estos resultados no son estadísticamente significativos para la otra medida de calidad de las ganancias, la predictibilidad. Lo anterior podría atribuirse en parte a la dificultad que plantean Dechow et al. (2010), de encontrar medidas de “volatilidad” que diferencien “ausencia de volatilidad” (inducida por falta de calidad de las ganancias) de “volatilidad” causada por el desempeño natural de la firma.

3.6 Implicaciones

Ahora bien, basar un modelo de valoración de empresa esencialmente a partir del dividendo tiene sus implicaciones. ¿Será que valen menos, empresas que no reparten muchos dividendos con el fin de mantener efectivo para capitalizar oportunidades de inversión que se presenten? No necesariamente; justo ésta era la política que Steve Jobs adoptaba en Apple, Gitman y Zutter (2011).

También, el escalafón de reputación MERCO posiblemente no sea la forma más precisa de medir lo que Lipe (1990) denomina información alternativa. Para él, ésta última y las ganancias son las únicas fuentes de nueva información. Luego, la información alternativa representa toda la información distinta a las ganancias actuales y pasadas. ¿Representará MERCO toda la fuente de información distinta a las ganancias? ¿Podrá un *ranking* relativamente nuevo ser tan popular y tener esta capacidad? ¿Será MERCO tan

conocido para ser información de dominio público y permitir una eficiencia de mercado semi-fuerte (Fama, 1970)? La cual implica que los precios de las acciones incorporan toda información de dominio público.

3.7 Limitaciones y futuras investigaciones

A pesar de que el escalafón de reputación MERCO es relativamente nuevo, sobre todo en algunos países como Brasil y México, para futuras investigaciones de empresas latinoamericanas se sugiere continuar trabajando la reputación a partir del escalafón MERCO, pues éste sigue siendo actualizado con periodicidad y, posiblemente, paulatinamente se irá dando a conocer más. Por tanto, cada vez permitirá contar con paneles de datos menos cortos, lo cual les dará mayor robustez a los resultados.

En la medida en que lo anterior ocurra, se recomienda realizar también los estudios a nivel de país ya que la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) ha tenido lugar en diferentes períodos de tiempo dependiendo de la nación. Por ejemplo, en Colombia los emisores de valores y las entidades de interés público adoptaron las NIIF plenas para reportar estados financieros en NIIF a partir del 31 de diciembre de 2015. Mientras que Chile lo hizo en el 2009 para aquellas empresas con presencia, al menos, del 25% en el sistema bursátil. Otros países como Argentina y México adoptaron las NIIF en el 2012. Y definitivamente esto puede tener alguna incidencia en lo que concierne a la persistencia de las ganancias.

3.8 Conclusiones

En suma, recordemos que nos propusimos intentar entender cómo afectan a la política de dividendos la persistencia y la predictibilidad de las ganancias junto con la reputación. ¿Qué entendemos por persistencia? La persistencia de las ganancias (PERS), según Lev (1983) y Ali y Zarowin (1992), una de las medidas de calidad de las ganancias,

se calcula con la siguiente regresión, en donde β_1 es la medida de persistencia:

$$Ganancias_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Ganancias_t + \varepsilon_t$$

A mayor β_1 , es decir, cuánto más expliquen las ganancias pasadas a las ganancias futuras, mayor calidad de las ganancias. En consecuencia, empresas con mayor persistencia de ganancias facilitan valoraciones de *equity* más precisas y por consiguiente mejoran la toma de decisiones.

¿Qué se entiende por predictibilidad? A partir de la regresión anterior, Lipe (1990), sugirió otra variable *proxy* de calidad de las ganancias, la predictibilidad de las ganancias (PRED), la cual es igual a:

$$PRED_i = [\sigma^2(\varepsilon_{i,t})]^{(1/2)}$$

A mayor “*smoothness*” de las ganancias, menor volatilidad de estas (menor LOGPRED) y por tanto menor calidad de las ganancias.

Para el objeto de estudio de este trabajo, se plantean dos hipótesis. En primer lugar, que la calidad de las ganancias afecta positivamente los dividendos (razón dividendos sobre activos). Y, en segundo lugar, que estar en el índice MERCO, modera el efecto positivo de la calidad de las ganancias en los dividendos (razón dividendos sobre activos).

Referencias

Bae, S. C. Chang, K., & Kang, E. (2012) Culture, corporate governance, and dividend policy: international evidence. *Journal of Financial Research*, 35(2), 289-316.

<https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01318.x>

Ball, R. & Brown, P. (1968) An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 6(2), 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>

Ball, R., & Watts, R. (1972). Some time series properties of accounting income. *The Journal of Finance*, 27(3), 663-681. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00991.x>

Boulstridge, E. & Carrigan, M. (2000) Do consumers really care about corporate responsibility? Highlighting the attitude—behaviour gap. *Journal of communication management*, 4(4), 355-368. <https://doi.org/10.1108/eb023532>

Brockman, P. & Unlu, E. (2011) Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1610-1625. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.11.014>

Bromley, D. (2002) Comparing corporate reputations: league tables, quotients, benchmarks, or case studies? *Corporate reputation review*, 5(1), 35-50. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540163>

Brown, P. & Kennelly, J. W. (1972) The informational content of quarterly earnings: An extension and some further evidence. *The Journal of Business*, 45(3), 403-415.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D. J. (2004) Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of financial economics*, 72(3), 425-456. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00186-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00186-7)

Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>

Fama, E. F. & French, K. R. (2001) Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)

Fama, E. F. & French, K. R. (2002) Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15(1), 1-33. <https://www.jstor.org/stable/2696797>

Fombrun, C. J. (1995) *Reputation: Realizing value from the corporate image*. Harvard Business School Press.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2005) The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.

<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>

Gitman, L. J. & Zutter, D. C. (2011) *Cash Flow and Financial Planning. Principles of Managerial Finance 13th Global Edition* (pp.113). US: Pearson.

Grewal, D., Krishnan, R., Baker, J. & Borin, N. (1998) The effect of store name, brand name and price discounts on consumers' evaluations and purchase intentions. *Journal of retailing*, 74(3), 331-352. [https://doi.org/10.1016/S0022-4359\(99\)80099-2](https://doi.org/10.1016/S0022-4359(99)80099-2)

He, W., Ng, L., Zaiats, N. & Zhang, B. (2017) Dividend policy and earnings management across countries. *Journal of Corporate Finance*, 42, 267-286.

<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.014>

Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005) Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.

<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>

Lafferty, B. A. & Goldsmith, R. E. (1999) Corporate credibility's role in consumers' attitudes and purchase intentions when a high versus a low credibility endorser is used in the ad. *Journal of business research*, 44(2), 109-116. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(98\)00002-](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(98)00002-2)

[2](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(98)00002-2)

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2000) Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.

<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

Landon, S. & Smith, C. E. (1997) The use of quality and reputation indicators by consumers: the case of Bordeaux wine. *Journal of Consumer Policy*, 20(3), 289-323.

<https://doi.org/10.1023/A:1006830218392>

Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003) Investor protection and earnings management: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.

[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)

Lipe, R. (1990) The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information. *Accounting Review*, 65(1) 49-71. <https://www.jstor.org/stable/247876>

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets. *Journal of finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.7208/9780226426983-007>

Merco (2008-2016) Rankings Merco Empresas. España. Recuperado de www.merco.info/es/ .

Mueller, D. C. (1986) Profits in the long run. Cambridge University Press.

Nguyen, N. & Leblanc, G. (2001) Corporate image and corporate reputation in customers' retention decisions in services. *Journal of retailing and Consumer Services*, 8(4), 227-236. [https://doi.org/10.1016/S0969-6989\(00\)00029-1](https://doi.org/10.1016/S0969-6989(00)00029-1)

Ohlson, J. A. (1990) A synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings. *Contemporary accounting research*, 6(2), 648-676. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1990.tb00780.x>

Parte-Esteban, L. & García, C. F. (2014) The influence of firm characteristics on earnings quality. *International Journal of Hospitality Management*, 42, 50-60. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2014.06.008>

Podolny, J. M. (1993) A status-based model of market competition. *American journal of Sociology*, 98(4), 829-872. <https://doi.org/10.1086/230091>

Skinner, D. J. & Soltes, E. (2011) What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 16(1), 1-28. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9113-8>

Tischer, S. & Hildebrandt, L. (2014) Linking corporate reputation and shareholder value using the publication of reputation rankings. *Journal of Business Research*, 67(5), 1007-1017.

<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.08.007>

Turban, D. B. & Cable, D. M. (2003) Firm reputation and applicant pool characteristics. *Journal of Organizational Behavior: The International Journal of Industrial, Occupational and Organizational Psychology and Behavior*, 24(6), 733-751.

<https://doi.org/10.1002/job.215>

Walker, K. (2010). A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. *Corporate reputation review*, 12(4), 357-387.

<https://doi.org/10.1057/crr.2009.26>

Anexo A: Metodología MERCO para medir reputación

¿En qué consiste la metodología del escalafón MERCO? Se basa en una metodología *multistakeholder* compuesta por cuatro evaluaciones y cerca de veinte fuentes de información (figura 5). Existen voces como las de Boulstridge y Carrigan (2000) que se niegan a medir la reputación tomando en consideración todos los *stakeholders*, pues argumentan que sólo se deben tener en cuenta los que son verdaderamente relevantes para la organización. O como la de Bromley (2002), que sostiene que, pese a que la reputación se construye colectivamente, ésta se hace a partir de un grupo homogéneo de personas que tienen intereses comunes en la organización. Por el contrario, hay autores como Fombrun (1995) que hablan de perspectivas generales, considerando *stakeholders* tanto internos como externos. O como la de Tischer y Hildebrandt (2014) que definen reputación como “una percepción relativamente estable, agregada e indirectamente sugestionable, al interior de múltiples grupos de *stakeholders*, basada en las decisiones pasadas de la organización y en las futuras perspectivas, en relación con alguna referencia”. Existe también una tercera vía como la de Walker (2010) que intenta conciliar ambas posturas haciendo referencia a reputación de un tema específico a través de la opinión de diferentes grupos de *stakeholders*. O bien, el agregado de una reputación general construida por medio de opiniones separadas de los *stakeholders* según su tema de dominio.

Figura # 5: Medición reputación

Metodología Merco: 5 evaluaciones para llegar a un ranking



Fuente: MERCO

Justamente esto último es lo que hace la metodología MERCO. En dónde cada *stakeholder* califica según su área de influencia. Por ejemplo, el grupo de expertos “Asociaciones de consumidores” evalúa la dimensión “Calidad de la oferta comercial” mediante dos variables de evaluación: “Calidad de producto-servicio” y “Respeto a los derechos del consumidor”.

4 SOSTENIBILIDAD Y PERSISTENCIA DE LAS GANANCIAS: EL ROL MODERADOR DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES

Abstract

The purpose of this paper is to examine the impact of sustainability on the quality of financial reporting under the moderating effect of institutions. The main findings demonstrate the positive impact that the regulatory dimension has on earnings quality. However, they also demonstrate a lower quality of earnings for those firms that develop sustainable practices (normative dimension) in Latin American countries with a higher regulatory environment. These results are obtained from a data panel made up of 390 companies for the period 2012-2023, whose information comes from the *London Stock Exchange Group* (LSEG) and *The Worldwide Governance Indicators*. This study advances the literature frontier by providing new elements on how environmental factors affect the quality of accounting within the framework of institutional economics. Also, this research can be useful for the design of policies that stimulate accounting quality in different environments.

Keywords: Sustainability, Earnings Persistence, Institutional Dimensions

4.1 Introducción

El concepto de *Triple Bottom Line* de John Elkington en 1994 se estableció con el objetivo de determinar la sostenibilidad de una empresa mediante un proceso que incluye tres aspectos: lo económico, ambiental y social. Las organizaciones que lo implementan pueden gozar de ciertos beneficios como mejorar su imagen, entre otros. Por ejemplo, García-Sánchez y García-Meca (2017) asumen que las actividades sociales, ambientales y los temas éticos de las organizaciones pueden influir también en la calidad de las ganancias. Estas actividades se están convirtiendo en un aspecto esencial en el mundo de los negocios, en la relación de las empresas con la comunidad. La transparencia y la responsabilidad también son esenciales para los inversionistas y otros *stakeholders*, porque una buena calidad de las ganancias brinda características del desempeño financiero de la firma. Para Dechow et al. (2010), lo anterior resulta útil para los tomadores de decisiones. Por tanto, se requiere estudiar el papel que juega la sostenibilidad con la calidad de las ganancias, poniendo especial atención a la variación transnacional. Según Mahjoub y Khamoussi (2013), la calidad de las ganancias hace alusión a la estabilidad y a la persistencia de las ganancias reportadas, al uso de las ganancias reportadas para predecir flujos de caja futuros, y a la capacidad de las ganancias reportadas de reflejar las verdaderas ganancias de la empresa.

El objetivo de este trabajo es examinar el impacto de la sostenibilidad sobre la calidad de la información financiera bajo el efecto moderador de las instituciones. En este trabajo se analiza la influencia del desempeño de la sostenibilidad empresarial, sobre una medida de calidad de información contable, la persistencia de las ganancias. Lo anterior bajo el rol moderador de las dimensiones institucionales.

A continuación, se describen las contribuciones de este trabajo. En primer lugar, esta investigación busca contribuir a expandir el uso de la economía institucional al examinar cómo la calidad contable es influenciada por la dimensión regulatoria (calidad regulatoria del país) y normativa (prácticas de la firma *ESG - Environmental, Social and Governance*) de las instituciones. En segundo lugar, este estudio también pretende avanzar en la aplicación de la economía institucional para el análisis de los condicionantes de la calidad contable, específicamente utilizando las dimensiones institucionales. Lo anterior para ser útil en el diseño de políticas que fomenten la calidad contable en diferentes entornos. En tercer lugar, este trabajo busca comprender los comportamientos de las empresas que participan en actividades de sostenibilidad como una acción de gestión en el ámbito de la ética a la luz de las instituciones.

Todo lo anterior se desarrolla dentro del contexto Latinoamericano. Pues hay una escasez de estudios sobre la relación de los resultados contables de empresas con la eficiencia de los mercados en países en desarrollo, principalmente en mercados bursátiles latinoamericanos. Por tanto, es importante contribuir a la literatura y a la teoría en este sentido. Comprender esta relación, puede ser útil porque brinda elementos a las empresas latinoamericanas sobre la incidencia que puede tener el desempeño sostenible en campos como la calidad de la información contable.

Para tal fin, se construyó un panel de datos con empresas que cotizan en los principales mercados de valores de Latinoamérica para los años 2012 a 2023, período que precedió la implementación de las NIIF de los países a los que pertenecen estos mercados. En este estudio se encuentra una menor calidad de las ganancias en las empresas que desarrollan prácticas de sostenibilidad. De igual forma, este trabajo señala una menor calidad

de las ganancias para aquellas firmas que desarrollan prácticas sostenibles en países latinoamericanos con un entorno regulatorio mayor.

El artículo está organizado de la siguiente forma: primero se presenta la revisión teórica y relación entre variables que deriva en el planteamiento de hipótesis, posteriormente la metodología utilizada, los datos, las variables del estudio y el análisis empírico; luego los resultados; la discusión e implicaciones y finalmente las conclusiones del estudio.

4.2 Teoría e hipótesis

4.2.1 Sostenibilidad

El término de sostenibilidad se origina con el concepto de desarrollo sostenible definido por la Organización de Naciones Unidas (ONU) en 1987 en el reporte “Nuestro Futuro Común”. “Sostenibilidad” hace referencia a la forma como las necesidades actuales se pueden alcanzar, sin comprometer la habilidad para que las generaciones futuras también puedan satisfacer en el futuro las propias. La ONU adoptó el concepto del “Triple Resultado Final” desarrollado por John Elkington en 1994, el cual sostiene que la sostenibilidad reposa en tres principios fundamentales: el económico, el ambiental y el social. En un principio, el concepto de sostenibilidad en los negocios se expresaba a través de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC), bajo la forma de iniciativa social, caridad, y proyectos comunitarios. Aunque la RSC es considerado un concepto universal, para Moon (2007) y para Steurer y Konrad (2009), no se puede desconocer que el alcance de la RSC puede variar entre regiones debido a las diferencias sociales, políticas y culturales de los países. Por tanto, Wood (2010) anota que la RSC puede adoptar diferentes medidas. Por ejemplo, el enfoque utilizado por Chih et al. (2008) para medir la RSC es el de verificar si las empresas aparecen en índices de sostenibilidad. Estar o no presente en el índice constituye entonces una variable dicotómica. Otros autores como Chatterji et al. (2009), sugieren que la RSC más que una

cuestión de aparecer o no en el índice de sostenibilidad, debería ser un tema de en qué nivel del índice se encuentra la firma.

Sin embargo, un cambio en la estrategia ha llevado a las organizaciones a integrar *ESG* como compromiso con acciones sostenibles consistentes alineadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenibles (ODS). El objetivo es encontrar un equilibrio entre las responsabilidades del desarrollo sostenible con las actuales y futuras metas de la organización y de sus grupos de interés.

Con el fin de estar alineado a la evolución del concepto de sostenibilidad, este estudio utiliza la medida *ESG Score* como variable *proxy* del desempeño de la sostenibilidad. Este estudio, también utiliza la medida de *Governance Pillar Score* como variable *proxy* alternativa del desempeño de la sostenibilidad. Cabe anotar que pese a que, para algunos autores, *ESG* y RSC representan lo mismo, para otros como Löw y Cordovez (2023) existen diferencias entre los dos términos. Por ejemplo, para Gillan et al. (2021), el concepto de *ESG* tiene un mayor alcance que el de RSC, pues *ESG* hace referencia a la forma en que la organización opera de manera sostenible bajo tres dimensiones (económica, ambiental y social). Si bien el marco teórico del *ESG* no encaja directamente en la definición de sostenibilidad, de acuerdo con Murata y Hamori (2021), existe consenso en que el *ESG* facilita tanto la medición como la identificación de riesgos y oportunidades. Adicionalmente, para Sachs et al. (2022) el concepto *ESG* contribuye a mejorar la transparencia y la rendición de cuentas.

Por otra parte, de acuerdo con Friede et al. (2015), *ESG* permite comunicar información de carácter no financiero que contribuye a desarrollar relaciones significativas con los diferentes grupos de interés basadas en la confianza. De hecho, para todo tipo de

grupos de interés, pues autores como Murata y Hamori (2021) reconocen que *ESG* se ha convertido en un estándar común incluso para los inversionistas.

4.2.2 *Economía institucional*

A parte de problemas en las muestras, la validez y confiabilidad de las medidas, y la omisión de variables de control relevantes, uno de los factores que explican la inconsistencia en los resultados es la diversidad de los contextos en donde se desarrollan los trabajos. Las dimensiones institucionales son diferentes entre países. Para Martínez-Ferrero et al. (2016) y para Mechelli et al. (2017), los países tienen diferentes estándares contables, diferentes niveles de calidad regulatoria y diferentes reglas acerca de la legalidad de la RSC. Adicionalmente, para Leuz et al. (2003), las prácticas de calidad de las ganancias también cambian entre países.

Scott (1995) categorizó las dimensiones institucionales en tres: reglamentaria, normativa y cultural-cognitiva. La dimensión reglamentaria corresponde a las políticas gubernamentales, la normativa concierne a las normas sociales y a los sistemas de valores, y la cultural-cognitiva atañe al comportamiento social compartido. A partir de este trabajo, Kostova (1997), propuso el concepto de un perfil institucional de país para analizar como estas dimensiones influyen sobre la actividad doméstica de los negocios.

En particular, la dimensión reglamentaria abarca la capacidad para establecer leyes y reglas, para inspeccionar a otros, para castigarlos o recompensarlos, en un intento por influir en el comportamiento futuro. Este proceso puede funcionar por difusos mecanismos informales que involucran costumbres populares como avergonzar o evitar actividades. Sin embargo, este proceso también puede estar altamente formalizado y a cargo de actores especializados, como las cortes y la policía, Scott (2008). Para Bruton y Ahlstrom (2003),

las personas y las organizaciones buscan a estos actores por razones de conveniencia, con el fin de no sufrir los castigos por el no cumplimiento de las leyes y de las reglas.

Por su parte, la dimensión normativa impone restricciones al comportamiento social por medio de valores y normas sociales, Scott (2008). En este sentido, los valores son concepciones de lo preferido o lo deseable, junto con la construcción de estándares con los que se pueden comparar y evaluar las estructuras o el comportamiento existentes. Por otra parte, las normas sociales especifican cómo se deberían hacer las cosas y definen los medios legítimos para perseguir fines valiosos. Por lo general, adoptando la forma de reglas empíricas, procedimientos operativos estándar, estándares ocupacionales y planes de estudio educativos, las personas y las organizaciones los cumplirán por razones de obligación moral / ética. O bien, de acuerdo con Bruton y Ahlstrom (2003), los cumplirán por la necesidad de conformidad con las normas establecidas por las universidades, las instituciones de formación profesional y las asociaciones comerciales. En general, esta definición de dimensión normativa es similar a la de cultura de Hofstede (2001). Para él, cultura es la programación colectiva de la mente que distingue al miembro de un grupo o a una categoría de personas de otro. Algunos autores como Weber (1930) han propuesto que la cultura (valores, creencias y normas) conducen al desarrollo económico.

Por último, para Stenholm et al. (2013), la dimensión cultural-cognitiva de las instituciones se enfoca en los conceptos compartidos que conforman la naturaleza de la realidad social y los marcos a través de los cuales los individuos interpretan la información. Para Scott (2008), la dimensión cultural-cognitiva, mediando entre el mundo externo de los estímulos y la respuesta del organismo individual, es una colección de representaciones simbólicas internas del mundo. También esta dimensión refleja las estructuras cognitivas y el conocimiento social compartido por la gente en un país determinado. Por su parte, para

Markus y Zajonc (1985), estas estructuras cognitivas inciden en el comportamiento individual, en la medida en que dan mayor forma a los programas cognitivos (esquemas, marcos y conjuntas inferenciales), que la gente usa al momento de seleccionar e interpretar información. La gente forma una base de legitimidad culturalmente respaldada y conceptualmente correcta que se vuelve incuestionable. Por lo tanto, para Zucker (1983), las personas y las organizaciones a menudo la cumplirán sin tener que pensar conscientemente.

4.2.3 *Calidad y persistencia de las ganancias*

El objetivo esencial de los estados financieros es proveer información que sea útil para evaluar la capacidad de la empresa de generar flujos de caja futuros (FASB, 1978). De acuerdo con Palas y Solomon (2022), la calidad de las ganancias podría ser medida como la habilidad de generar flujos de caja futuros.

Fonou-Dombeu et al. (2022) anotan que, dependiendo de la firma, dicha calidad de las ganancias podría ser alta o baja. Una alta calidad de las ganancias se caracteriza por proveer una medida precisa de la operación de la firma, es sostenible, permite predecir ganancias futuras de manera confiable, no son manipuladas y ofrecen información útil a los *stakeholders*, Francis et al. (2008). Por otro lado, una baja calidad de las ganancias aumenta el riesgo de información y lleva a una asignación ineficiente de recursos. La baja calidad de las ganancias se origina por la administración de estas, errores en las reglas contables y por asimetría de información entre los usuarios, Barth, Landsman et al. (2008) y Dechow et al. (2010).

La calidad de las ganancias es un concepto multidimensional, el cual puede ser capturado por diferentes *proxies* como calidad de las provisiones, conservatismo, oportunidad, valor de relevancia, y previsibilidad, suavidad y persistencia de las ganancias. Por lo anterior, algunos autores como Licerán-Gutiérrez y Cano-Rodríguez (2017) y Dechow

et al. (2010) recomiendan utilizar varias de estas medidas dado que cada estándar de la calidad de las ganancias refleja un aspecto particular de las ganancias reportadas por la organización. Por ejemplo, la persistencia de las ganancias está asociada a la sostenibilidad de estas, a la propensión que puedan repetirse en el futuro (Francis et al., 2004).

Por tanto, este atributo le ayuda a los inversores a evaluar el desempeño futuro de las compañías (Kordestani et al., 2016). Luego, la persistencia de las ganancias es una característica deseable para los inversores, en la medida que muestra la intención de la firma por mantener su actividad a lo largo del tiempo (Penman y Zhang, 2002). Los inversionistas perciben las ganancias menos persistentes, las cuales tienen una naturaleza transitoria, como menos interesantes. Pues no son tan útiles para la toma de decisiones y no reflejan con exactitud las valuaciones del capital, Dechow et al. (2010).

Es importante resaltar que la persistencia de las ganancias, no debe ser el resultado de prácticas de administración y/o manipulación de ganancias, ya que de esta manera el pronóstico de ganancias futuras no sería preciso, Aguguom et al. (2019).

4.2.4 Actividades de sostenibilidad y calidad de las ganancias

Existen resultados opuestos al estudiar la relación entre calidad de las ganancias y sostenibilidad, es decir que no existe consenso al respecto.

4.2.4.1 Hipótesis de largo plazo: relación positiva (+) sostenibilidad y calidad de las ganancias

4.2.4.1.1. La teoría de los grupos de interés o de los stakeholders

Tradicionalmente, esta teoría sugiere que para la gerencia puede ser importante involucrar los grupos de interés para reforzar la legitimidad social percibida de la organización, aumentar el grado de involucramiento de la junta directiva y mantener a la alta gerencia en un nivel más alto de desempeño (Prior et al., 2008).

4.2.4.1.2. La teoría instrumental

Para esta rama, la revelación de información reduce las asimetrías de información entre la organización y sus grupos de interés. De acuerdo con la teoría instrumental, las firmas se motivan a participar en actividades que beneficien la comunidad y sacan provecho de estas actividades para aumentar las utilidades y maximizar su valor para los accionistas. En particular, los reportes ambientales y sociales generalmente han sido percibidos como un instrumento preventivo para mitigar futuras presiones gubernamentales (Gargouri et al., 2020; Hong y Andersen, 2011).

4.2.4.1.3. La teoría institucional del stakeholder

Esta teoría también sugiere que una baja calidad de las ganancias es considerada un costo de agencia ya que la gerencia persigue su propio interés alterando reportes contables que no reflejan la verdadera situación financiera de la organización (Shapiro, 2005). Por otro lado, varios investigadores han encontrado que las empresas utilizan la sostenibilidad para reducir los conflictos de interés entre la gerencia y los grupos de interés (Scherer et al., 2006; Harjoto y Jo, 2011). Luego, la sostenibilidad puede mitigar los problemas de agencia, especialmente problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Como consecuencia, la sostenibilidad puede reducir los incentivos para deteriorar la calidad de las ganancias (Scholtens y Kang, 2013).

4.2.4.2 Teoría de costos de agencia: relación negativa (-) sostenibilidad y calidad de las ganancias

El estudio de la relación inversa o negativa, entre la calidad de las ganancias y la sostenibilidad, se puede clasificar entre las siguientes teorías: la hipótesis del oportunismo gerencial, la teoría de legitimidad, la teoría de señalización. A continuación, se explica cada una de ellas.

4.2.4.2.1 La hipótesis del oportunismo gerencial

Las empresas que son socialmente más responsables pudieran estar más involucradas en distorsionar la calidad de la contabilidad, que las empresas que son menos socialmente responsables. Por ejemplo, Petrovits (2006) muestra que el *timing* de las donaciones que realizan las empresas a fundaciones, muchas veces se convierte en un mecanismo para administrar las ganancias y alcanzar la utilidad meta que se tiene propuesta.

Cuando la gerencia persigue su propio beneficio, desinformando a otros sobre la verdadera situación financiera de la empresa, la gerencia podría buscar la complicidad de diferentes grupos de interés para que convaliden estas malas prácticas contables. Algunos *stakeholders* pueden verse atraídos por ofertas que satisfagan sus intereses particulares que apuntan a mejorar la sostenibilidad de la empresa. Por tanto, es de esperar que gerentes con incentivos de alterar la calidad de las ganancias sean muy proactivos al momento de impulsar su exposición pública por medio de actividades de sostenibilidad. En contraste, firmas con alta calidad de las ganancias tienen pocos incentivos para buscar exposición pública promoviendo actividades de responsabilidad social (Prior et al., 2008). Luego, la teoría de los costos de agencia justificaría una asociación negativa entre sostenibilidad y calidad de las ganancias. Así, como una perspectiva alterna (la hipótesis del oportunismo gerencial), los gerentes pueden utilizar las prácticas de sostenibilidad como incentivos oportunistas para encubrir malas prácticas (Meckling y Jensen, 1976).

4.2.4.2.2 Teoría de legitimidad

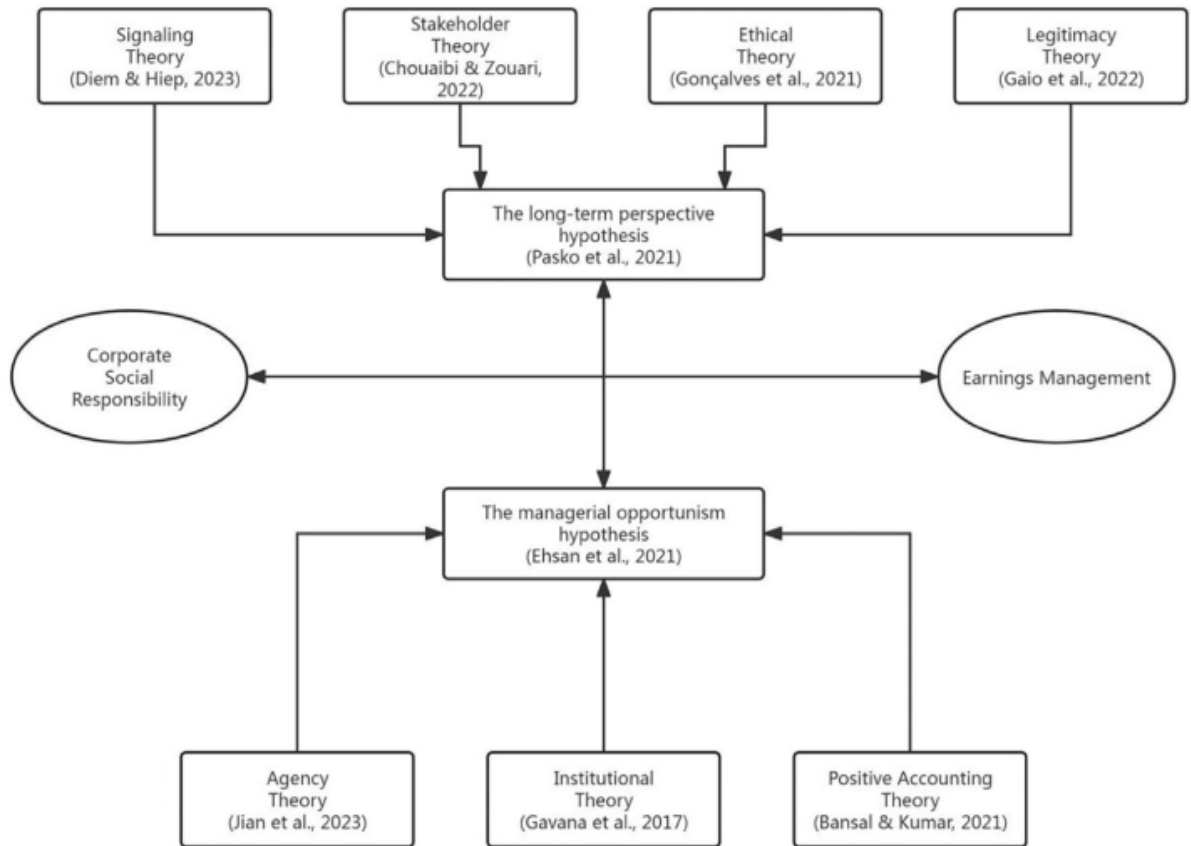
La divulgación de informes sociales y ambientales es uno de los instrumentos que tiene la gerencia para obtener cobertura favorable de los medios, legitimidad de la comunidad, regulación favorable y revisiones menos exhaustivas por parte de inversores y grupos de interés. En suma, la gerencia cree que, mostrando preocupación por temas sociales

y ambientales, disminuirá la probabilidad que su calidad de las ganancias sea examinada por los grupos de interés. (Ruf et al., 2001; Prior et al., 2008).

4.2.4.2.3 Teoría de señalización

Un buen desempeño social y ambiental contribuye a que la organización gane reputación por la confianza generada en los mercados de capital y de deuda. Dentro del mismo marco de referencia, se destaca la importancia de la teoría de señalización en la determinación de la calidad de las ganancias. Una baja calidad de las ganancias actual trae ciertos riesgos de cara a las perspectivas de futuro de la compañía. En caso de que se detecte que parte de la calidad de las ganancias se origina por algún tipo de manipulación contable, se podrán tomar medidas disciplinarias contra la gerencia. Desde el punto de vista de la gerencia, la divulgación social y ambiental constituye una señal que mantiene alerta a los *stakeholders* sobre las dudas que puede provocar la gerencia (Mahjoub y Khamoussi, 2013). A continuación, la figura 6 recapitula las teorías de las secciones anteriores.

Figura 6: “The theories’ framework”



Fuente: Deng, Ong and Senik, 2024, p. 4373.

Con este trabajo se busca comprender si la divulgación ambiental y social está asociada con la persistencia de las ganancias (como *proxy* de la calidad de las ganancias). Entonces, esperamos que las empresas que comunican más información sobre los efectos de sus actividades ambientales y comunitarias experimenten un crecimiento más estable de sus utilidades y una menor volatilidad. Y, por consiguiente, presenten una calidad de las ganancias más deseable que otras compañías. A partir de lo anterior, se plantea la siguiente hipótesis:

H1: El mayor desempeño de sostenibilidad aumenta la calidad de las ganancias en las empresas latinoamericanas.

4.2.5 *El rol moderador de los factores institucionales*

Para Hail et al. (2010), la calidad de las cifras reflejadas en los estados financieros difiere debido a que los incentivos para elaborar los informes cambian de manera sistemática entre firmas, sectores económicos, mercados accionarios (fuerzas del mercado de capital), regiones políticas y países (instituciones legales). Las instituciones de un país incluyen las organizaciones públicas y privadas creadas por el hombre y las convenciones que le dan forma al comportamiento económico. Estas instituciones comprenden el sistema legal, bancario, fiscal, las agencias regulatorias, los gremios industriales, las redes de profesionales, etc.

Cabe anotar que entre quienes consultan dichos estados financieros para tomar decisiones, se encuentran los inversionistas de los mercados de capitales. Por tanto, es razonable esperar, que la calidad de la información financiera reportada en los informes evolucione positivamente de la mano de factores institucionales. De acuerdo con La Porta *et al.* (1998), con mayores derechos para los grupos de interés, entre ellos los accionistas, promovidos por una mayor calidad regulatoria del país, la gerencia de la firma tendrá más dificultades para alterar la información contable.

Si bien la economía y la política le dan forma a la contabilidad, para Ball (2006) estas fuerzas son propias de cada país, y es de esperar que, en el futuro, así lo sigan siendo. Para Ball, Robin, y Wu (2003), las presiones políticas y económicas pueden reducir las variaciones de los estándares contables entre países. La práctica de elaborar reportes financieros, bajo un conjunto de estándares dados, es sensible a los incentivos de los gerentes y auditores responsables de la elaboración de los estados financieros. Estos incentivos dependen de la interacción entre las fuerzas de mercado y políticas del país. Las fuerzas políticas incluyen el grado de involucramiento de los gobiernos al regular estándares

contables, impuestos, e incentivos políticos para reducir la volatilidad de los resultados reportados.

Las intervenciones regulatorias (acciones de cumplimiento), como resultado de una alta calidad regulatoria gubernamental, complementan la disciplina del mercado promoviendo el cumplimiento normativo. Estas variables institucionales pueden condicionar el entorno informativo debido a las diferencias entre los países de: sus sistemas legales, sus coberturas de medios de comunicación, sus cumplimientos tributarios y sus economías políticas, (Gul, 2006). Justamente Kanagaretnam et al. (2014) encuentran que la calidad de las ganancias es mayor en países con más fuertes estructuras institucionales legales, extralegales y políticas. También lo confirman Leuz et al. (2003), al encontrar que la alteración de la información contable ocurre con menos frecuencia en países en los que los inversionistas gozan de más protección por una mayor calidad regulatoria.

Generalmente, compañías con débil gobierno corporativo tienen más problemas de agencia y pueden tener mayores costos como consecuencias de estos problemas. Por ejemplo, una baja calidad de las ganancias es considerada un costo de agencia ya que la gerencia persigue su propio interés alterando reportes contables. Los trabajos empíricos de Kapler y Love (2004) muestran que un mejor sistema corporativo está asociado a una mejor valoración de mercado como resultado, entre otros, de una contabilidad que refleje la verdadera situación financiera de la empresa.

Existen cuatro sistemas de gobierno corporativo: anglosajón, germánico, asiático y latín. Este último se caracteriza por una visión institucional de la compañía, un rol muy importante del gobierno, de las instituciones financieras y de los grupos familiares, debido a la alta concentración de la propiedad. Por otra parte, la importancia de los mercados de capital tiende a ser menor en comparación frente a los otros sistemas (Martínez-Ferrero et

al., 2016). Si bien, cada país pertenece a uno de estos sistemas, las empresas pertenecientes a un país presentan variabilidad en el desarrollo de sus propios gobiernos corporativos.

El estudio de Kang et al., (2012) sugiere que las firmas provenientes de un débil entorno de protección al inversor tienen un mayor incentivo para enviar señales de que, de manera voluntaria, optan por mejorar la calidad de la información financiera reportada, concretamente la persistencia de las ganancias.

H2: El nivel de calidad regulatoria del país modera la influencia de la sostenibilidad sobre la calidad de las ganancias en las empresas latinoamericanas.

4.3 Metodología

4.3.1 Datos

Para desarrollar estas hipótesis, se elaboró un panel de datos con 390 empresas que cotizan en los siguientes mercados de capitales latinoamericanos: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú. Estos mercados son los que cuentan con mayor volumen bursátil en la región. Se selecciona un período de estudio con una cantidad importante de años (12), el cual comprende desde el 2012 hasta el 2023. Para la fecha de inicio de este período (2012) todos los países (excepto Colombia) ya habían terminado la fase obligatoria de la implementación de las NIIF. En total, el panel de datos cuenta 2782 observaciones empresa-año. Esta información se obtuvo del proveedor global de infraestructura y datos de mercados financieros con sede en Londres, conocido como *London Stock Exchange Group* (LSEG).

4.3.2 Variables

Las variables utilizadas están resumidas a continuación en la tabla 14.

Tabla # 14: Variables utilizadas

Variable	Cálculo	Sigla
Empresa	Consecutivo asignado a cada empresa	EMPRESA
Año	Periodo de la observación	AÑO
Ganancias t+1	Ganancias año siguiente (variable dependiente)	EBTt+1
+ Ganancias t	Ganancias año actual	EBTt
? Sostenibilidad	ESG score (modelo 1) y Governance Pillar Score (modelo 2)	ESG
+ Interacción EBTt y ESG	Interacción entre las actuales ganancias y las prácticas ESG	EBTt * ESG
+ Interacción ESG y Regulación	Interacción entre las prácticas ESG y la calidad regulatoria	ESG * Regulation
? Interacción EBTt y Regulación	Interacción entre las actuales ganancias y la calidad regulatoria	EBTt * Regulation
+ Interacción EBTt, ESG y Regulación	Rol moderador sobre este efecto de la variable institucional	EBTt * ESG * Regulation
LnSales	Logaritmo natural de las ventas de la empresa	LnSales
Tamaño	Logaritmo natural del total de activos de la empresa	LnAssets
LnMarketCap	Logaritmo natural de la capitalización de mercado	LnMarketCap
Regulación	Estimación de gobernanza (modelo 1) y rango percentil (modelo 2)	Regulation

Fuente: Autor

La variable dependiente corresponde a las Ganancias del año siguiente. Mientras que la primera de las variables independientes corresponde a las Ganancias del año actual. También está la variable de sostenibilidad, la cual para el modelo 1, se mide a través del *ESG Score*, mientras que para el modelo 2, se mide por medio del *Governance Pillar Score*.

Para Busenitz et al. (2000), la dimensión reglamentaria consiste en leyes, regulaciones y políticas gubernamentales que provea soporte a los negocios. En este trabajo, la variable que se utiliza para medir la calidad regulatoria es la del proyecto *The Worldwide Governance Indicators* de Kaufmann et al. (2010). Este proyecto calcula anualmente desde 1996 para 200 países y territorios, seis dimensiones de gobernanza, siendo una de ellas la calidad regulatoria. Esta refleja las percepciones sobre la habilidad de los gobiernos de formular e implementar políticas y regulaciones que permitan y promuevan el desarrollo del sector privado. Esta dimensión en particular, para el modelo 1 corresponde a la estimación de gobernanza, la cual oscila entre un rango que va desde aproximadamente -2.5 (débil) hasta 2.5 (fuerte). Por su parte, para el modelo 2 se mide por el rango percentil entre todos los países que va desde 0 (mínimo) hasta 100 (máximo).

También, como variables independientes están contempladas las respectivas interacciones con las variables hasta aquí mencionadas. Adicionalmente, se incorporan al modelo como variables de control el logaritmo natural de las ventas, de los activos y de la capitalización de mercado.

El tamaño se relaciona con el tamaño de la firma y se mide a través del logaritmo natural del total de activos de la empresa. Algunos autores como Gallo y Christensen (2011), sostienen que de las grandes firmas se espera un mayor desempeño en sostenibilidad. O bien, debido a que las corporaciones con mayor capitalización de mercado invierten menos en sostenibilidad porque prefieren destinar sus recursos a proyectos que ofrezcan mayores rentabilidades.

Sin embargo, la relación entre tamaño de la empresa y la alteración de la información contable no es clara de antemano. Por ejemplo, algunos autores como Dechow y Dichev (2002), muestran que empresas grandes, tienden a tener unas ganancias más estables y predecibles. Y, por lo tanto, según Kim y Yi (2006), estas grandes empresas tienden a tener menos espacio para reportar provisiones discretionales. Luego, las empresas más grandes parecen tener un incentivo para involucrarse en una mayor discrecionalidad contable de las ganancias.

En contraste, las grandes corporaciones, por su tamaño son las que tienen mayor atención puesta por parte de los analistas al momento de divulgar sus informes financieros. Lo anterior, según Lee y Choi (2002) y Chih et al. (2008), dificulta que las grandes empresas puedan manipular la información contable. Ante esta aparente contradicción en la asociación entre tamaño de la empresa y gestión de las ganancias, la relación final tendrá que decidirse sobre la base de los datos.

4.3.3 Enfoque metodológico

Como *proxy* de la calidad de las ganancias, se utiliza la persistencia de las ganancias debido a que esta variable depende tanto del desempeño fundamental de la firma como al sistema de medición contable. Adicionalmente, empresas que tienen históricamente ganancias más persistentes, es más probable que las puedan sostener a lo largo del tiempo. Esto hace que esta variable sea muy útil en modelos de valoración. De acuerdo con Kanagaretnam et al. (2014), entre otros, el cálculo de la persistencia de las ganancias corresponde al beta que se obtiene de la regresión entre la actual utilidad (neta antes de impuestos) con la utilidad futura. A través de la siguiente ecuación (1) se busca estudiar el efecto de las prácticas de sostenibilidad sobre la medida de calidad de las ganancias:

$$EBT_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EBT_{it} + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 EBT_{it} * ESG_{it} + \beta_4 LnSales_{it} + \beta_5 LnAssets_{it} + \beta_6 LnMarketCap_{it} + \beta_7 Regulation_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Cabe anotar que para evitar problemas de endogeneidad o de causalidad inversa, por ejemplo, con la sostenibilidad, la variable dependiente no es contemporánea con las variables independientes del modelo. Es decir que las variables explicativas se encuentran rezagadas de un período. Por otro lado, para Bathala y Rao (1995), a parte de las juntas directivas y del gobierno corporativo, el entorno legal e institucional puede ser también un instrumento de monitoreo que permite reducir el problema de agencia y armonizar las relaciones entre los inversionistas y la gerencia. Por tanto, es importante aislar en la anterior relación, el efecto de la regulación, para analizar los roles complementarios. La ecuación 2 que se describe a continuación contribuye a este propósito:

$$EBT_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EBT_{it} + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 EBT_{it} * ESG_{it} + \beta_4 ESG_{it} * Regulation_{it} + \beta_5 EBT_{it} * Regulation_{it} + \beta_6 EBT_{it} * ESG_{it} * Regulation_{it} +$$

$$\beta_7 \text{LnSales}_{it} + \beta_8 \text{LnAssets}_{it} + \beta_9 \text{LnMarketCap}_{it} + \beta_{10} \text{Regulation}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(2)

Para el panel de datos se decide utilizar una regresión por efectos fijos. Esta decisión parte de considerar que cada una de las empresas que componen la muestra se estudia para un período de tiempo de seis años, en tal sentido, la regresión por efectos fijos anula los errores estocásticos asociados a la repetición de las condiciones propias de cada empresa en diferentes periodos de tiempo. En otras palabras, el supuesto en un modelo de efectos aleatorios es que las características específicas de la empresa no están correlacionadas, por ejemplo, con la persistencia de las ganancias. Mientras que el supuesto en un modelo de efectos fijos es que las características específicas de la empresa están correlacionadas con la persistencia de las ganancias. Esto último describe mejor las empresas de este estudio, pues sus características, como la de pertenecer a un sector económico, se correlacionan con la calidad de su contabilidad. Para este ejemplo, la causa pudiera ser porque hay sectores económicos más regulados que otros. Por tanto, a mayor regulación del sector, mayor la calidad contable de las firmas que pertenecen ese sector.

A continuación, se relacionan las hipótesis que este trabajo busca desarrollar.

H1: El mayor desempeño de sostenibilidad aumenta la calidad de las ganancias en las empresas latinoamericanas

H2: El nivel de calidad regulatoria del país modera la influencia de la sostenibilidad sobre la calidad de las ganancias en las empresas latinoamericanas

4.4 Resultados

4.4.1 Descripción de la muestra

Para desarrollar estas hipótesis, se elaboró un panel de datos con 390 empresas que cotizan en los siguientes mercados de capitales latinoamericanos: Argentina, Brasil,

Colombia, Chile, México y Perú. Estos mercados son los que cuentan con mayor volumen bursátil en la región. Se selecciona un período de estudio con una cantidad importante de años (12), el cual comprende desde el 2012 hasta el 2023. Para la fecha de inicio de este período (2012) todos los países (excepto Colombia) ya habían terminado la implementación de las NIIF. En total, el panel de datos cuenta 2782 observaciones empresa-año. Esta información se obtuvo del proveedor global de infraestructura y datos de mercados financieros con sede en Londres, conocido como *London Stock Exchange Group* (LSEG).

La tabla 15 de estadísticas descriptivas muestra que, además de la puntuación global de *ESG* con una media de 46,82, la dimensión de *ESG* analizada por separado es la gobernanza a través de la puntuación del pilar de gobernanza con un promedio de 49,42. Observe que los países de este estudio (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) tienen un percentil promedio de calidad regulatoria de 55,87, el cual está ligeramente por encima del promedio de toda la región de América Latina y el Caribe, que es de 47,3 (Handoyo 2023, p.7). Además, en esta medida de calidad regulatoria, el grupo de países de este estudio tiene una desviación estándar más baja (15,38) que la de la región de América Latina y el Caribe (21,6). Esto podría ser el reflejo de una muestra homogénea debido a la selección de países de la región con los mercados bursátiles más desarrollados.

Tabla # 15: Estadísticas descriptivas

Variable		Media	Desv. Est	Min	Max
ESG score	General	46,82	22,12	0,61	93,36
	Entre		19,15	1,58	87,64
	Dentro		11,5	-0,33	90,3
Governance Pillar Score	General	49,42	23,08	0,06	96,490
	Entre		20,21	2,14	91,670
	Dentro		12,02	-0,99	97,44
Regulación - estimado	General	0,15	0,51	-1,07	1,54
	Entre		0,48	-0,62	1,25
	Dentro		0,18	-0,31	0,56
Regulación - rango percentil	General	55,87	15,38	14,42	92,42
	Entre		14,17	30,12	86,48
	Dentro		5,98	40,16	71,45
LnAssets	General	20,02	2,47	6,18	26,98
	Entre		2,47	9,52	26,76
	Dentro		0,5	13,41	30,96
LnMarketCap	General	19,24	2,48	5,13	33,22
	Entre		2,44	8,41	26,08
	Dentro		0,73	10,07	29,69
LnSales	General	19,2	2,4	3,3	25,64
	Entre		2,52	7,17	25,29
	Dentro		0,61	9,36	24,45

Fuente: Autor

La evolución de la sostenibilidad a lo largo del tiempo por país se muestra en la tabla 16 (puntuación ESG) y la tabla 17 (puntuación del pilar de gobernanza). Las empresas brasileñas son las que desde más temprano tuvieron una puntuación *ESG* más alta (52,56) y una puntuación más alta en el pilar de gobernanza (52,23). A lo largo del período de estudio, las empresas brasileñas mantuvieron niveles de sostenibilidad similares. Las empresas de países como Chile, Colombia y Perú comenzaron el período de estudio con niveles de sostenibilidad mucho más bajos que los de las empresas brasileñas, pero terminaron con niveles similares. Colombia y Chile incluso terminaron con puntuaciones *ESG* más altas (59,85 y 56,58

respectivamente), y Colombia terminó con un nivel más alto en la puntuación del pilar de gobernanza (54,19).

Tabla # 16: ESG score

	Argentina		Brazil		Chile		Colombia		Mexico		Peru	
	Media	Desv.st	Media	Desv.st	Media	Desv.st	Media	Desv.st	Media	Desv.st	Media	Desv.st
2011			52,56	17,77	32,43	18,57	37,35	21,75	38,34	22,62	32,92	1,75
2012			50,66	18,76	33,64	18,13	40,88	21,48	40,56	26,18	38,95	9,31
2013			51,85	19,25	35,62	19,19	40,45	21,93	43,05	26,29	33,05	14,81
2014			50,02	19,58	38,26	20,37	40,2	20,87	42,12	24,32	32,09	13,11
2015	49,44	12,25	49,95	20,7	39,18	22,24	44,84	20,05	42,37	25,14	28,69	11,02
2016	25,61	20,13	50,29	20,82	42,28	19,66	53,35	16,34	44,14	25,08	29,37	18,09
2017	27,4	20,37	51,47	20,54	40,57	23,87	51,53	19,64	43,35	25,1	27,37	17,82
2018	35,02	22,11	52,28	20,86	43,55	25,55	53,09	17,54	45,05	24,19	30,11	20,45
2019	37,76	19,99	52,37	21,74	46,79	25	53,89	14,79	48,4	22,11	35,78	21,41
2020	38,8	19,97	48,34	23,18	48,55	25,14	57,39	14,71	49,49	21,89	43,14	21,58
2021	40,62	21,91	49,89	22,17	51,38	23,99	57,44	15,67	47,73	21,45	47,57	19,76
2022	41,09	20,88	51,2	21,11	53,64	23,94	58,3	14,18	48,17	20,8	51,16	20,21
2023	41	20,77	51,93	20,1	56,58	21,72	59,85	14,92	49,28	22,5	51,55	21

Fuente: Autor

Tabla # 17: Governance Pillar score

	Argentina		Brazil		Chile		Colombia		Mexico		Peru	
	Media	Desv.st	Media	Desv.st	Media	Desv.st	Media	Desv.st	Media	Desv.st	Media	Desv.st
2011			52,23	21,26	46,58	21,9	46,89	26,66	45,33	23,08	46,67	11,79
2012			51,58	22,61	47,85	21,46	48,21	28,04	46,68	24,57	62,22	11
2013			50,27	22,3	48,06	24,43	50,87	25,72	49,59	24,16	50	22,55
2014			51,05	21,59	49,72	21,64	49,62	26,31	49,62	22,01	47,78	19,75
2015	60,56	25,93	50,2	22,22	48,53	23,63	50,19	27,32	49,17	21,38	49,26	20,65
2016	44,31	25,02	51,07	21,83	47,61	23,61	51,61	26,41	48,12	22,81	48,46	22,59
2017	43,65	24,95	50,19	21,86	48,89	26,54	48,88	26,19	47,38	23,45	47,02	26,75
2018	48,1	26,44	52,53	20,83	50,4	25,21	52,73	22,27	48,16	24,21	46,58	24,87
2019	47,76	23,4	53,12	22,49	49,11	23,23	49,08	24,32	48,23	23,52	46,84	25,91
2020	48,81	23,1	48,13	25,42	48,53	23,25	51,48	23,75	47,52	22,39	50,35	24,27
2021	49,85	24,89	50,72	23,25	47,94	23,37	51,06	21,11	46,73	22,32	49,33	22,67
2022	49,27	23,28	49,4	23,82	49,48	23,61	54,31	22,72	48,8	21,55	49,95	23,85
2023	49,03	22,87	49,49	23,79	49,66	22,34	54,19	22,82	49,62	22,66	48,46	23,31

Fuente: Autor

En términos de la calidad regulatoria de los países, la tabla 18 refleja la evolución de dos medidas de indicadores de gobernanza mundial: la estimación de

gobernanza (Estimado) y el percentil entre todos los países (Ranking). La capacidad del gobierno para formular e implementar políticas y regulaciones adecuadas que permitan y fomenten el desarrollo del sector privado se percibe de manera diferente en los países estudiados. A lo largo del período de estudio, se percibe la calidad regulatoria más baja en Argentina, tanto en la estimación como en las medidas de rango percentil (-0,48 y 35,38 respectivamente durante 2023). En el lado opuesto está Chile como el país con la mayor percepción de calidad regulatoria. Esto ocurre a pesar de que sus dos medidas, estimación / rango percentil, se han deteriorado sistemáticamente durante el período del estudio, pasando de 1,44 / 91,47 (2011) a 0,93 / 76,89 (2023) respectivamente. En general, el proceso de deterioro en la percepción de la calidad regulatoria durante el período de estudio es una tendencia que todos los países de la muestra están experimentando.

Tabla # 18: Regulación

	Argentina		Brazil		Chile		Colombia		Mexico		Peru	
	Estim.	Rank	Estim.	Rank	Estim.	Rank	Estim.	Rank	Estim.	Rank	Estim.	Rank
2011	-0,7	26,54	0,26	59,72	1,44	91,47	0,28	60,19	0,18	56,4	0,4	63,98
2012	-0,9	21,8	0,17	56,87	1,54	92,42	0,33	61,61	0,42	64,93	0,44	65,4
2013	-0,93	19,91	0,15	56,4	1,48	91,94	0,34	63,03	0,42	65,4	0,41	64,93
2014	-1,07	14,42	-0,03	50,96	1,48	91,83	0,44	66,83	0,36	65,38	0,47	67,31
2015	-0,9	19,52	-0,18	47,14	1,32	89,05	0,41	66,19	0,28	63,81	0,44	66,67
2016	-0,35	40,48	-0,19	46,67	1,36	90	0,34	65,71	0,2	61,9	0,47	67,62
2017	-0,2	43,81	-0,13	47,62	1,33	89,05	0,26	63,81	0,18	61,43	0,35	66,19
2018	-0,2	45,71	-0,29	40,48	1,3	88,1	0,22	62,38	0,08	58,57	0,44	68,1
2019	-0,45	34,76	-0,12	49,05	1,16	83,33	0,32	63,81	0,01	55,71	0,52	69,52
2020	-0,5	33,33	-0,11	47,62	0,95	80,48	0,23	59,05	-0,01	50,95	0,47	67,14
2021	-0,63	30	-0,12	47,14	0,94	78,57	0,2	60	-0,25	44,29	0,06	55,24
2022	-0,7	25,94	-0,22	43,87	0,98	81,13	0,14	56,6	-0,15	46,7	0,21	59,91
2023	-0,48	35,38	-0,3	40,09	0,93	76,89	0,1	54,25	-0,17	46,23	0,29	60,38

Fuente: Autor

Por último, a continuación, la tabla 19 muestra la matriz de correlaciones de las variables de este estudio. Se destaca la alta correlación entre las dos medidas de

percepción de la calidad regulatoria y en menor medida entre las dos medidas de sostenibilidad. También es de resaltar la baja correlación entre la sostenibilidad y las ganancias.

Tabla # 19: Matriz de correlaciones

	ESG	Govern.	Regul Est	Regul Rango	LnAssets	LnMktCap	LnSales	EBTt
ESG	1							
Govern.	0,7005	1						
Regul Est	-0,0308	0,0017	1					
Regul Rango	-0,0268	0,0018	0,9901	1				
LnAssets	0,4381	0,2305	0,2148	0,2291	1			
LnMktCap	0,3245	0,1667	0,1733	0,1904	0,626	1		
LnSales	0,4322	0,2223	0,1368	0,1465	0,8009	0,6316	1	
EBTt	0,0131	-0,0115	-0,0034	0,0004	0,0101	0,1927	0,0903	1

Fuente: Autor

4.4.2 Resultados del modelo

A continuación, la tabla 20 analiza la función de las prácticas de sostenibilidad sobre la persistencia de las ganancias a través de la regresión de las ganancias futuras (EBT_{t+1}) como función de las ganancias actuales (EBT_t).

Tabla # 20: Sostenibilidad y calidad de las ganancias

	Modelo 1	Modelo 2
Variables		
Dependiente: Earnings persistence (EBT_{t+1})		
Independientes		
+ EBT_t	0,2889** (0,0932)	0,3163* (0,1154)
? ESG	-0,0049 (0,0002)	-0,0001 (0,0002)
+ $EBT_t * ESG$	-0,006** (0,0019)	-0,0046* (0,0018)
LnSales	0,4919** (0,0167)	0,0481** (0,0171)
LnAssets	-0,0745*** (0,0221)	-0,0773*** (0,0224)
LnMarketCap	0,0178*** (0,0048)	0,0175*** (0,0050)
Regulation	-0,0436 (0,0242)	-0,0265 (0,0262)
INTERCEPTO	0,2966 (0,5470)	0,3663 (0,5611)
Número observaciones	2782	2782
Número grupos	390	390
R2 - Dentro	0,0596	0,0512
R2 - Entre	0,0526	0,0698
R2 - General	0,0442	0,0480

La tabla muestra la estimación de efectos fijos sobre (EBT_{t+1})

Paréntesis corresponden al error estándar Robusto. * $p < 0.05$,

** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Fuente: Autor

Se encuentra, así como se esperaba, que las actuales ganancias tienen un efecto positivo y estadísticamente significativo al 1% en las futuras ganancias, tal y como lo concluyeron Kanagaretnam et al. (2014). Ahora bien, para saber si este impacto es mayor en firmas con más prácticas de sostenibilidad, se crea la interacción entre las actuales ganancias y las prácticas de sostenibilidad. Se esperaba un beta positivo para esta interacción ($EBT_t * ESG$). Sin embargo, se halla un coeficiente negativo, lo que estaría señalando una

menor persistencia de las ganancias en las empresas que desarrollan prácticas de sostenibilidad. Los resultados son consistentes, para el modelo 1, en el que para medir las prácticas de sostenibilidad se utiliza como variable *proxy* el *ESG Score global*. Como también lo son para el modelo 2, en donde el desempeño de sostenibilidad se mide con la variable *proxy* del *Governance Pillar Score*.

Con relación al rol moderador de las variables institucionales, a continuación, la tabla 21 refleja el impacto positivo que la regulación tiene sobre la calidad de las ganancias.

Tabla # 21: Efecto moderador de la regulación

	Modelo 1	Modelo 2
Variables		
Dependiente: Earnings persistence (EBT_{t+1})		
Independientes		
+ EBT_t	0,2184** (0,0842)	0,2662** (0,0973)
? ESG	-0,0007* (0,0003)	-0,0002 (0,0002)
+ $EBT_t * ESG$	-0,0046** (0,0016)	-0,0039* (0,0018)
+ $ESG * Regulation$	0,0013 (0,0009)	0,0006* (0,0003)
? $EBT_t * Regulation$	1,2583 (1,2032)	0,4487 (0,2323)
+ $EBT_t * ESG * Regulation$	-0,0108 (0,0214)	-0,003 (0,0031)
LnSales	0,0508*** (0,0145)	0,0495** (0,0163)
LnAssets	-0,0686** (0,0245)	-0,0754*** (0,0223)
LnMarketCap	0,0213*** (0,0056)	0,0184*** (0,0047)
? Regulation	-1,2596* (0,0508)	-0,0696* (0,0305)
INTERCEPTO	0,0693 (0,5877)	0,2829 (0,5293)
Número observaciones	2782	2782
Número grupos	390	390
R2 - Dentro	0,1409	0,0586
R2 - Entre	0,0224	0,0643
R2 - General	0,0922	0,0521

La tabla muestra la estimación de efectos fijos sobre (EBT_{t+1})

Paréntesis corresponden al error estándar Robusto. * $p < 0.05$,

** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Fuente: Autor

El modelo 2 constituye una prueba adicional para comprobar la solidez de los resultados. Esto está relacionado con cambios en las principales variables explicativas. Con respecto al papel moderador de la dimensión regulatoria, los resultados son consistentes para

el modelo 1, en el que se utiliza la puntuación *ESG* global como variable proxy para medir el desempeño en sostenibilidad. Los resultados son también consistentes para el modelo 2, en el que el desempeño en sostenibilidad se mide utilizando el puntaje del pilar de gobernanza como un indicador. Un puntaje *ESG* es un sistema de calificación utilizado para evaluar los esfuerzos de una empresa en los factores ambientales, sociales y de gobernanza. El sistema de puntuación *ESG* es una forma de cuantificar los números concretos de un factor tan subjetivo como el impacto en lo que respecta a la sostenibilidad, la gestión de riesgos y las implicaciones sociales. Mientras que la puntuación del pilar de gobernanza es una evaluación absoluta de la gobernanza general de una empresa que utiliza una escala universalmente aplicada de 0 a 10. Por otro lado, este último es un indicador orientado a la dimensión de gobernanza del puntaje *ESG*. Por tanto, utilizar en el modelo 2 una medida diferente de sostenibilidad al puntaje global *ESG* podría considerarse como una prueba de robustez.

Con respecto al papel moderador de la dimensión regulatoria (tabla 20), la relación también es inversa y estadísticamente significativa para el modelo 2, en el cual la variable de calidad regulatoria se mide por el percentil en comparación con todos los países, que va de 0 (mínimo) a 100 (máximo). Algunos de los estudios recientes (ej., Handoyo, 2023) que aplican indicadores de calidad regulatoria de la gobernanza a nivel mundial utilizan el rango percentil entre todos los países, y otros (ej., Mooneepen et al., 2022) utilizan la estimación de la gobernanza que varía aproximadamente de -2.5 (débil) a 2.5 (fuerte) en el desempeño de la gobernanza. Esta investigación quiere incorporar ambos indicadores de calidad regulatoria para comprobar la solidez de los resultados.

Además de lo que se ha descrito respecto a la calidad regulatoria actual del país, un mejor desempeño actual en sostenibilidad de la empresa también podría ser un factor que afecte el rendimiento del próximo año (EBT_{it+1}).

Sin embargo, cuando estas dos variables explicativas interactúan, el resultado de la interacción se opone al efecto negativo principal que tanto la calidad regulatoria como el desempeño en sostenibilidad tenían sobre las ganancias futuras. Con un nivel de significancia estadística del 95%, esta interacción es positiva para el modelo 2, en el cual la sostenibilidad se mide con el puntaje del pilar de gobernanza y la calidad regulatoria con el rango percentil entre todos los países, que varía de 0 (mínimo) a 100 (máximo). Parece que cuando la calidad regulatoria del país y el desempeño general de la gobernanza de una empresa mejoran, es probable que las ganancias futuras de la empresa también mejoren.

4.5 Discusión

Luego, la relación negativa que se encuentra entre sostenibilidad y persistencia de ganancias con el nivel de significancia estadística del 99%, refuerza más bien la teoría de los costos de agencia, en vez de la hipótesis de largo plazo. Es decir, que puede haber un interés por legitimar la empresa, señalando solamente sus buenas prácticas o puede haber cierto oportunismo por parte de la gerencia. En suma, es de esperar que gerentes con incentivos de alterar la calidad de las ganancias sean muy proactivos al momento de impulsar su exposición pública por medio de actividades de sostenibilidad. O bien, firmas con alta calidad de las ganancias tienen pocos incentivos para buscar exposición pública promoviendo actividades de responsabilidad social (Prior et al., 2008).

Por tanto, se rechaza la hipótesis alternativa (H1) la cual sugiere que las actividades de sostenibilidad de las firmas mejoran su persistencia de ganancias.

Sin embargo, contrario a lo esperado el $EBT_t * ESG$, tiene un efecto negativo sobre la persistencia de las ganancias, medido por las ganancias futuras (EBT_{t+1}). Lo anterior aplica tanto para el modelo 1 (sostenibilidad medida por el *ESG Score global*), como para el modelo 2 (sostenibilidad medida con el *Governance Pillar Score*). Ahora bien, se busca observar el rol moderador sobre este efecto de la variable institucional, calidad regulatoria. Para ello, se utiliza la variable interacción $EBT_t * ESG * Regulation$. Contrario a lo esperado, el coeficiente de esta variable es de signo negativo, señalando una menor persistencia de las ganancias para aquellas firmas que desarrollan prácticas sostenibles en países latinoamericanos con un entorno regulatorio mayor. Luego, no se puede confirmar la existencia de una relación complementaria entre calidad regulatoria y persistencia de ganancias. Posiblemente este efecto complementario, en el que las prácticas de sostenibilidad funcionan mejor, aplica para países desarrollados con mayor calidad regulatoria, los cuales no son objeto de este estudio. Anteriormente este efecto complementario se evidenció parcialmente por Prior et al. (2008). Cabe anotar que esta investigación contempla países con calidad regulatoria relativamente homogénea. Pues de los países latinoamericanos de este estudio, en cuanto a calidad regulatoria, Brasil (40), Colombia (54), México (46) y Perú (60), han estado ubicados en el segundo tercio del escalafón durante la mayor parte del período de estudio (2012-2023). Mientras que Chile (77) se encuentra en una mejor posición en el escalafón (primer tercio) y Argentina (35) en una peor posición (tercer o último tercio).

4.6 Implicaciones

En efecto, si un país no cuenta con una buena calidad regulatoria pudiera no estar promoviendo el desarrollo del sector privado, y, por consiguiente, pudiera no estar permitiendo el buen desempeño de las empresas que lo conforman. Esto puede explicar la

relación negativa que se encontró entre *Regulation* y desempeño (ganancias) del año siguiente (EBT_{t+1}).

4.7 Limitaciones y futuras investigaciones

Como futuras líneas de investigación se recomienda que el estudio no sólo incorpore las dimensiones institucionales regulatoria (calidad regulatoria del país) y normativa (prácticas *ESG* de la firma), sino también la dimensión cultural-cognitiva. De acuerdo con Markus y Zajonc (1985), las estructuras cognitivas afectan el comportamiento individual ya que moldean los programas cognitivos (esquemas, marcos) que la gente utiliza al seleccionar e interpretar información. Valdría la pena intentar estudiar esto a nivel del comportamiento de los gerentes de empresas con el fin de comprender mejor la relación con la hipótesis del oportunismo gerencial en Latinoamérica. De igual forma, se recomienda continuar con este tipo de estudios para la región, pues la mayoría de las empresas latinoamericanas se encuentran apenas incursionando en el mundo de las prácticas sostenibles.

4.8 Conclusiones

En este estudio se encuentra una menor calidad de las ganancias en las empresas que desarrollan prácticas de sostenibilidad. Luego, este hallazgo se enmarca en la teoría de los costos de agencia, la cual tiene las siguientes clasificaciones. En primer lugar, bajo la teoría de la legitimidad, la gerencia cree que, mostrando preocupación por temas sociales y ambientales, disminuirá la probabilidad que su calidad de las ganancias sea examinada por los grupos de interés. (Ruf et al., 2001; Prior et al., 2008). En segundo lugar, bajo la teoría de la señalización, desde el punto de vista de la gerencia, la divulgación social y ambiental constituye una señal que mantiene alerta a los *stakeholders* sobre las dudas que puede provocar la gerencia (Mahjoub y Khamoussi, 2013). Y, en tercer lugar, bajo la hipótesis del oportunismo gerencial, los gerentes pueden utilizar las prácticas de sostenibilidad como

incentivos oportunistas para encubrir malas prácticas (Meckling y Jensen, 1976). O bien, los gerentes de firmas con alta calidad de las ganancias tienen pocos incentivos para buscar exposición pública promoviendo actividades de responsabilidad social (Prior et al., 2008).

Pese a que, en este trabajo, el rol moderador de las variables institucionales refleja el impacto positivo que la regulación tiene sobre la calidad de las ganancias, el trabajo también señala una menor calidad de las ganancias para aquellas firmas que desarrollan prácticas sostenibles en países latinoamericanos con un entorno regulatorio mayor. Por tanto, no se puede confirmar la existencia de una relación complementaria entre calidad regulatoria y persistencia de ganancias. Posiblemente este efecto complementario, en el que las prácticas de sostenibilidad funcionan mejor, aplica para países desarrollados con mayor calidad regulatoria, los cuales no son objeto de este estudio. Pues, la calidad regulatoria de los países de este estudio se ubica principalmente en la parte media del escalafón. Justamente, si un país no cuenta con una buena calidad regulatoria pudiera no estar promoviendo el desarrollo del sector privado, y, por consiguiente, pudiera no estar permitiendo el buen desempeño de las empresas que lo conforman. Esto puede explicar la relación negativa que se encontró entre *Regulation* y desempeño (ganancias) del año siguiente (EBT_{t+1}).

Referencias

Aguguom, A. T., Dada, S. O., & Nwaobia, A. N. (2019). Earnings persistence and firm performance: Implications of Analysts' accurate forecast ability from the emerging market of Nigeria. *International Journal and Accounting Research*, 7(1), 17.

<https://doi.org/10.4172/2472-114X.1000197>

Ball, R., Robin, A., & Wu, J. S. (2003). Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of accounting and economics*, 36(1-3), 235-270. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.10.003>

Ball, R. (2006). International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. *University of Chicago*. <https://doi.org/10.1080/00014788.2006.9730040>

Bathala, C. T., & Rao, R. P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and decision economics*, 16(1), 59-69. <https://doi.org/10.1002/mde.4090160108>

Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of accounting research*, 46(3), 467-498. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>

Busenitz, L. W., Gomez, C., & Spencer, J. W. (2000). Country institutional profiles: Unlocking entrepreneurial phenomena. *Academy of Management journal*, 43(5), 994-1003. <https://doi.org/10.5465/1556423>

Bruton, G. D., & Ahlstrom, D. (2003). An institutional view of China's venture capital industry: Explaining the differences between China and the West. *Journal of business venturing*, 18(2), 233-259. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(02\)00079-4](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(02)00079-4)

Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 125-169. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2009.00210.x>

Chih, H. L., Shen, C. H., & Kang, F. C. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence. *Journal of business ethics*, 79, 179-198. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9383-7>

Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>

Elkington, J. (1997). The triple bottom line. *Environmental management: Readings and cases*, 2, 49-66.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review*, 79(4), 967-1010.

<https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.967>

Francis, J., Nanda, D., & Olsson, P. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of accounting research*, 46(1), 53-99.

<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x>

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

Gallo, P. J., & Christensen, L. J. (2011). Firm size matters: An empirical investigation of organizational size and ownership on sustainability-related behaviors. *Business & Society*, 50(2), 315-349. <https://doi.org/10.1177/0007650311398784>

García-Sánchez, I. M., & García-Meca, E. (2017). CSR engagement and earnings quality in banks. The moderating role of institutional factors. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(2), 145-158.

<https://doi.org/10.1002/csr.1405>

Gargouri, R. M., Shabou, R., & Francoeur, C. (2010). The relationship between corporate social performance and earnings management. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne Des Sciences De l'Administration*, 27(4), 320-

334. <https://doi.org/10.1002/cjas.178>

Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>

Gul, F. A. (2006). Auditors' response to political connections and cronyism in Malaysia. *Journal of accounting research*, 44(5), 931-963. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00220.x>

Hail, L., Leuz, C., & Wysocki, P. (2010). Global accounting convergence and the potential adoption of IFRS by the US (Part I): Conceptual underpinnings and economic analysis. *Accounting horizons*, 24(3), 355-394. <https://doi.org/10.2308/acch.2010.24.3.355>

Handoyo, S. (2023). Worldwide governance indicators: Cross country data set 2012–2022. *Data in Brief*, 51, 109814. <https://doi.org/10.1016/j.dib.2023.109814>

Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). Corporate governance and CSR nexus. *Journal of business ethics*, 100, 45-67. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0772-6>

Hofstede, G. (2001). Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions, and organizations across nations. *International Educational and Professional*.

Hong, Y., & Andersen, M. L. (2011). The relationship between corporate social responsibility and earnings management: An exploratory study. *Journal of Business Ethics*, 104, 461-471. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0921-y>

Kanagaretnam, K., Lim, C. Y., & Lobo, G. J. (2014). Effects of international institutional factors on earnings quality of banks. *Journal of Banking & Finance*, 39, 87-106. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.11.005>

Kang, T., Krishnan, G. V., Wolfe, M. C., & Yi, H. S. (2012). The impact of eliminating the 20-F reconciliation requirement for IFRS filers on earnings persistence and

information uncertainty. *Accounting Horizons*, 26(4), 741-765.

<https://doi.org/10.2308/acch-50250>

Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues. *World Bank policy research working paper*, (5430). <https://doi.org/10.1017/S1876404511200046>

Kim, J. B., & Yi, C. H. (2006). Ownership structure, business group affiliation, listing status, and earnings management: Evidence from Korea. *Contemporary accounting research*, 23(2), 427-464. <https://doi.org/10.1506/7T5B-72FV-MHJV-E697>

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703-728.

[https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)

Kordestani, G., Taqiporian, M., Biglari, V., & Minaei, V. (2016). Persistence of earnings and prediction of future cash flows: the role of timely recognition of bad news. *Business: Theory and Practice*, 17(4), 353-360.

Kostova, T. (1997, August). Country institutional profiles: Concept and measurement. In *Academy of management proceedings* (Vol. 1997, No. 1, pp. 180-184). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.

<https://doi.org/10.5465/ambpp.1997.4981338>

Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>

Lee, B. B., & Choi, B. (2002). Company size, auditor type, and earnings management. *Journal of Forensic Accounting*, 3(1), 27-50.

Licerán-Gutiérrez, A., & Cano-Rodríguez (2017), M. MEASURING EARNINGS QUALITY: A PROPOSAL OF A THEORETICAL FRAMEWORK AND AN EMPIRICAL METHOD.

Löw, E., & Cordovez, J. S. (2023). Analysis of the impact of ESG performance on the valuation and profitability of corporates in comparison to financial institutions.

European Banking Institute Working Paper Series 2023 - no. 152.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.4557593>

Mahjoub, L. B., & Khamoussi, H. (2013). Environmental and social policy and earning persistence. *Business Strategy and the Environment*, 22(3), 159-172.

<https://doi.org/10.1002/bse.1739>

Markus, H., & Zajonc, R. B. (1985). The cognitive perspective in social psychology. In G. Lindzey & E. Aronson (Eds.), *Handbook of social psychology* (3rd ed., pp. 137–230). New York: Random House.

Martínez-Ferrero, J., & Frias-Aceituno, J. V. (2015). Relationship between sustainable development and financial performance: international empirical research. *Business Strategy and the Environment*, 24(1), 20-39.

<https://doi.org/10.1002/bse.1803>

Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., & García-Sánchez, I. M. (2016). The causal link between sustainable disclosure and information asymmetry: The moderating role of the stakeholder protection context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(5), 319-332. <https://doi.org/10.1002/csr.1379>

Mechelli, A., Cimini, R., & Mazzocchetti, F. (2017). The usefulness of the business model disclosure for investors' judgements in financial entities. A European study: Utilidad de la divulgación del modelo de negocio para los criterios de inversores en entidades

financieras. Un estudio europeo. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 20(1), 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2016.03.002>

Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm. *Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.

Moon, J. (2007). The contribution of corporate social responsibility to sustainable development. *Sustainable development*, 15(5), 296-306. <https://doi.org/10.1002/sd.346>

Murata, R., & Hamori, S. (2021). ESG disclosures and stock price crash risk. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(2), 70.

Mooneepen, O., Abhayawansa, S., & Mamode Khan, N. (2022). The influence of the country governance environment on corporate environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13(4), 953-985. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07-2021-0298>

<https://doi.org/10.3390/jrfm14020070>

Palas, R., & Solomon, D. (2022). The quality of earnings information in dual-class firms: Persistence and predictability. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 7(1).

Penman, S. H., & Zhang, X. J. (2002). Modeling sustainable earnings and P/E ratios with financial statement analysis. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.318967>

Petrovits, C. M. (2006). Corporate-sponsored foundations and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 41(3), 335-362. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.12.001>

Prior, D., Surroca, J., & Tribó, J. A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate governance: An international review*, 16(3), 160-177. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00678.x>

Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., & Paul, K. (2001). An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of business ethics*, 32, 143-156. <https://doi.org/10.1023/A:1010786912118>

Sachs, J., Kroll, C., Lafortune, G., Fuller, G., & Woelm, F. (2022). *Sustainable development report 2022*. Cambridge University Press.
<https://doi.org/10.1017/9781009210058>

Scherer, A. G., Palazzo, G., & Baumann, D. (2006). Global rules and private actors: Toward a new role of the transnational corporation in global governance. *Business Ethics Quarterly*, 16(4), 505-532. <https://doi.org/10.5840/beq200616446>

Scholtens, B., & Kang, F. C. (2013). Corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Asian economies. *Corporate social responsibility and environmental management*, 20(2), 95-112. <https://doi.org/10.1002/csr.1286>

Scott, W. R. (1995). *Institutions and organizations*. Thousand Oaks, Calif: Sage

Scott, W.R. (2008). *Institutions and organizations: ideas and interests* (3rd ed.). Foundations for Organizational Science Series. Sage Publications.

Shapiro SP. 2005. Agency theory. *Annual Review of Sociology* 31: 63–84.
<https://doi.org/10.1146/annurev.soc.31.041304.122159>

Stenholm, P., Acs, Z. J., & Wuebker, R. (2013). Exploring country-level institutional arrangements on the rate and type of entrepreneurial activity. In *Global Entrepreneurship, Institutions and Incentives* (pp. 387-404). Edward Elgar Publishing.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2011.11.002>

Steurer, R., & Konrad, A. (2009). Business–society relations in Central-Eastern and Western Europe: How those who lead in sustainability reporting bridge the gap in

corporate (social) responsibility. *Scandinavian Journal of Management*, 25(1), 23-36.

<https://doi.org/10.1016/j.scaman.2008.11.001>

Weber, M. (1930). *The protestant ethic and the spirit of capitalism*. New York: Scribner's. <https://doi.org/10.12987/9780300146028-005>

Wood, D. J. (2010). Measuring corporate social performance: A review. *International journal of management reviews*, 12(1), 50-84.

<https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00274.x>

Zucker, L. (1983). Organizations as institutions. In S. Bacharach (Ed.), *Research in the sociology of organizations* (Vol. 2, pp. 1–47) Greenwich.

5 CONCLUSIONES E IMPLICACIONES

En este capítulo final se retoman los objetivos planteados para el trabajo y se presentan las principales conclusiones generales. A continuación, se identifican las implicaciones que se derivan del estudio. Finalmente, se describen las limitaciones de la tesis, así como las orientaciones para futuras investigaciones.

Los objetivos que se plantearon fueron los siguientes:

Objetivo general:

Contribuir al desarrollo de la literatura que relaciona la información contable con algunas medidas de desempeño claves para los mercados en el contexto latinoamericano en donde los mercados financieros se encuentran en desarrollo.

Objetivos específicos:

- Contribuir a aumentar las pocas investigaciones existentes sobre la relación de los resultados contables de empresas latinoamericanas con la eficiencia de los mercados financieros locales en donde cotizan.
- Entender si la persistencia de las ganancias puede influir sobre el riesgo sistemático de las organizaciones que cotizan en los mercados bursátiles. Lo anterior en función del sector de la industria y del país en el que se encuentra la compañía.
- Comprender la relación entre la calidad de la información contable y la política de dividendos. Lo anterior bajo el rol moderador de la reputación corporativa.
- Examinar el impacto de la sostenibilidad sobre la calidad de la información financiera bajo el efecto moderador de las instituciones.

5.1 Conclusiones

En suma, esta tesis doctoral pretende estudiar cómo la persistencia de las ganancias de la empresa incide sobre su nivel de riesgo, el cual tiene un impacto a nivel del costo de

acceder al capital para la firma. De igual forma, cómo la persistencia de las ganancias tiene un impacto sobre la política de dividendos de la empresa, mediado por su reputación, lo cual tiene consecuencias a nivel del retorno de su acción. Y, por último, cómo el desempeño de sostenibilidad de la firma, junto con la calidad regulatoria del país en el que ésta se encuentra, determinan la persistencia de las ganancias de la firma.

Para tal fin, en primer lugar, se esperaba que la mayor calidad de las ganancias provocara un menor riesgo (menor beta). Sin embargo, en algunos países se encontraron resultados en los que a mayor persistencia de las ganancias mayor beta. De acuerdo con García et al. (2017), si bien la adopción de estándares contables internacionales puede mejorar la calidad de las ganancias de las empresas, esta adopción también puede afectar su capitalización bursátil, especialmente la de las empresas de alta capitalización. Sin duda, una disminución en la capitalización bursátil de una empresa puede enviar señales de un mayor riesgo a los inversionistas. Ahora bien, al mirar la información por sector económico, independiente del país de origen, se encuentra que en el sector bancario a mayor persistencia de las ganancias menor riesgo. Según Burke y Warfield (2021), las ganancias de los bancos están guiadas principalmente por los ingresos netos por interés. Es decir que, para los bancos, la persistencia de sus ganancias (derivada de los intereses) es una señal inequívoca de solidez operacional y, por consiguiente, de menor riesgo. De igual forma, en el sector de producción agrícola, a mayor persistencia de las ganancias menor riesgo. De acuerdo con Dragan et al. (2018), la inestabilidad de las condiciones climáticas en este sector puede ser una tentación adicional para que la gerencia construya provisiones en los buenos años. Por tanto, empresas productoras de alimentos con ganancias más persistentes estarían reflejando posiblemente información más confiable a los inversionistas, y, por consiguiente, esta buena práctica representaría un menor riesgo para ellos, (Garrido Navia y Gómez, 2024, p. 13).

En segundo lugar, se encuentra que la medida de persistencia de las ganancias incrementa el *ratio* dividendos sobre activos, pese a que al contar con reputación corporativa la razón dividendos sobre activos disminuye. Es como si las compañías sacaran ventaja de estar presentes en un escalafón que mide su reputación para terminar distribuyendo un menor dividendo. Los resultados muestran que el impacto favorable que se espera observar en el *ratio* dividendos sobre activos aparece mitigado por la presencia de la empresa en el escalafón de reputación corporativa.

En tercer lugar, la relación negativa entre sostenibilidad y persistencia de ganancias refuerza más bien la teoría de los costos de agencia, en vez de la hipótesis de largo plazo. Es de esperar que gerentes con incentivos de alterar la calidad de las ganancias sean muy proactivos al momento de impulsar su exposición pública por medio de actividades de sostenibilidad. O bien, firmas con alta calidad de las ganancias tienen pocos incentivos para buscar exposición pública promoviendo actividades de responsabilidad social (Prior et al., 2008). Por otra parte, el rol moderador sobre este efecto de la variable institucional, contrario a lo esperado, señala una menor persistencia de las ganancias para aquellas firmas que desarrollan prácticas sostenibles en países latinoamericanos con un entorno regulatorio mayor. Luego, no se puede confirmar la existencia de una relación complementaria entre calidad regulatoria y persistencia de ganancias.

En síntesis, los hallazgos centrales de esta tesis doctoral han sido. Primero, que la persistencia de las ganancias influye en el riesgo sistemático (coeficiente beta), revelando una correlación que varía según el país y el sector. Segundo, que el impacto de la persistencia de las ganancias en la política de dividendos se modera con la reputación corporativa. Tercero, los hallazgos principales demuestran el impacto positivo que la dimensión regulatoria tiene en la calidad de las ganancias. Sin embargo, también muestran una menor

calidad de las ganancias para aquellas empresas con un mejor desempeño en sostenibilidad (dimensión normativa) en los países de América Latina con un entorno regulatorio más fuerte.

En términos generales, los análisis de correlación realizados en este estudio avanzan en la frontera de la literatura al proporcionar nuevos elementos sobre la relación de los resultados contables de empresas latinoamericanas con la eficiencia de los mercados financieros locales en donde cotizan. Además, esta investigación puede ser útil para diseñar políticas que estimulen la calidad de las ganancias en diversos contextos. La diversidad del marco institucional de la región implica que los estudios deben analizarse por país y sector. Desde una perspectiva académica, aunque ha habido un aumento reciente, hoy en día todavía hay pocos análisis empíricos de agencias regulatorias en un solo país (Elizondo y Mejía, 2024). A parte de contribuir con los análisis por país/sector, esta investigación destaca la importancia de comprender los posibles determinantes de la elección de políticas y de evaluar qué tan alineados están esos determinantes con los objetivos de la empresa.

5.2 Implicaciones para la investigación

Pese a que la calidad contable es una línea de investigación que suscita gran motivación en América Latina, la rama que estudia la relación entre la calidad contable y la eficiencia del mercado no despierta tanto interés. Abriendo así una ventana de oportunidad para intentar suplir este vacío en la literatura. Justamente en un contexto en el que los ODS intentan promover los mercados financieros de países en desarrollo para que cada vez más empresas de estas regiones puedan acceder al capital.

Los tres ensayos que componen esta tesis doctoral contribuyen a cerrar esta brecha identificada en la literatura latinoamericana. Tobin (1984), identificó diferentes tipos de eficiencia en los mercados financieros. Una de ellas es la eficiencia de la valoración

fundamental. Esta significa menores riesgos y menos oportunidades de obtener beneficios, por tanto, hace referencia a la exactitud del retorno previsto de la inversión. En efecto, el primer ensayo muestra como la calidad de las ganancias de la empresa tiene un efecto sobre el riesgo dependiendo posiblemente de la capitalización bursátil y/o de la regulación del sector al que la empresa pertenece.

Otra de las eficiencias en los mercados financieros categorizada por Tobin (1984) es la del arbitraje de información. Esta consiste en que el precio de los activos incorpora toda la información privada que se encuentra disponible. Justamente, el segundo ensayo contribuye a avanzar en esta dirección al utilizar en el modelo de Lipe (1990) el escalafón MERCO como variable *proxy* de información privada disponible. Lo anterior dada su facilidad de acceso para el público y su metodología multidimensional sobre la que está construido. La incidencia de toda la información privada contenida en MERCO es estudiada sobre el dividendo de las empresas latinoamericanas. Esto cobra relevancia, dado que varios modelos de valoración de activos basan la estimación del precio de la acción de la empresa en su política de dividendos.

El tercer ensayo está más orientado a la línea de investigación de la calidad contable que al de la rama que estudia la relación entre la calidad contable y la eficiencia del mercado. No obstante, la contribución de este ensayo viene principalmente por lo novedoso que los temas de sostenibilidad resultan aún para muchas empresas de países en desarrollo.

5.3 Implicaciones prácticas

En primer lugar, la regulación sectorial implicaría que la persistencia de las ganancias tenga incidencia sobre el riesgo sistemático de las compañías. Tanto la banca como la producción agrícola son dos sectores económicos de primera necesidad. Por tratarse de dos sectores esenciales para la seguridad de cada país, estos dos tipos de industrias cuentan con

agencias regulatorias establecidas y desarrolladas que contribuyen a la institucionalidad. Trabajos como el de Delis et al. (2018) o como el de Hesarzadeh y Bazrafshan (2018), señalan que la calidad de la regulación es un factor determinante de la persistencia de las ganancias.

En segundo lugar, las siguientes son las implicaciones de la relación entre la calidad de la información contable y la política de dividendos, bajo el rol moderador de la reputación corporativa. Fundamentar un modelo de valuación corporativa basado principalmente a partir de la política de dividendos genera discusión. ¿Tendrán un menor valor las compañías que distribuyen menores dividendos para mantener recursos en la caja que les permitan aprovechar oportunidades de inversión que resulten? Tal vez no; precisamente fue esta era la filosofía que Steve Jobs promovía en Apple, Gitman y Zutter (2011).

Seguramente, el *ranking* reputacional MERCO no es precisamente la mejor *proxy* para estimar lo que Lipe (1990) llama información alternativa. Para el autor, sólo la información alternativa y las utilidades son las bases de nueva información. Entonces, la información alternativa contiene la información diferente a la de las utilidades anteriores y presentes. ¿Incorporará MERCO toda la fuente de información diferente a las utilidades? ¿Un escalafón sin tanta historia podrá tener esta capacidad? ¿MERCO tendrá la divulgación suficiente para convertirse en información de dominio público y tener una eficiencia de mercado semi fuerte (Fama, 1970)? Esta eficiencia de mercado semi fuerte sugiere que los valores accionarios contengan la información que es de carácter pública.

En tercer lugar, se describe la implicación concerniente al impacto de la sostenibilidad sobre la calidad de la información financiera bajo el efecto moderador de las instituciones. En efecto, si un país no cuenta con una buena calidad regulatoria pudiera no

estar promoviendo el desarrollo del sector privado, y, por consiguiente, pudiera no estar permitiendo una buena calidad de las ganancias de las empresas que lo conforman.

5.4 Limitaciones del estudio y futuras investigaciones

Futuras investigaciones deberían abordar la limitación de que los factores regulatorios no pueden fortalecer efectivamente la calidad de las ganancias, examinando la descoordinación entre las regulaciones y las prácticas del mercado, la orientación a corto plazo de los marcos políticos o la presencia de mecanismos de aplicación débiles. Esto podría tener implicaciones no solo desde la perspectiva teórica, sino también desde una dimensión regulatoria y de formulación de políticas. Es importante continuar profundizando los análisis sobre la relevancia de los mecanismos de aplicación regulatoria y del gobierno corporativo para garantizar el cumplimiento de las NIIF, aumentar la calidad de las ganancias, disminuir la asimetría de información y mejorar la confianza de los inversores en los países en desarrollo.

Primero, en cuanto a las limitaciones del estudio, valdría la pena acotar un poco más la hipótesis que plantea que las organizaciones con utilidades más consistentes tengan un riesgo menor. Luego, su coeficiente beta tendería a ser menor. Para un trabajo posterior por país, se sugiere partir la línea temporal, pre y pos-adopción de las NIIF. Es decir, controlando por modificaciones en los estándares de la información financiera, Artakis y Papanastasopoulos (2016). A parte de esto, se invita a incorporar dentro de las variables independientes el monto longitudinal de la capitalización en bolsa de las organizaciones.

Segundo, pese a que el *ranking* reputacional MERCO cuenta con poca historia, especialmente para empresas brasileras y mexicanas, para América Latina se invita a seguir estudiando la reputación corporativa con el *ranking* MERCO, ya que su actualización continúa haciéndose de manera periódica. Seguramente, a medida que pasa el tiempo también contará con una divulgación aún mayor. Luego, a partir de MERCO se podrán

construir datos panel cada vez más largos, lo cual permitirá obtener resultados más robustos.

Tercero, en la medida en que lo anterior ocurra, se recomienda realizar también los estudios a nivel de país ya que la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) ha tenido lugar en diferentes períodos de tiempo dependiendo de la nación. Por ejemplo, en Colombia los emisores de valores y las entidades de interés público adoptaron las NIIF plenas para reportar estados financieros en NIIF a partir del 31 de diciembre de 2015. Mientras que Chile lo hizo en el 2009 para aquellas empresas con presencia, al menos, del 25% en el sistema bursátil. Otros países como Argentina y México adoptaron las NIIF en el 2012. Y definitivamente esto puede tener alguna incidencia en lo que concierne a la persistencia de las ganancias, (Garrido Navia y Gómez, 2023, p. 14-15).

Cuarto, bajo el marco de la teoría institucional, se recomienda que el estudio no sólo se limite a la dimensión regulatoria (calidad regulatoria del país) y normativa (prácticas *ESG* de la firma), sino que se extienda también a la dimensión cultural-cognitiva. De acuerdo con Markus y Zajonc (1985), las estructuras cognitivas afectan el comportamiento individual ya que moldean los programas cognitivos (esquemas, marcos) que la gente utiliza al seleccionar e interpretar información. Valdría la pena intentar estudiar esto a nivel del comportamiento de los gerentes de empresas con el fin de comprender mejor la relación con la hipótesis del oportunismo gerencial en Latinoamérica. De igual forma, se recomienda continuar con este tipo de estudios para la región, pues a diferencia de empresas en países desarrollados, la mayoría de las empresas latinoamericanas se encuentran apenas incursionando en el mundo de las prácticas sostenibles.

De acuerdo con Nicolò et al. (2024), en general, es importante considerar las implicaciones de la introducción en el ámbito contable de las nuevas tecnologías inteligentes y herramientas digitales innovadoras (por ejemplo, inteligencia artificial, *big data*,

blockchain) desde la perspectiva de los usuarios de informes corporativos, principalmente los inversores. La transición en curso de la contabilidad corporativa tradicional a la contabilidad corporativa digital avanzada ha creado nuevas oportunidades para mejorar el procesamiento y la comunicación de los datos contables corporativos y facilitar los estados financieros para sus usuarios (Al-Htaybat y von Alberti-Alhtaybat, 2017; Marrone y Hazelton, 2019). Al mismo tiempo, los profesionales de la contabilidad no pueden ignorar el potencial de los grandes datos provenientes de múltiples fuentes, como las redes sociales y todo el ecosistema digital, para mejorar las prácticas de informes internos de gestión y externos. Todos estos aspectos pueden sugerir oportunidades de investigación futuras para que los académicos investiguen cómo la introducción de tecnologías disruptivas en el campo de la contabilidad puede influir en la relevancia del valor de las ganancias y los valores contables del patrimonio.

Referencias adicionales

Al-Htaybat, K., & von Alberti-Alhtaybat, L. (2017). Big Data and corporate reporting: impacts and paradoxes. *Accounting, auditing & accountability journal*, 30(4), 850-873.

<https://doi.org/10.1108/AAAJ-07-2015-2139>

Beaver, W., Lambert, R., & Morse, D. (1980). The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2(1), 3-28.

[https://doi.org/10.1016/01654101\(80\)90013-0](https://doi.org/10.1016/01654101(80)90013-0)

Elizondo, A., & Mejía, L. E. (2024). Regulatory policy choice in post-reform contexts: The case of industrial safety regulation in Mexico's oil and gas industry. *Regulation & Governance*, 18(2), 371-394. <https://doi.org/10.1111/rego.12548>

Marrone, M., & Hazelton, J. (2019). The disruptive and transformative potential of new technologies for accounting, accountants and accountability: A review of current literature and call for further research. *Meditari Accountancy Research*, 27(5), 677-694. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-06-2019-0508>

Nicolò, G., Santis, S., Incollingo, A., & Tartaglia Polcini, P. (2024). Value relevance research in accounting and reporting domains: A bibliometric analysis. *Accounting in Europe*, 21(2), 176-211. <https://doi.org/10.1080/17449480.2023.2292654>

Tobin, J. (1984). On the efficiency of the financial-system. *Lloyds Bank Annual Review*, (153), 1-15.

