

**IMPACTO DE LAS NIIF SOBRE LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN
FINANCIERA EN LA UE.
EVIDENCIAS DESDE UNA NUEVA PERSPECTIVA**

HÉCTOR FABIO PERAFÁN PEÑA

**TRABAJO DE GRADO PARA OPTAR POR EL TÍTULO DE
MAGISTER EN FINANZAS**

**DIRECTOR DEL TRABAJO DE GRADO:
JULIÁN BENAVIDES FRANCO**

**UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y
ECONÓMICAS
CALI, MAYO 2015**

CONTENIDO

	Pág.
1. INTRODUCCIÓN	5
2. REVISIÓN DE LITERATURA Y PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS	9
3. METODOLOGÍA	15
4. RESULTADOS	20
5. PRUEBAS DE ROBUSTEZ	23
6. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS	26
7. CONCLUSIONES	30
8. ANEXOS	34
9. BIBLIOGRAFÍA	44

LISTA DE TABLAS Y ANEXOS

10. TABLA 1	32
11. ANEXO A	34
12. ANEXO B	35
13. ANEXO C	36
14. ANEXO D	40

IMPACTO DE LAS NIIF SOBRE LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN LA UE. EVIDENCIAS DESDE UNA PERSPECTIVA

Resumen: El efecto que tiene la adopción obligatoria en la Unión Europea de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) sobre la calidad de la información financiera, medida como la gestión del resultado o “earnings management” (EM), ha sido estudiada en años recientes. Sin embargo, las investigaciones empíricas no presentan unanimidad en torno a sus resultados. Frente a esto, diversos autores han señalado que esta disparidad se debe a diferencias en el diseño de la metodología, así como a factores inherentes a cada país y el tamaño de las compañías analizadas. Adicionalmente, el estudio de la relación que existe entre el EM y los retornos accionarios, aparte de minimizar los problemas de metodología, no ha sido aplicado para medir los efectos de la implementación de NIIF sobre la calidad de la información financiera. Así, este trabajo se suma a la discusión planteada haciendo uso del análisis de Hutton, Marcus, & Tehranian (2009) al evaluar la relación entre la opacidad de la información financiera, medida que hace uso del EM, y el riesgo idiosincrático de los retornos accionarios de las compañías listadas en las bolsas de valores de Reino Unido y Francia, antes y después de la implementación de las NIIF. Al distinguir entre grandes y pequeñas compañías, los resultados sugieren que para las firmas más grandes del Reino Unido las NIIF ejercen una influencia positiva sobre la calidad de la información financiera, al modificar la correlación entre la opacidad y el riesgo idiosincrático.

Abstract: The effect of the mandatory adoption in the European Union of International Financial Reporting Standards (IFRS) on the quality of financial information, measured as earnings management (EM) has been studied in recent years. However, the empirical research does not have unanimity on its results. Several authors have pointed out that this disparity is due to differences in the design of the methodology, as well as factors inherent to each country and the size of the companies surveyed. Additionally, the study of the relationship between the EM and stock returns, in addition to minimize the problems of

methodology has not been applied to measure the effects of the implementation of IFRS on the quality of financial reporting. Thus, this study adds to the literature by using the analysis of Hutton, Marcus, & Tehranian (2009) to evaluate the relationship between the opacity of financial information (the absolute size of EM through the years), and the idiosyncratic risk of equity returns of companies listed on the stock exchanges in Britain and France before and after the implementation of IFRS. By distinguishing between large and small companies, the results suggest that for the larger UK firms IFRS have a positive influence on the quality of financial information by modifying the correlation between opacity and idiosyncratic risk..

Palabras clave: Gestión del resultado, NIIF, calidad de la información financiera, riesgo idiosincrático.

Keywords: Earnings management, IFRS, financial reports quality, idiosyncratic risk.

1. INTRODUCCIÓN

En el 2002 la Unión Europea (UE) aprobó una regulación, la denominada *Regulación IAS*, que exige que las empresas que cotizan en los mercados de valores adopten de manera obligatoria las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para los años fiscales que inician a partir del primero de enero de 2005 (Aisbitt, 2006; Brüggemann, Hitz, & Sellhorn, 2013; Daske, Hail, Leuz, & Verdi, 2008; Soderstrom & Sun, 2007). Tal regulación, entre otros aspectos, requiere que las empresas que cotizan en los mercados de capitales preparen sus estados financieros consolidados bajo NIIF con el objetivo de asegurar un alto grado de transparencia y comparabilidad de la información financiera, procurando así un funcionamiento eficiente de los mercados de capitales de la UE (Brüggemann et al., 2013). Frente a esto, algunos autores opinan que el camino seleccionado por la UE, adoptar un lenguaje común para el reporte financiero (Jeanjean & Stolowy, 2008), es uno de los mayores cambios de la regulación para ese ámbito en los últimos treinta años y por qué no de la historia (Daske et al., 2008; Doukakis, 2014).

De cara a este importante proceso, Brüggemann et al. (2013) indica que la investigación sobre el impacto que puede tener la adopción de las NIIF en la UE aún se encuentra en su infancia y requiere más escrutinio para evaluar sus costos y beneficios. Asimismo, estos autores resaltan que hay dos tipos de consecuencias para la economía de la UE derivados de esta regulación, los efectos previstos y los no previstos. En relación a los efectos previstos, muchos estudios han investigado sobre el impacto que han tenido las NIIF (no solo en Europa sino también en otras partes del mundo) en la calidad de la información financiera, haciendo uso del earnings management (EM) como proxy de este aspecto (Barth,

Landsman, & Lang, 2008; Callao & Jarne, 2010; Cang, Chu, & Lin, 2014; Doukakis, 2014; Jeanjean & Stolowy, 2008; Pelucio-Grecco, Geron, Grecco, & Lima, 2014; Soderstrom & Sun, 2007; Van Tendeloo & Vanstraelen, 2005; Zéghal, Chtourou, & Sellami, 2011). El concepto de EM, o gestión del resultado, supone que existe una discrecionalidad por parte de la gerencia a la hora de preparar la información financiera, hecho que le permite alterar la percepción que los usuarios externos de los reportes financieros, inversores o acreedores, tienen sobre los resultados de una compañía (Healy & Wahlen, 1999). A priori, para esta investigación no es claro si las NIIF pueden potenciar o reducir el EM, puesto que los efectos en contra de la gestión del resultado que estándares de reporte financiero de alta calidad, como lo son las NIIF, generan pueden ser minados por el uso del valor razonable y la mayor flexibilidad que permiten estándares basados en principios (Aisbitt, 2006; Callao & Jarne, 2010; Cang et al., 2014; Doukakis, 2014; Soderstrom & Sun, 2007). En este sentido, diversos estudios empíricos en la materia divergen en sus conclusiones y por tanto no hay unanimidad en cuanto a si las NIIF tienen un impacto positivo o negativo sobre el EM y por ende en la calidad y transparencia de la información financiera. En este punto, vale la pena mencionar que tal como lo expone Brüggemann et al. (2013) los resultados contradictorios que se pueden apreciar en esta literatura pueden estar condicionados por factores que radican en el diseño de la metodología de investigación.

Este trabajo se suma a la discusión del impacto de las NIIF en la calidad de la información financiera desde una perspectiva diferente. La relación existente entre el EM y los retornos accionarios ha sido estudiada en el contexto americano (Baber, Chen, & Kang, 2006; Beyer, 2009; Das, Kim, & Patro, 2011; Hutton, Marcus, & Tehranian, 2009; Kang, Liu, &

Qi, 2010; Konan, Chan, Jegadeesh, & Lakonishok, 2006; Li, Francis, & Hasan, 2011). Para el caso de las investigaciones sobre el impacto de las NIIF y según la revisión de literatura llevada a cabo, no se ha hecho uso de esta relación para evaluar el efecto que tiene la adopción obligatoria de estos estándares sobre la calidad de la información financiera de las firmas (medida como EM) en la UE. Así, esta investigación utiliza la metodología implementada por Hutton et al. (2009) para estudiar el efecto que tiene la adopción de NIIF sobre la relación existente entre el EM y los retornos accionarios. Haciendo uso de las medidas de *opacidad* y de *riesgo idiosincrático* planteadas por Hutton et al. (2009) se estudia aquí el efecto de la adopción obligatoria de las NIIF en Reino Unido y Francia sobre el riesgo idiosincrático de las empresas. La elección de estos países está justificada en el hecho que los mismos no permitieron la adopción voluntaria de NIIF antes del 2005 y, como se ha podido establecer en otras investigaciones, los estudios de la adopción de NIIF pueden incluir un sesgo de selección al estudiar países que permitieron la adopción voluntaria de estos estándares (Barth et al., 2008; Doukakis, 2014; Jeanjean & Stolowy, 2008). Por otra parte, Reino Unido y Francia exhiben grandes diferencias en torno a su sistema legal, la cercanía de sus principios contables con las NIIF y la rigurosidad en la aplicación de los estándares contables, factores que han sido identificados como trascendentales a la hora de evaluar el efecto que la adopción de NIIF pueden tener en la calidad de la información financiera (Brüggemann et al., 2013; Daske et al., 2008; Doukakis, 2014; Jeanjean & Stolowy, 2008; Liao, Sellhorn, & Skaife, 2012; Soderstrom & Sun, 2007; Von Koch, Nilsson, Jonsson, & Jansson, 2014).

Los resultados de este trabajo indican que solo una vez se tiene en cuenta el tamaño de las compañías es posible apreciar que las NIIF tienen un impacto positivo en la calidad de la información financiera, al reducirse la correlación entre la opacidad y el riesgo idiosincrático de los retornos accionarios de las firmas más grandes. Por supuesto, este hecho se enmarca en la heterogeneidad propia a cada país y por tanto solo es posible apreciar tal comportamiento para el Reino Unido que, a diferencia de Francia, cuenta con un sistema legal de Ley Común, gran rigurosidad en el cumplimiento de las normas contables y alta cercanía entre sus principios de contabilidad y las NIIF. Finalmente, existen una serie de hallazgos que se considera requieren más escrutinio y que se pueden abordar en investigaciones futuras. En este sentido, se destaca que de las pruebas realizadas se podría inferir que las NIIF reducen el riesgo idiosincrático de los retornos accionarios para las compañías en estos países. Frente a esto y las conclusiones a las que llega este estudio, vale la pena resaltar que el mismo es una primera aproximación a la evaluación de los efectos de la adopción obligatoria de NIIF bajo el análisis de Hutton et al. (2009) y no pretende llegar a resultados concluyentes sobre este tema, sino más bien dar cuenta de otras posibles maneras de medir los efectos de las NIIF sobre la calidad de la información financiera en la UE.

En la siguiente sección, se realiza una revisión de la literatura y se plantean las hipótesis que guían el trabajo. Después, en la sección 3, se discute el diseño de la investigación. Las secciones 4 y 5 presentan los resultados de los análisis de regresión, mientras que las secciones 6 y 7 discuten y concluyen los resultados de este estudio. Finalmente, las secciones 8 y 9 contienen los anexos y la bibliografía respectivamente.

2. REVISIÓN DE LITERATURA Y PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS

Las investigaciones en torno a la adopción de las NIIF y el efecto que las mismas pueden tener sobre la calidad de la información financiera, son heterogéneas, en cuanto a que: 1) no se limitan al contexto europeo sino que discuten su impacto para economías emergentes como China y Brasil; y 2) no hay unanimidad en cuanto al efecto que estos estándares tienen en la calidad de los reportes financieros. Asimismo, vale la pena resaltar que una de las medidas más utilizadas para aproximar la calidad de la información financiera es el EM, que se encuentra relacionado de manera negativa con la calidad de la información financiera (Barth et al., 2008; Soderstrom & Sun, 2007; Von Koch et al., 2014).¹

Así, Barth et al. (2008) realiza un estudio para 21 países, desarrollados y emergentes, (entre los que se pueden destacar Suiza, China y Alemania) y sus hallazgos indican que la implementación de las NIIF se encuentra asociada de forma negativa con el EM. En la misma línea, Zéghal et al. (2011) encuentra para Francia que aquellas compañías con buenos niveles de gobierno corporativo y que dependen de los mercados financieros extranjeros, la adopción de las NIIF está relacionada de forma negativa con el EM. En el caso de Brasil, Pelucio-Grecco et al. (2014) señalan que la implementación de NIIF plenas tiene un papel restrictivo para el EM, en lo que respecta a aquellas empresas públicas, no financieras que se encuentran sujetas a los lineamientos de la Comisión de Valores de Brasil. Sin embargo, contrario a estas evidencias en favor de las NIIF y su impacto en la calidad de la información, Callao & Jarne (2010) y Cang et al. (2014) indican que, para la UE y China respectivamente, la adopción de estos estándares se encuentra asociada de

¹ Vale la pena aclarar que esta no es la única forma de aproximarse a este aspecto de los reportes financieros, también se pueden notar otras medidas como *reconocimiento de pérdidas a tiempo* y *métricas con valor relevante* que han sido destacadas por los autores señalados.

forma positiva con el EM. En específico, ambos autores hacen notar que las NIIF le agregan más flexibilidad y subjetividad a la información financiera a través de los criterios de valoración, entre los que destaca el uso del valor razonable. Por otro lado, Jeanjean & Stolowy (2008) realizan una investigación para Australia, Francia y Reino Unido en la que encuentran que el EM se mantiene estable en Australia y Reino Unido y solo se incrementa en Francia una vez se adoptaron las NIIF. De igual manera, Doukakis (2014) encuentra que para 22 países europeos entre 2000 y 2010 la adopción obligatoria de NIIF no tuvo un impacto significativo en la gestión contable basada en devengos y en utilidades reales. Adicionalmente, Van Tendeloo & Vanstraelen (2005) determina que en Alemania el EM percibido para empresas que adoptaron NIIF no presenta un comportamiento diferente en relación con aquellas que reportan sus estados financieros bajo los principios de contabilidad alemanes.

Como se puede apreciar, las investigaciones empíricas en torno al impacto de las NIIF sobre la calidad de la información financiera no conducen a una única conclusión. Esto puede deberse a aspectos relacionados con el diseño de la metodología de investigación que es adoptada por los autores. Brüggemann et al. (2013) dan cuenta de este hecho al señalar que ciertos problemas en el diseño de las investigaciones son los culpables del descalce entre la evidencia empírica en contra del aumento de la comparabilidad y la transparencia de la información, producto de la adopción obligatoria de las NIIF en la UE, y los beneficios a nivel macroeconómico y en los mercados de capitales validados en este bloque de países después de 2005. En este marco, autores como Barth et al. (2008), Doukakis (2014) y Jeanjean & Stolowy (2008) dan cuenta de que existe un problema de sesgo de

selección para aquellos estudios en lo que se compara la calidad de la información financiera de las compañías antes y después de la adopción de las NIIF, sin distinguir entre aquellos países que permitieron la adopción voluntaria de estos estándares antes de 2005. Este problema reside en que aquellas firmas que perciban beneficios o ventajas producto de la implementación de las NIIF se verán incentivadas a hacerlo antes del plazo establecido, hecho que lleva a que se puedan exacerbar los efectos que pueden tener estos estándares sobre la calidad de los reportes financieros (Jeanjean & Stolowy, 2008). Además, también se ha podido identificar que hay efectos inciertos sobre el EM que pueden tener los años próximos a la transición de las normas locales a las NIIF (Jeanjean & Stolowy, 2008), lo cual se encuentra alineado con otros estudios que se realizan alrededor de la adopción de NIIF y que dan cuenta de la notable afectación que pueden tener las cifras del estado de resultados y del balance general (Aisbitt, 2006; Capkun & Cazavan-Jeny, 2008; Cormier, Demaria, Lapointe-Antunes, & Teller, 2009; Haller, Ernstberger, & Froschhammer, 2009).

Teniendo en cuenta lo anterior, esta investigación se suma a la discusión del impacto que tienen las NIIF sobre la calidad de la información financiera en la UE, desde una óptica que no ha sido abordada, hasta el momento, según la revisión de literatura realizada. Al respecto, si bien se puede establecer que los estudios en torno a la adopción obligatoria de NIIF en la UE tienen dos vertientes, la primera enfocada en el análisis de las reacciones del mercado de valores y la segunda orientada a la discusión de los efectos sobre los estados financieros (Daske et al., 2008); no se ha evaluado si la adopción obligatoria de estos estándares tiene efecto sobre la relación entre la calidad de la información financiera (medida como EM) y los retornos accionarios, de aquí que esta investigación amplía la

literatura que aborda la discusión de la adopción obligatoria de NIIF en la UE, utilizando este enfoque.

Respecto de la relación entre el EM y los retornos accionarios, vale la pena destacar que trabajos recientes como el de Kang et al. (2010) indican que los devengos discrecionales tienen un poder de predicción sobre los retornos del mercado mucho mayor al que presentan los devengos normales, lo que implica que al analizar únicamente la relación entre los devengos totales y los retornos accionarios, se está obviando la discrecionalidad que tiene la gerencia de una compañía a la hora de manipular su información financiera e impactar el precio de su acción en el mercado de valores. Por su parte Das et al. (2011) determinan que los administradores de las compañías que cotizan en el mercado de capitales utilizan el EM y el manejo de las expectativas (*expectation management*), como complementos o sustitutos con el objetivo de generar retornos netos sobre los precios de las acciones de las compañías que tienen a cargo. El trabajo de Baber et al. (2006) concluye que la revelación temprana de información sobre los estados financieros de una compañía puede ayudar a que el mercado evalúe si los anuncios de utilidades por parte de una compañía en particular están siendo alterados por EM. Por otro lado, Konan et al. (2006) concluyen que los devengos se encuentran relacionados negativamente con los retornos futuros y que los devengos no discrecionales o normales no exhiben poder de predicción sobre esos retornos. Asimismo, realiza un paralelo de esta investigación, la cual se efectúa para acciones ordinarias de compañías no financieras de los EE.UU., con el Reino Unido y resalta que es la primera vez que se hace un análisis de este tipo para este último país. De otra forma, la investigación de Beyer (2009) desarrolla un modelo que concluye que el

precio de equilibrio de una firma es una función de las estimaciones de los administradores, las utilidades reportadas por la firma y el cuadrado del error de las estimaciones de los administradores.

En adición a los estudios mencionados, cabe destacar el de Hutton et al. (2009). Estos investigadores plantean una medida de *opacidad* de la información financiera que hace uso del EM y plantean que su relación con el *riesgo idiosincrático* de las acciones es negativa debido a que si existe menos información específica de la firma, producto del EM, los retornos de los precios de la acción de esa compañía se explicarán en mayor medida por el riesgo sistemático que por el idiosincrático.²

Hipótesis 1:

Con base en el análisis de Hutton et al. (2009) y la evidencia empírica de la literatura sobre adopción de NIIF, se plantea la primera hipótesis de este estudio: *previo a la adopción de las NIIF la relación entre la medida de opacidad y el riesgo idiosincrático es negativa y esta relación se mantendrá (o no) dependiendo de si aquellos factores inherentes a la adopción obligatoria de las NIIF y que propician el EM dominan (o no) sobre aquellos que lo restringen*. Así, si bien es de esperar que las NIIF favorezcan una mejora en la calidad de la información financiera, en vista que son estándares de alta calidad (en relación con muchos principios de contabilidad generalmente aceptados de uso local en la UE), también es cierto que los mismos incorporan un uso importante del juicio profesional y de información privada de las compañías, que junto con criterios de valoración como el valor

² Respecto a las medidas de opacidad y riesgo idiosincrático, en las siguientes secciones del documento se procede a explicar con más detalle lo concerniente a su formulación.

razonable, brindan más flexibilidad a la gerencia a la hora de preparar los estados financieros (Barth et al., 2008; Callao & Jarne, 2010; Cang et al., 2014; Daske et al., 2008; Doukakis, 2014; Jeanjean & Stolowy, 2008).

Hipótesis 2:

Sumado a lo anterior, diversos autores han concluido que la implementación de las NIIF y su impacto también depende de factores externos que pueden ser propios de cada país (Brüggemann et al., 2013; Daske et al., 2008; Doukakis, 2014; Jeanjean & Stolowy, 2008; Liao et al., 2012; Soderstrom & Sun, 2007; Von Koch et al., 2014). Entre aquellos elementos que afectan a las NIIF se pueden destacar las leyes y regulaciones que son promulgadas previo a su implementación, el sistema político y legal, la rigurosidad en la aplicación de los estándares contables, estructuras de propiedad, mecanismos de gobierno corporativo, desarrollo económico, la importancia de los mercados de capitales y la cercanía entre los principios de contabilidad generalmente aceptados y las NIIF. De esta forma, la segunda hipótesis de este estudio indica que *se espera que la relación entre la medida de opacidad y de riesgo idiosincrático después de la adopción obligatoria de las NIIF esté condicionada por la heterogeneidad propia de cada país.*

Hipótesis 3:

Varios trabajos en la literatura de EM y de adopción de las NIIF han señalado el papel que puede jugar el tamaño de las firmas. En este sentido, la gestión del resultado se encuentra en muchos casos sujeta al tamaño de la firma debido a que entre más grande y rentable sea una compañía más son los incentivos por parte de las autoridades para escudriñar sus

estados financieros, de aquí que este tipo de compañías tiendan a reducir su nivel de EM (Beekes, Pope, & Young, 2004; Van Tendeloo & Vanstraelen, 2005; Watts & Zimmerman, 1990). De igual manera, la literatura de adopción de NIIF también ha mostrado el papel diferenciador que juega el tamaño de las compañías en las políticas contables que estas adoptan, sus efectos en el patrimonio y la utilidad neta, al igual que los costos y beneficios percibidos al implementar estos estándares (Eierle & Haller, 2009; Goodwin & Ahmed, 2006; Nobes & Perramon, 2013). Por tanto, *es de esperar que la relación entre la opacidad y el riesgo idiosincrático de los retornos accionarios no sea el mismo para empresas de diferentes tamaños después de la adopción obligatoria de NIIF en 2005.*

3. METODOLOGÍA

Muestra:

Teniendo en cuenta las hipótesis planteadas y la revisión de literatura anterior, esta investigación estudia los efectos sobre la *opacidad* y el *riesgo idiosincrático* para las compañías listadas en las bolsas de valores de Reino Unido y Francia. La elección de estos dos países radica en que ambos países tienen mercados de valores altamente desarrollados (Konan et al., 2006; Liao et al., 2012), diferentes sistemas legales, Ley Común en el caso de Reino Unido y Código Civil para Francia; diferencias en el rigor de la aplicación de los estándares contables (Clarkson, Hanna, Richardson, & Thompson, 2011; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998), al igual que en la cercanía entre sus principios de contabilidad y las NIIF (Daske et al., 2008; Von Koch et al., 2014). Del mismo modo, para lidiar con el problema del sesgo de selección, tanto en Francia como en Reino Unido no fue posible adoptar voluntariamente las NIIF antes del 2005 (Jeanjean & Stolowy, 2008).

Una vez seleccionados los países a analizar, se procede a descargar los datos disponibles en Bloomberg para los precios de cierre, acciones en circulación e información de los estados financieros de las acciones ordinarias de Reino Unido y Francia.³ Ahora bien, para cada país y conforme el análisis de Hutton et al. (2009) se aplicó una serie de filtros a la muestra los cuales se relacionan con las medidas de riesgo idiosincrático y opacidad. Así, en primera instancia, de acuerdo con la práctica estándar de la literatura se eliminan de la muestra aquellas empresas que pertenecen al sector financiero o de prestación de servicios públicos. Luego, con el objetivo de calcular el riesgo idiosincrático de las acciones de las compañías se excluyen de la muestra aquellas observaciones (compañía-año) que no presentan suficiente información para calcular al menos 26 semanas de retornos accionarios por año fiscal. De igual manera, para el caso del EM y la opacidad, se descartan de la muestra aquellas firmas que no presentan suficiente información en sus estados financieros para calcular los devengos discrecionales (DD), que en este caso corresponden a la medida de EM que utiliza este estudio y sobre la cual se profundizará más adelante.

De esta forma, inicialmente las muestras correspondientes a ambos países comprenden observaciones (compañía-año) que abarcan un periodo comprendido entre 1991 y 2014 y suman 10,269 para el Reino Unido y 5,915 en el caso de Francia. Sin embargo, es importante notar que al hacer uso del análisis de Hutton et al. (2009) este trabajo se vale de información contable y de mercado para contrastar la relación entre riesgo idiosincrático y opacidad antes y después de la adopción de las NIIF en 2005 para Reino Unido y Francia, por lo que se hace necesario restringir aún más la muestra con el objetivo de lidiar con el

³ En este punto, se tienen en cuenta únicamente las acciones ordinarias debido al argumento exhibido por Liao et al. (2012) sobre los mercados eficientes y las medidas basadas en la contabilidad. El lector encontrará que el análisis planteada por Hutton et al. (2009) hace uso de cifras contables como la utilidad neta, el capital contable, entre otros.

efecto de datos atípicos. Por consiguiente, se limitan las observaciones a aquellas empresas que presenten cocientes de valor de mercado a libros acotados entre 10 y 1 y de rentabilidad sobre el patrimonio contable (ROE) con un valor absoluto inferior al 100%. No obstante, también es indispensable depurar la muestra de los efectos que pueden tener los años siguientes a la adopción de las NIIF de 2005 sobre la información financiera, conforme se señaló en la sección anterior, de aquí que para este estudio no se tengan en cuenta la información de los estados financieros correspondientes a 2006.⁴ Esto, teniendo en cuenta que la opacidad requiere al menos de tres rezagos de los DD (medida del EM) para su cálculo, limita la muestra a 3,677 observaciones para Reino Unido (1995-2005; 2007-2014) y 2,941 para Francia (1992-2005; 2007-2014).⁵

Metodología:

La metodología de Hutton et al. (2009) establece que el riesgo idiosincrático de una acción se aproxima a través del coeficiente de determinación de un análisis de regresión de la variación de los retornos semanales del precio de la acción en función de los retornos del mercado y de la industria.⁶ La Ec. 1 indica la regresión que permite computar el coeficiente de determinación o r-cuadrado con el que se estima el riesgo idiosincrático:

$$\begin{aligned}
 r_{comp,t} = & \beta_{comp} + \beta_{1,comp}r_{sector,t} + \beta_{2,comp}r_{sector,t-1} + \beta_{3,comp}r_{sector,t+1} \\
 & + \beta_{4,comp}r_{mercado,t} + \beta_{5,comp}r_{mercado,t-1} \\
 & + \beta_{6,comp}r_{mercado,t+1} + \varepsilon_{comp,t}
 \end{aligned}
 \tag{Ec. 1}$$

⁴ La opacidad presenta una cualidad muy ventajosa para este estudio y la misma reside en su construcción. Al tener en cuenta hasta tres rezagos de EM lidia con los efectos derivados de la implementación de NIIF al compararlos con los de otros años en donde ya se ha podido descontar el efecto de la adopción de estos estándares. Más adelante se profundizará sobre otras ventajas de esta medida.

⁵ Las estadísticas descriptivas de la muestra se pueden apreciar en el **Anexo**.

⁶ Se tomaron los sectores del Global Industry Classification Standard para identificar las industrias en cada país.

Los retornos del mercado ($r_{mercado}$) y de la industria (r_{sector}) se estiman al calcular los retornos continuos semanales de un portafolio ponderado por valor para cada caso. El r-cuadrado de la regresión, que explica los retornos continuos de la acción (r_{comp}), es utilizado para calcular el riesgo idiosincrático de la acción siguiendo la Ec. 2:⁷

$$Riesg. Idiosinc. = \ln\left(\frac{1 - R^2}{R^2}\right) \quad Ec. 2$$

Por otro lado, la medida de opacidad, que sirve como proxy de la calidad de la información financiera, se vale del EM que a su vez es calculado haciendo uso de los DD.⁸ Este trabajo utiliza el *Modelo de Jones Modificado* (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995) para estimar los DD, puesto que su poder de predicción a la hora de detectar los DD es superior a los demás modelos existentes al igual que su popularidad en las investigaciones que involucran DD como proxy del EM (Dechow, Hutton, Kim, & Sloan, 2012; Dechow et al., 1995; Doukakis, 2014). El *Modelo de Jones Modificado* indica que es necesario estimar los errores de la siguiente regresión para calcular los DD:

$$\frac{DT_t}{Act_{t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Act_{t-1}} + \beta_0 \frac{\Delta Ventas_t - \Delta CxC_t}{Act_{t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta PPE_t}{Act_{t-1}} + \varepsilon_t \quad Ec. 3$$

En este caso, las regresiones se estiman por grupos de industria en cada año, garantizando que al menos hay ocho observaciones por sector para realizar la regresión (Doukakis, 2014). Así, en la Ec. 3 los devengos totales de una compañía (DT_t) se regresan en función de la variación de las ventas descontado el efecto de la variación en cuentas por cobrar

⁷ Bajo este planteamiento, el riesgo sistemático de los retornos accionarios de una firma se aproxima mediante el r-cuadrado de la Ec. 1.

⁸ (Hutton et al., 2009) indican que su medida de opacidad corresponde a una medida de transparencia del reporte financiero, partiendo del hecho de que el EM es una medida de transparencia. Frente a esto, en esta investigación se asume que la variable opacidad corresponde a una proxy de la calidad de la información financiera, en tanto la misma deriva de una medida de EM y como se indicó en la sección anterior, el EM es considerado en la literatura de adopción de NIIF como una variable que tiene una relación negativa con la calidad de la información contenida en los estados financieros.

$(\Delta Ventas_t - \Delta CxC_t)$ y el saldo en libros de la cuenta de propiedad, planta y equipo (ΔPPE_t), todo lo anterior escalado por el primer rezago de los activos totales (Act_{t-1}). Las cifras de los errores estimados de la regresión anterior son la medida de DD que se utiliza como proxy del EM de una compañía. Con esta información, (Hutton et al., 2009) indica que la opacidad se computa de la siguiente forma:

$$Opacidad = V.Abs(DD_{t-1}) + V.Abs(DD_{t-2}) + V.Abs(DD_{t-3}) \quad Ec. 4$$

De esta medida, los autores señalan que la sumatoria de los valores absolutos ($V.Abs$) de los devengos discrecionales (DD) constituye una mejor proxy para la calidad de la información financiera que el EM medido por los DD, debido a que si una firma presenta un nivel de DD altamente positivo en un periodo es de esperar que los mismos se reviertan en el periodo siguiente, trayendo como consecuencia DD altamente negativos, hecho que es castigado en la Ec. 4 al tener en cuenta el valor absoluto de los DD y que podría no ser tenido en cuenta solo al observar los DD individuales de cada año.

Con la información del riesgo idiosincrático de los retornos y la opacidad de la información financiera de la acción de una compañía, Hutton et al. (2009) realizan un análisis de regresión en donde explican la variación del riesgo idiosincrático de una firma en función de la opacidad de su información financiera y una serie de variables de control, entre las que se encuentran el tamaño, medido como el logaritmo natural de su capitalización bursátil, el cociente entre su valor de mercado (o capitalización bursátil) y su valor en libros, su nivel de endeudamiento, su nivel de retorno sobre el capital contable (ROE), la varianza de los retornos de la industria a la que pertenece y el nivel de asimetría

(coeficiente de asimetría) y curtosis de la distribución de sus retornos accionarios.⁹ Como se indicó en la sección anterior, a priori se espera que la relación entre la opacidad y el riesgo idiosincrático de una compañía sea negativa.

4. RESULTADOS

A continuación se consolidan los resultados de las regresiones del riesgo idiosincrático en función de la opacidad y las variables de control expuestas en la sección anterior. Nótese que se tuvo en cuenta el efecto que puede tener el tamaño de una firma en la correlación que exhiben las variables de interés (opacidad y riesgo idiosincrático), tal que se realiza un análisis de regresión para aquellas compañías *grandes* y *pequeñas*.¹⁰ De igual manera, con el objetivo de evaluar el efecto que tiene la adopción de las NIIF sobre la relación entre la opacidad y el riesgo idiosincrático, se construye una variable dicotómica que toma el valor de 1 después del año 2005 y 0 en caso contrario.

De las regresiones expuestas en la Tabla 1, el Panel A presenta los resultados para el Reino Unido. Así, según se puede apreciar en las especificaciones 1 y 2 del Panel A, para las acciones ordinarias de las compañías británicas en general se puede validar que antes y después de la adopción de las NIIF no existe una relación lineal entre los niveles de opacidad de su información financiera y el riesgo idiosincrático de sus retornos accionarios. Ahora bien los resultados varían notoriamente si se procede a contemplar cómo se comporta esta relación para las empresas grandes y pequeñas. De esta forma, la especificación 4 permite entrever que antes de la implementación de NIIF de 2005 se

⁹ La definición de estas y otras variables utilizadas en este estudio se encuentran en el Anexo .

¹⁰ Las denominadas firmas *grandes* corresponden a aquellas ubicadas por encima del percentil 75 de la variable de tamaño mientras que las firmas *pequeñas* son aquellas ubicadas por debajo del percentil 25.

registra una correlación positiva entre la opacidad y el riesgo idiosincrático en las firmas pequeñas pero que prácticamente se anula una vez se implementan las NIIF, hecho que está siendo ignorado en la especificación 3 al no contemplar el cambio estructural que podrían haber tenido las NIIF en esta relación.¹¹ Frente a estos resultados es necesario ser cauteloso en su interpretación en vista que el coeficiente de determinación de estas regresiones es muy bajo. En lo que respecta a las empresas grandes si bien es cierto que la especificación 5 está obviando la correlación entre la opacidad y el riesgo idiosincrático de las firmas grandes en Reino Unido al no tener en cuenta el papel que juega la implementación de NIIF, los resultados son contrarios a la especificación 4 y dan cuenta que existe una asociación negativa entre la opacidad y el riesgo idiosincrático para estas compañías, lo cual es lo esperado según el planteamiento de las hipótesis 1. Sin embargo, esta relación se ve menguada notoriamente una vez se implementan las NIIF en Reino Unido, pasando de -2.096 a 0.175 (-2.096 + 2.271). Es importante señalar que la variación del riesgo idiosincrático de compañías de tamaño grande del Reino Unido es explicada en gran medida por el modelo planteado y asimismo el r-cuadrado ajustado de la especificación 6 es más alto que el de la especificación 5, lo que indica que el cambio estructural provocado por la implementación de las NIIF sí ayuda a explicar en mayor medida la variación del riesgo idiosincrático de las compañías grandes en Reino Unido.¹²

Ahora bien, el Panel B que corresponde al análisis de las empresas francesas deja ver que existe una relación entre la opacidad de su información financiera y el riesgo idiosincrático

¹¹ Notar que el efecto marginal de la opacidad sobre el riesgo idiosincrático después de las NIIF es de solo 0.021 (0.8600 + 0.8390) valor que es muy inferior a 0.86 que era su efecto antes del 2005.

¹² El cambio estructural mencionado indica que producto de la implementación de NIIF es posible observar no solo un cambio en la relación entre la opacidad y el riesgo idiosincrático de la acción de una compañía, sino también en la parte de la variación del riesgo idiosincrático que no es explicada por el modelo, es decir en el intercepto.

de sus acciones, hecho que cumple con las expectativas de las hipótesis 1. En este sentido, de las especificaciones 1 y 2 es posible observar que esta relación se mantiene incluso después de la adopción de NIIF, e inclusive podría plantearse que tal asociación es exacerbada por la implementación de esos estándares. Al analizar el efecto que tiene el tamaño de las empresas sobre esta relación se puede validar que en el caso de las empresas de menor tamaño, la relación entre opacidad y el riesgo idiosincrático es negativa y las NIIF no tienen impacto alguno en esta relación. Asimismo, como en el caso de Reino Unido, el ajuste del modelo utilizado es muy bajo para las empresas pequeñas y una vez más los resultados de estas especificaciones deben ser analizados con cuidado. Por otro lado, a pesar que para las empresas más grandes el coeficiente de determinación de las especificaciones es más alto que para el grupo de compañías analizado previamente, no se puede validar que las NIIF tengan un efecto sobre la relación entre la opacidad y el riesgo idiosincrático del retorno accionario. De hecho, en lo que respecta a las firmas de mayor dimensión, es posible observar que no existe una correlación estadísticamente significativa entre las variables mencionadas ni antes ni después de la implementación de NIIF.

Adicionalmente, es pertinente señalar que para ambos países la variable *IFRS* que recoge el efecto de la adopción de NIIF sobre la variación del riesgo idiosincrático que no es explicada por el planteamiento de Hutton et al. (2009) es significativo y negativo para todas las compañías en general, al igual que para las grandes firmas.

5. PRUEBAS DE ROBUSTEZ

En adición al análisis de Hutton et al. (2009) y con el objetivo de validar los hallazgos de la sección anterior, se procede a realizar una serie de pruebas de robustez, en las que se reestima la opacidad mediante el uso de diferentes modelos de cálculo de los DD.

En el ámbito internacional se han utilizado diferentes metodologías para medir el EM mediante DD. Pelucio-Grecco et al. (2014) realizan una revisión de las publicaciones en ese contexto, para el periodo comprendido entre los años 2008 y 2012, constatando el amplio uso del *Modelo de Jones* (Jones, 1991), el *Modelo de Jones Modificado* (Dechow et al., 1995), el *Modelo de Jones Modificado de* (Kothari, Leone, & Wasley, 2005) y el *Modelo de Jones Modificado de* (Teoh, Welch, & Wong, 1998), siendo los modelos de Dechow et al. (1995) y Kothari et al. (2005) los más utilizados con 24 y 18 publicaciones respectivamente.¹³ De igual manera, Pelucio-Grecco et al. (2014) también señalan las bondades del Modelo de Kang & Sivaramakrishnan (1995) y su uso en los estudios de EM en Brasil. Por su parte esta investigación también pudo constatar el uso de estos modelos en la literatura en trabajos como los de Louis (2004), Bergstresser & Philippon (2006), Cornett, Marcus, & Tehranian (2008), Zéghal et al. (2011), Zhang, Uchida, & Bu (2013), Cang et al. (2014) y Doukakis (2014).

De los modelos mencionados para el cálculo de los DD conviene aclarar que los mismos son transformaciones del *Modelo de Jones*, incluido el *Modelo de Jones Modificado* que fue utilizado en la sección anterior. De esta manera, se procede a explicar la forma en que cada modelo aproxima los DD con base en los detalles suministrados en la sección 3. Así,

¹³ Ver Tabla 1, página 48 del documento de Pelucio-Grecco et al. (2014) para más información.

el *Modelo de Jones*, en relación con el *Modelo de Jones Modificado*, realiza la estimación de los DD asumiendo que los ingresos por ventas no son susceptibles de manipulación por parte de la gerencia, de aquí que no tenga en cuenta el ajuste por la variación en las cuentas por cobrar (ΔCxC_t) de la Ec. 3 (Dechow et al., 1995). Por su parte, Teoh et al. (1998) hacen uso del *Modelo de Jones Modificado* sin tener en cuenta la variación en los activos fijos (ΔPPE_t) de la Ec. 3, en tanto argumentan que los devengos de largo plazo son menos propensos a sufrir de manipulaciones por parte de la gerencia. Respecto del modelo planteado por Dechow et al. (1995), Kothari et al. (2005) indican que es necesario incluir como variable de control contemporánea, es decir sin rezago alguno, el retorno sobre los activos, en tanto como se encuentra planteado el *Modelo de Jones Modificado*, se asume que hay un incremento de los DD cuando la firma está en una etapa de crecimiento.¹⁴ Del *Modelo KS*, Kang & Sivaramakrishnan (1995) plantean una forma de calcular los DD mediante el error estimado de la siguiente especificación:

$$\begin{aligned} \frac{DT_t}{Act_{t-1}} = & \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{CxC_{t-1}}{Ventas_{t-1}} \right) \left(\frac{Ventas_t}{Act_{t-1}} \right) \\ & + \alpha_2 \left(\frac{Inv_{t-1} + OAC_{t-1} - CxP_{t-1}}{Gast_{t-1}} \right) \frac{Gast_t}{Act_{t-1}} \\ & + \alpha_3 \left(\frac{Dep_{t-1}}{AFB_{t-1}} \right) \left(\frac{AFB_t}{Act_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \end{aligned} \quad \text{Ec. 5}$$

En donde en adición a los variables que se tuvieron en cuenta para la Ec. 3, estos autores incorporan el efecto de los inventarios (*Inv*), los gastos pagados anticipado (*OAC*), las cuentas por pagar (*CxP*), los gastos totales sin el efecto de las depreciaciones y

¹⁴ El lector debe recordar que las variables especificadas en la Ec. 3 se encontraban escaladas por el primer rezago de los activos totales.

amortizaciones (*Gast*), las depreciaciones y amortizaciones (*Dep*) y el activo fijo bruto (*AFB*).

Los resultados del análisis de regresión mediante los modelos mencionados se encuentran en la sección de ANEXOS. El Anexo , correspondiente al Reino Unido, permite evidenciar que los resultados validados en la sección anterior se mantienen. De esta forma, es posible observar que, en general, bajo las diferentes medidas de opacidad que fueron calculadas según las distintas aproximaciones de los DD no existe una relación entre la opacidad de la información financiera y el riesgo idiosincrático de la acciones de las compañías listadas en Reino Unido. Asimismo, una vez se procede a realizar el análisis de Hutton et al. (2009) teniendo en cuenta el efecto del tamaño de las compañías, los resultados de las regresiones indican que para las firmas de gran tamaño en el Reino Unido la relación entre la opacidad y el riesgo idiosincrático es negativa antes de la adopción de las NIIF y una vez se adoptaron esos estándares de reporte financiero esa asociación tiende a menguarse.¹⁵ Asimismo, los diferentes paneles del Anexo permiten apreciar que los coeficientes de determinación de las especificaciones planteadas para las empresas de menor tamaño en el Reino Unido son muy bajos, lo que está en sintonía con los resultados de la sección anterior.

Del mismo modo, el Anexo contiene los resultados de las especificaciones para las firmas listadas en Francia que incorporan las diferentes medidas de opacidad por los modelos ya mencionados. Los paneles del A al D permiten establecer que si bien en la sección anterior

¹⁵ El efecto marginal de la opacidad sobre el riesgo idiosincrático una vez se implementaron las NIIF es de 0.357, 0.639 y 0.552 para las especificaciones que utilizan los modelos de Jones (1991), Kothari et al. (2005) y Kang & Sivaramakrishnan (1995). En ese mismo orden, conviene mencionar que el efecto marginal previo a la adopción de las NIIF para las empresas de mayor dimensión es de -2.294, -2.653, -1.275. En este sentido solo el modelo de Teoh et al. (1998) muestra un coeficiente de la interacción entre la variable de opacidad y la de IFRS que si bien es positivo no es significativo.

se pudo constatar que una vez se adoptan las NIIF la relación negativa que exhiben la opacidad y el riesgo idiosincrático se hace más importante para todas las firmas, esto no ocurre para ninguna de los modelos establecidos. Por otro lado, y esta vez en sincronía con los resultados develados en el panel B de la Tabla 1, no existe una relación estadísticamente significativa entre la opacidad y el riesgo idiosincrático de las firmas de mayor tamaño, y al mismo tiempo el ajuste de las especificaciones planteadas para las empresas más pequeñas listadas en Francia es muy bajo, de aquí que esos resultados, una vez más, deban ser interpretados con cuidado. En este punto, las especificaciones relacionadas con las empresas de menor tamaño podrían indicar que aparentemente existe una relación negativa entre la opacidad y el riesgo idiosincrático para ese grupo antes de la adopción de NIIF de 2005.

6. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

En esencia los resultados indican que a primera vista, antes de la implementación de las NIIF, no existe una relación entre la calidad de la información financiera con el riesgo idiosincrático de las acciones de las compañías en Reino Unido. Este hallazgo se opone parcialmente a la primera hipótesis planteada en este estudio en vista que si bien no hay una asociación entre la opacidad y el riesgo idiosincrático antes de la implementación de NIIF, es posible apreciar que esta relación se conserva después del 2005, lo que se puede entender como que las condiciones que potencian y restringen el EM, y que están inmersas en la adopción de estos estándares, se compensan.

Pese a esto, una vez se tiene en cuenta que la relación entre la calidad de la información financiera y el riesgo idiosincrático, y el efecto que sobre ella ejercen las NIIF, puede verse

afectado por el tamaño de las compañías que se estén estudiando, conforme lo plantea la hipótesis 3, las conclusiones cambian. Así, en el Reino Unido es posible validar que la correlación entre las variables analizadas no es la misma para empresas con gran tamaño en relación con aquellas de menor dimensión. Compañías con mayor tamaño presentan una relación negativa entre la opacidad de la información financiera y el riesgo idiosincrático de sus retornos accionarios antes del 2005, relación que tiende a desaparecer tras la implementación de las NIIF. Este hecho evidencia que los argumentos a favor del impacto positivo de las NIIF sobre la calidad de la información financiera priman sobre aquellos que indican que esos estándares potencian el EM, además pone de manifiesto un argumento a favor de los objetivos previstos por la *Regulación IAS* en lo que se refiere al mejoramiento en la calidad de los reportes financieros. Así, tras la implementación de las NIIF es posible argumentar que en el Reino Unido la información que aportan los estados financieros ayuda a que los inversionistas cuenten con más criterios, además de la información suministrada por el sector económico o el mercado al que pertenece una empresa (riesgo sistemático) de gran tamaño, a la hora de juzgar su capacidad de generar flujos de caja futuros, hecho que es reflejado en la cotización de su acción y por ende en sus retornos accionarios.¹⁶

Ahora bien, en el caso de Francia es posible observar que los resultados de las secciones 4 y 5 para las compañías en general se encuentran en sintonía con lo planteado en la hipótesis 1. Previo a la implementación de las NIIF existe una relación negativa entre la opacidad de los reportes financieros y el riesgo idiosincrático de los retornos accionarios de las

¹⁶ La investigación concluye que si es posible apreciar un efecto positivo de las NIIF sobre la calidad información financiera para las grandes compañías en el Reino Unido, en tanto, como se explicó en la sección 5, de los diferentes modelos utilizados en la literatura para calcular los DD, la mayoría da cuenta de esa relación, en especial cabe destacar los de Dechow et al. (1995), Kothari et al. (2005) y Kang & Sivaramakrishnan (1995).

empresas en general, pero una vez se implementan esos estándares no es posible observar que los mismos influyen de alguna manera la relación existente entre la calidad de la información financiera y el riesgo idiosincrático de los retornos accionarios de una compañía.¹⁷ En este punto se podría argumentar que factores tales como el juicio profesional, criterios de valoración como el valor razonable entre otros aspectos que potencian el EM se ven compensados con el mejoramiento en la calidad de los estándares contables. Ahora bien, en lo que concierne al tamaño de las firmas, en contravía a lo esperado por la hipótesis 3 el efecto que tienen las NIIF en la relación entre la calidad de la información financiera y el riesgo idiosincrático no cambia al considerar el tamaño de la compañía.

De los hallazgos anteriores, es posible establecer que el efecto que tienen las NIIF sobre la relación entre la calidad de la información financiera y el riesgo idiosincrático de los retornos accionarios de las compañías es diferente entre los países analizados, como se evidencia por los resultados para las empresas de mayor tamaño en Reino Unido que experimentan un beneficio de la implementación de NIIF que sus pares en Francia no tienen una vez se adoptan esos estándares en ambos países. Esto coincide con lo esperado por la hipótesis 2 y con varios estudios que hacen notar las ventajas, a la hora de implementar NIIF, por parte de países como el Reino Unido con un sistema de Ley Común, alto rigor de aplicación en las normas contables y pocas diferencias entre sus principios de contabilidad y las NIIF; en oposición con los que sucede en países como Francia, con un

¹⁷ En este punto se tuvo en cuenta los resultados de la sección 5 en los que las otras aproximaciones al EM medido como el DD estimado dan cuenta que no hay un impacto en el efecto marginal de la opacidad sobre el riesgo idiosincrático una vez se adoptan las NIIF. Asimismo, el lector debe tener en cuenta que este efecto es débil en la especificación 2 del Panel B al gozar de poca significancia (p -valor <0.10).

sistema legal de Código Civil, con poco rigor en la aplicación de las normas contables y altas diferencias entre sus principios de contabilidad y las NIIF (Daske et al., 2008; Doukakis, 2014; Jeanjean & Stolowy, 2008; Liao et al., 2012; Soderstrom & Sun, 2007; Van Tendeloo & Vanstraelen, 2005; Von Koch et al., 2014).

Por otro lado, en lo que concierne al análisis de las firmas más pequeñas de ambos países, si bien el ajuste de los modelos utilizados es muy bajo, estos dejan entrever una serie de hechos que se considera pueden ser abordados en investigaciones futuras. Primero, para el Reino Unido las empresas de este grupo presentan una relación positiva entre la opacidad de la información financiera y el riesgo idiosincrático de sus retornos accionarios antes de la implementación obligatoria de las NIIF, hecho que es contradictorio a lo planteado en la hipótesis 1 y que podría indicar que entre menor es la calidad de la información financiera de una firma los inversionistas buscan otro tipo de información que aquella relacionada con el riesgo sistemático para juzgar su capacidad de generar flujos de caja futuros. Segundo, en el caso de Francia, al parecer son las empresas más pequeñas las que presentan una asociación negativa entre la menor calidad de la información financiera y el riesgo idiosincrático, hecho que podría indicar que los resultados expuestos para las compañías en general pueden estar influenciados en gran medida por el comportamiento de las empresas más pequeñas, sin embargo esta posición requiere de un análisis más exhaustivo teniendo en cuenta el bajo coeficiente de determinación de las especificaciones relativas a este grupo.¹⁸

¹⁸ Estos hechos se pueden constatar en gran parte de las especificaciones 3 y 4 de la Tabla 1 y el Anexo .

En esta misma vía, este trabajo también considera que la significancia y el signo de la variable dicotómica *IFRS* en los paneles de la Tabla 1 (al igual que para la mayoría de las especificaciones de los anexos C y D) para todas las compañías y aquellas de mayor tamaño en Reino Unido y Francia puede ser un hallazgo para considerar en investigaciones futuras. Esta evidencia señalaría que si bien las NIIF tienen un impacto positivo sobre la calidad de la información al menguar el EM, mejorando la calidad de la información financiera y su impacto en el riesgo idiosincrático, como se explicó con anterioridad; la adopción en el 2005 de estos estándares en Reino Unido y Francia se encontraría asociada a una clara reducción del riesgo idiosincrático de los retornos accionarios para las compañías en estos países.¹⁹

7. CONCLUSIONES

Esta investigación estudia el efecto de la implementación obligatoria de NIIF en la calidad de la información financiera y los retornos accionarios de empresas del Reino Unido y Francia, aplicando la metodología de Hutton et al. (2009). Bajo este enfoque, se analiza la relación entre la opacidad, proxy de la calidad de la información plasmada en los reportes financieros (que utiliza el EM), sobre el riesgo idiosincrático de los retornos accionarios de las firmas en Reino Unido y Francia. Los resultados del análisis de regresión indican que si bien para el Reino Unido tal relación en primera instancia no es observable con o sin adopción de NIIF, la misma si se puede evidenciar al tener en cuenta los tamaños de las empresas analizadas. Así, este país que cuenta con un sistema legal de Ley Común, gran cercanía entre sus principios de contabilidad y las NIIF, al igual que alta rigurosidad en el

¹⁹ El cual se puede apreciar a través del cambio en el intercepto de las regresiones expuestas.

cumplimiento de las normas contables; evidencia un incremento en la calidad de la información financiera asociado a la implementación obligatoria de las NIIF para sus compañías con mayor capitalización bursátil. Este resultado se encuentra en línea con estudios como los realizados por Barth et al. (2008), Jeanjean & Stolowy (2008) y Liao et al. (2012), quienes validan mejoras en la calidad de la información financiera en Reino Unido tras la implementación de NIIF.

Por otro lado, entre los otros hallazgos de este trabajo vale la pena destacar que se valida que existe un efecto negativo de la implementación de NIIF sobre el riesgo idiosincrático para ambos países. Se considera que este hecho debe ser estudiado con mayor escrutinio en futuras investigaciones. Finalmente, si bien este trabajo aborda una metodología más robusta frente a los problemas del diseño de investigaciones evidenciados en otros trabajos, vale la pena resaltar que esta investigación en ningún momento pretende llegar a un conclusión definitiva en torno a la discusión de los efectos que tiene la adopción obligatoria de las NIIF sobre la calidad de la información financiera en la UE; sino que más bien busca aportar a esta discusión empleando una nueva metodología que puede utilizarse para analizar esta temática.

Tabla 1. Relación entre el riesgo idiosincrático y la opacidad.

Los paneles A y B reportan los resultados para las regresiones del riesgo idiosincrático de los retornos accionarios en función de la opacidad de los estados financieros y una serie de variables de control, para las compañías listadas en las bolsas de valores de Reino Unido y Francia. Las variables de control incluyen la varianza de los retornos del sector a la que la empresa pertenece, el tamaño de la empresa medido como el logaritmo de su capitalización bursátil, el cociente entre su capitalización bursátil y su valor en libros, su nivel de endeudamiento, la rentabilidad de su patrimonio (ROE), el coeficiente de asimetría y la curtosis de sus retornos accionarios. El tamaño, el cociente del valor de mercado a libros y el endeudamiento se encuentran rezagadas un periodo fiscal. Los errores estándar de las regresiones se estimaron de forma robusta. Los p-valores se encuentran entre corchetes. ***, **, * denotan significancia al 0.01, 0.5 y 0.10.

Panel A: Reino Unido

Variable dependiente:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Riesgo Idiosincrático</i>	<i>Todas</i>	<i>Todas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Grandes</i>	<i>Grandes</i>
Medida de Opacidad por:	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p
<i>Modelo de Jones modificado</i>						
<i>Opacidad</i>	0.009 [0.287]	-0.122 [0.650]	0.022*** [0.001]	0.860* [0.087]	-0.122 [0.635]	-2.096* [0.053]
<i>Varianza sector</i>	1.983*** [0.002]	2.520*** [0.000]	6.130 [0.132]	6.154 [0.131]	29.706** [0.018]	29.422** [0.013]
<i>Tamaño</i>	-0.273*** [0.000]	-0.274*** [0.000]				
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	-0.001 [0.889]	0.002 [0.864]	-0.037** [0.013]	-0.041*** [0.008]	-0.009 [0.674]	-0.008 [0.720]
<i>Endeudamiento</i>	-0.201** [0.011]	-0.268*** [0.001]	-0.004 [0.977]	-0.003 [0.981]	-0.150 [0.451]	-0.208 [0.291]
<i>ROE</i>	0.131* [0.078]	0.089 [0.228]	-0.048 [0.596]	-0.045 [0.625]	-0.693** [0.018]	-0.585** [0.048]
<i>Asimetría</i>	0.047*** [0.001]	0.044*** [0.002]	0.062*** [0.002]	0.061*** [0.002]	0.063 [0.197]	0.017 [0.724]
<i>Curtosis</i>	0.023*** [0.000]	0.022*** [0.000]	0.015** [0.013]	0.015** [0.014]	0.085*** [0.000]	0.075*** [0.000]
<i>IFRS</i>		-0.292*** [0.000]		0.086 [0.324]		-0.608*** [0.000]
<i>Opacidad # IFRS</i>		0.139 [0.604]		-0.839* [0.095]		2.271** [0.041]
<i>Intercepto</i>	2.866*** [0.000]	3.066*** [0.000]	2.001*** [0.000]	1.914*** [0.000]	0.319** [0.028]	0.759*** [0.000]
Obs.	3677	3677	800	800	993	993
R2	0.3495	0.3660	0.0368	0.0428	0.1015	0.1498
R2_ajustado	0.3481	0.3642	0.0283	0.0319	0.0951	0.1420

Panel B: Francia

Variable dependiente:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Riesgo Idiosincrático</i>	<i>Todas</i>	<i>Todas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Grandes</i>	<i>Grandes</i>
Medida de Opacidad por:	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p
<i>Modelo de Jones modificado</i>						
<i>Opacidad</i>	-0.024*	-0.021***	-0.014**	-0.014***	-0.506	-0.503
	[0.053]	[0.005]	[0.012]	[0.000]	[0.518]	[0.618]
<i>Varianza sector</i>	58.556***	50.692***	27.003***	16.811***	128.440***	120.032***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.006]	[0.000]	[0.000]
<i>Tamaño</i>	-0.229***	-0.226***				
	[0.000]	[0.000]				
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	-0.018	-0.026**	0.004	-0.003	-0.064**	-0.081***
	[0.103]	[0.018]	[0.827]	[0.861]	[0.024]	[0.005]
<i>Endeudamiento</i>	-0.100	-0.253***	0.033	-0.055	0.330	0.155
	[0.299]	[0.009]	[0.865]	[0.775]	[0.286]	[0.605]
<i>ROE</i>	0.336***	0.288***	-0.098	-0.153	1.593***	1.775***
	[0.001]	[0.005]	[0.446]	[0.238]	[0.007]	[0.002]
<i>Asimetría</i>	0.088***	0.084***	0.042	0.042	0.145*	0.126
	[0.000]	[0.000]	[0.227]	[0.243]	[0.079]	[0.126]
<i>Curtosis</i>	0.019***	0.019***	0.012	0.013	0.029	0.023
	[0.001]	[0.001]	[0.156]	[0.157]	[0.151]	[0.256]
<i>IFRS</i>		-0.278***		-0.240***		-0.291***
		[0.000]		[0.001]		[0.005]
<i>Opacidad # IFRS</i>		-0.072*		-0.041		-1.792
		[0.078]		[0.477]		[0.174]
<i>Intercepto</i>	2.136***	2.386***	1.476***	1.692***	-0.608**	-0.266
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.011]	[0.264]
Obs.	2941	2941	739	739	588	588
R2	0.3147	0.3293	0.0332	0.0505	0.2582	0.2786
R2_ajustado	0.3128	0.3270	0.0239	0.0388	0.2492	0.2674

8. ANEXOS

Anexo A. Definiciones de Variables

Variable	Descripción
DT_t	Devengos Totales de una compañía. Corresponden a la diferencia entre las utilidades netas (excluyendo los efectos de la discontinuidad de las operaciones, los cambios en las prácticas contables, las catástrofes naturales e intereses minoritarios) y el efectivo generado por las actividades de operación (Hutton et al., 2009).
$\Delta Ventas_t$	Variación interanual de los ingresos netos por ventas.
ΔCxC_t	Variación interanual de las cuentas por cobrar.
ΔPPE_t	Variación interanual de Propiedad, planta y equipo neto.
Act_{t-1}	Primer rezago del Total de Activos.
ROA_t	Retorno sobre el Total de Activos.
DD_t	Devengos discrecionales de una firma. Se estiman a partir del modelo de EM. En la sección de resultados se estiman con base en el <i>Modelo de Jones Modificado</i> , Ec. 3, pero esta especificación cambia para los resultados de las pruebas de robustez, donde se incorporan otros modelos de EM.
<i>Opacidad</i>	Medida de la calidad de la información financiera que se estima a partir de la sumatoria de los valores absolutos de cada uno de los tres rezagos de los devengos discrecionales de una firma. Ver Ec.4 en sección de Metodología para más detalles.
<i>Varianza sector</i>	Varianza de los retornos anuales de la industria a la que pertenece a una firma.
<i>Tamaño</i>	Logaritmo natural de la capitalización bursátil de una compañía. La capitalización bursátil se mide al inicio del periodo fiscal y se computa como el producto entre el precio y la cantidad de acciones en circulación para una firma, ajustando por el efecto de splits y derechos accionarios.
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	Cociente entre la capitalización bursátil y el valor del patrimonio contable al inicio del periodo fiscal de una firma.
<i>Endeudamiento</i>	Cociente entre el total de pasivos y activos al inicio del periodo fiscal de una compañía.
<i>ROE</i>	Retorno sobre el patrimonio contable.
<i>Asimetría</i>	Coficiente de asimetría de la distribución de los retornos de una firma para un determinado periodo fiscal.
<i>Curtosis</i>	Curtosis de la distribución de los retornos de una firma para un determinado periodo fiscal.
<i>IFRS</i>	Variable dicotómica que toma el valor de 1 para periodos después del 2005 (adopción obligatoria de las NIIF en la UE) y 0 en caso contrario.

Anexo B. Estadísticas Descriptivas

Panel A: Reino Unido

Periodo: (1995-2005; 2007-2014)

Cifras en millones de GBP

Variable	Obs	Media	Desv. Est.	Min	Máx
Capitalización Bursátil	3,677	2,094.24	8,324.92	0.48	121,232.90
Patrimonio contable	3,677	920.42	4,188.25	(95.34)	78,719.67
Pasivos (Total)	3,677	1,346.45	6,051.17	0.02	116,439.50
Activos (Total)	3,677	2,266.95	10,080.34	0.28	188,966.40
Utilidad neta	3,677	146.09	766.06	(2,152.49)	16,277.20
Efectivo generado por la operación	3,677	233.99	1,091.12	(522.00)	19,897.25
Ingresos por ventas	3,677	2,165.30	11,030.67	-	242,476.20
Propiedad planta y equipo (neto)	3,677	820.20	4,662.95	-	83,879.08
Cuentas por cobrar	3,677	220.08	973.63	-	19,529.30
ROA (%)	3,677	3.93	9.85	(96.77)	67.54

Panel B: Francia

Periodo: (1992-2005; 2007-2014)

Cifras en millones de EUR

Variable	Obs	Media	Desv. Est.	Min	Máx
Capitalización Bursátil	2,941	1,828.65	5,721.34	0.33	84,984.93
Patrimonio contable	2,941	943.90	3,106.92	(5.09)	47,472.42
Pasivos (Total)	2,941	1,863.64	5,615.96	0.09	69,134.09
Activos (Total)	2,941	2,807.29	8,163.20	0.87	94,810.38
Utilidad neta	2,941	100.87	393.49	(8,084.29)	5,150.62
Efectivo generado por la operación	2,889	193.20	567.26	(758.49)	8,460.42
Ingresos por ventas	2,941	2,152.02	5,859.35	-	68,425.67
Propiedad planta y equipo (neto)	2,941	528.88	1,580.52	-	15,355.77
Cuentas por cobrar	2,941	400.00	1,079.43	-	14,560.58
ROA (%)	2,941	3.76	7.95	(67.10)	92.27

Anexo C. Pruebas de robustez para Reino Unido

Los paneles reportan los resultados para las regresiones del riesgo idiosincrático de los retornos accionarios en función de la opacidad de los estados financieros, calculada según cada uno de los modelos de cómputo de los devengos discrecionales especificados en la sección 5, junto con una serie de variables de control, para las compañías listadas en bolsa del Reino Unido. Las variables de control incluyen la varianza de los retornos del sector a la que la empresa pertenece, el tamaño de la empresa medido como el logaritmo natural de su capitalización bursátil, el cociente entre su capitalización bursátil y su valor en libros, su nivel de endeudamiento, la rentabilidad de su patrimonio (ROE), el coeficiente de asimetría y la curtosis de sus retornos accionarios. El tamaño, el cociente del valor de mercado a libros y el endeudamiento se encuentran rezagadas un periodo fiscal. Los errores estándar de las regresiones se estimaron de forma robusta. Los p-valores se encuentran entre corchetes. ***, **, * denotan significancia al 0.01, 0.5 y 0.10.

Panel A. Relación entre riesgo idiosincrático y la opacidad según el modelo de Jones (1991)

Variable dependiente:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Riesgo Idiosincrático</i>	<i>Todas</i>	<i>Todas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Grandes</i>	<i>Grandes</i>
Medida de Opacidad por:	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p
<i>Modelo de Jones (1991)</i>						
<i>Opacidad</i>	0.006 [0.567]	-0.117 [0.669]	0.020*** [0.000]	0.979* [0.063]	-0.193 [0.625]	-2.294** [0.048]
<i>Varianza sector</i>	1.984*** [0.002]	2.520*** [0.000]	6.149 [0.132]	6.225 [0.129]	29.699** [0.018]	29.339** [0.013]
<i>Tamaño</i>	-0.273*** [0.000]	-0.274*** [0.000]				
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	-0.001 [0.893]	0.002 [0.860]	-0.037** [0.013]	-0.041*** [0.008]	-0.009 [0.671]	-0.006 [0.762]
<i>Endeudamiento</i>	-0.202** [0.010]	-0.269*** [0.001]	-0.005 [0.970]	0.001 [0.993]	-0.159 [0.439]	-0.185 [0.368]
<i>ROE</i>	0.131* [0.079]	0.089 [0.230]	-0.049 [0.595]	-0.041 [0.657]	-0.695** [0.017]	-0.595** [0.043]
<i>Asimetría</i>	0.047*** [0.001]	0.044*** [0.002]	0.062*** [0.002]	0.061*** [0.002]	0.062 [0.211]	0.021 [0.672]
<i>Curtosis</i>	0.023*** [0.000]	0.022*** [0.000]	0.015** [0.013]	0.015** [0.016]	0.085*** [0.000]	0.075*** [0.000]
<i>IFRS</i>		-0.291*** [0.000]		0.098 [0.270]		-0.624*** [0.000]
<i>Opacidad # IFRS</i>		0.131 [0.632]		-0.961* [0.068]		2.651** [0.030]
<i>Intercepto</i>	2.867*** [0.000]	3.066*** [0.000]	2.002*** [0.000]	1.903*** [0.000]	0.328** [0.036]	0.748*** [0.000]
Obs.	3677	3677	800	800	993	993
R2	0.3495	0.3659	0.0365	0.0439	0.1015	0.1507
R2_ajustado	0.3481	0.3642	0.0280	0.0330	0.0952	0.1430

Panel B. Relación entre riesgo idiosincrático y la opacidad según el modelo de Teoh et al. (1998)

Variable dependiente:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Riesgo Idiosincrático</i>	<i>Todas</i>	<i>Todas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Grandes</i>	<i>Grandes</i>
Medida de Opacidad por:	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p
<i>Modelo de Teoh et al. (1998)</i>						
<i>Opacidad</i>	0.008 [0.472]	-0.189 [0.558]	0.024*** [0.001]	0.838 [0.124]	-1.535** [0.040]	-2.863** [0.037]
<i>Varianza sector</i>	1.983*** [0.002]	2.522*** [0.000]	6.122 [0.132]	6.100 [0.133]	29.817** [0.018]	29.480** [0.013]
<i>Tamaño</i>	-0.273*** [0.000]	-0.274*** [0.000]				
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	-0.001 [0.891]	0.002 [0.854]	-0.038** [0.013]	-0.042*** [0.007]	-0.006 [0.768]	-0.003 [0.875]
<i>Endeudamiento</i>	-0.202** [0.010]	-0.268*** [0.001]	-0.003 [0.980]	-0.000 [0.997]	-0.204 [0.287]	-0.293 [0.132]
<i>ROE</i>	0.131* [0.079]	0.090 [0.223]	-0.049 [0.595]	-0.051 [0.580]	-0.707** [0.016]	-0.607** [0.041]
<i>Asimetría</i>	0.047*** [0.001]	0.044*** [0.002]	0.062*** [0.002]	0.063*** [0.002]	0.057 [0.243]	0.008 [0.865]
<i>Curtosis</i>	0.023*** [0.000]	0.022*** [0.000]	0.015** [0.013]	0.015** [0.013]	0.085*** [0.000]	0.073*** [0.000]
<i>IFRS</i>		-0.294*** [0.000]		0.073 [0.403]		-0.531*** [0.000]
<i>Opacidad # IFRS</i>		0.205 [0.525]		-0.816 [0.134]		1.084 [0.509]
<i>Intercepto</i>	2.867*** [0.000]	3.071*** [0.000]	2.001*** [0.000]	1.927*** [0.000]	0.384*** [0.005]	0.787*** [0.000]
Obs.	3677	3677	800	800	993	993
R2	0.3495	0.3660	0.0368	0.0423	0.1048	0.1532
R2_ajustado	0.3481	0.3643	0.0283	0.0314	0.0984	0.1454

Panel C. Relación entre riesgo idiosincrático y la opacidad según el modelo de Kothari et al. (2005)

Variable dependiente:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Riesgo Idiosincrático</i>	<i>Todas</i>	<i>Todas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Grandes</i>	<i>Grandes</i>
Medida de Opacidad por:	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p
<i>Modelo de Kothari et al. (2005)</i>						
<i>Opacidad</i>	0.010 [0.221]	-0.279 [0.320]	0.019*** [0.000]	0.805* [0.078]	-0.146 [0.633]	-2.653** [0.010]
<i>Varianza sector</i>	1.984*** [0.002]	2.524*** [0.000]	6.154 [0.131]	6.201 [0.130]	29.694** [0.018]	29.405** [0.013]
<i>Tamaño</i>	-0.273*** [0.000]	-0.274*** [0.000]				
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	-0.001 [0.881]	0.002 [0.799]	-0.038** [0.013]	-0.042*** [0.008]	-0.008 [0.700]	-0.006 [0.761]
<i>Endeudamiento</i>	-0.200** [0.011]	-0.272*** [0.000]	-0.004 [0.977]	-0.003 [0.982]	-0.161 [0.446]	-0.148 [0.478]
<i>ROE</i>	0.132* [0.077]	0.087 [0.237]	-0.049 [0.593]	-0.047 [0.613]	-0.693** [0.018]	-0.592** [0.046]
<i>Asimetría</i>	0.046*** [0.001]	0.044*** [0.002]	0.062*** [0.002]	0.061*** [0.002]	0.063 [0.203]	0.030 [0.537]
<i>Curtosis</i>	0.023*** [0.000]	0.022*** [0.000]	0.015** [0.013]	0.015** [0.015]	0.085*** [0.000]	0.077*** [0.000]
<i>IFRS</i>		-0.312*** [0.000]		0.086 [0.321]		-0.720*** [0.000]
<i>Opacidad # IFRS</i>		0.299 [0.285]		-0.787* [0.085]		3.292*** [0.002]
<i>Intercepto</i>	2.866*** [0.000]	3.089*** [0.000]	2.001*** [0.000]	1.918*** [0.000]	0.326** [0.036]	0.782*** [0.000]
Obs.	3677	3677	800	800	993	993
R2	0.3495	0.3664	0.0365	0.0425	0.1015	0.1557
R2_ajustado	0.3481	0.3647	0.0279	0.0316	0.0951	0.1480

Panel D. Relación entre riesgo idiosincrático y la opacidad según el modelo KS

Variable dependiente:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Riesgo Idiosincrático</i>	<i>Todas</i>	<i>Todas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Grandes</i>	<i>Grandes</i>
Medida de Opacidad por:	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p
<i>Modelo KS</i>						
<i>Opacidad</i>	0.010 [0.194]	-0.216 [0.188]	0.014*** [0.000]	-0.091 [0.786]	-0.362 [0.232]	-1.275** [0.034]
<i>Varianza sector</i>	1.977*** [0.002]	2.519*** [0.000]	6.184 [0.130]	6.089 [0.131]	29.923** [0.017]	28.972** [0.014]
<i>Tamaño</i>	-0.273*** [0.000]	-0.274*** [0.000]				
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	-0.001 [0.896]	0.002 [0.869]	-0.037** [0.015]	-0.036** [0.018]	-0.009 [0.669]	-0.008 [0.711]
<i>Endeudamiento</i>	-0.201** [0.011]	-0.269*** [0.001]	-0.006 [0.961]	-0.018 [0.888]	-0.187 [0.347]	-0.143 [0.470]
<i>ROE</i>	0.131* [0.079]	0.086 [0.244]	-0.051 [0.577]	-0.059 [0.517]	-0.699** [0.017]	-0.517* [0.078]
<i>Asimetría</i>	0.046*** [0.001]	0.044*** [0.002]	0.062*** [0.002]	0.062*** [0.002]	0.059 [0.229]	0.025 [0.612]
<i>Curtosis</i>	0.023*** [0.000]	0.022*** [0.000]	0.015** [0.013]	0.015** [0.014]	0.084*** [0.000]	0.074*** [0.000]
<i>IFRS</i>		-0.323*** [0.000]		-0.047 [0.617]		-0.759*** [0.000]
<i>Opacidad # IFRS</i>		0.235 [0.152]		0.106 [0.753]		1.827*** [0.007]
<i>Intercepto</i>	2.866*** [0.000]	3.099*** [0.000]	2.002*** [0.000]	2.044*** [0.000]	0.394** [0.015]	0.778*** [0.000]
Obs.	3677	3677	800	800	993	993
R2	0.3495	0.3663	0.0358	0.0362	0.1026	0.1521
R2_ajustado	0.3481	0.3645	0.0273	0.0252	0.0962	0.1443

Anexo D. Pruebas de robustez para Francia

Los paneles reportan los resultados para las regresiones del riesgo idiosincrático de los retornos accionarios en función de la opacidad de los estados financieros, calculada según cada uno de los modelos de computo de los devengos discrecionales especificados en la sección 5, junto con una serie de variables de control, para las compañías listadas en bolsa de Francia. Las variables de control incluyen la varianza de los retornos del sector a la que la empresa pertenece, el tamaño de la empresa medido como el logaritmo natural de su capitalización bursátil, el cociente entre su capitalización bursátil y su valor en libros, su nivel de endeudamiento, la rentabilidad de su patrimonio (ROE), el coeficiente de asimetría y la curtosis de sus retornos accionarios. Las variables de control, con excepción de la opacidad, el ROE, el coeficiente de asimetría y la curtosis, están rezagadas un periodo fiscal. Los errores estándar de las regresiones se estimaron de forma robusta. Los p-valores se encuentran entre corchetes. ***, **, * denotan significancia al 0.01, 0.5 y 0.10.

Panel A. Relación entre riesgo idiosincrático y la opacidad según el modelo de Jones (1991)

Variable dependiente:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Riesgo Idiosincrático</i>	<i>Todas</i>	<i>Todas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Grandes</i>	<i>Grandes</i>
Medida de Opacidad por:	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p
<i>Modelo de Jones (1991)</i>						
<i>Opacidad</i>	-0.022** [0.043]	-0.020*** [0.004]	-0.013** [0.011]	-0.014*** [0.000]	-0.447 [0.613]	-0.759 [0.573]
<i>Varianza sector</i>	58.584*** [0.000]	50.734*** [0.000]	27.037*** [0.000]	16.870*** [0.006]	128.393*** [0.000]	120.736*** [0.000]
<i>Tamaño</i>	-0.228*** [0.000]	-0.225*** [0.000]				
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	-0.018 [0.102]	-0.026** [0.018]	0.004 [0.832]	-0.004 [0.839]	-0.065** [0.023]	-0.080*** [0.005]
<i>Endeudamiento</i>	-0.100 [0.299]	-0.254*** [0.009]	0.034 [0.862]	-0.051 [0.790]	0.331 [0.285]	0.159 [0.597]
<i>ROE</i>	0.336*** [0.001]	0.287*** [0.005]	-0.098 [0.445]	-0.155 [0.233]	1.607*** [0.006]	1.820*** [0.002]
<i>Asimetría</i>	0.088*** [0.000]	0.084*** [0.000]	0.042 [0.229]	0.042 [0.243]	0.146* [0.078]	0.129 [0.118]
<i>Curtosis</i>	0.019*** [0.001]	0.019*** [0.001]	0.012 [0.155]	0.013 [0.152]	0.029 [0.149]	0.024 [0.240]
<i>IFRS</i>		-0.279*** [0.000]		-0.245*** [0.000]		-0.329*** [0.002]
<i>Opacidad # IFRS</i>		-0.072 [0.141]		-0.024 [0.725]		-0.495 [0.768]
<i>Intercepto</i>	2.135*** [0.000]	2.386*** [0.000]	1.475*** [0.000]	1.689*** [0.000]	-0.613** [0.010]	-0.272 [0.254]
Obs.	2941	2941	739	739	588	588
R2	0.3146	0.3292	0.0330	0.0500	0.2580	0.2763
R2_ajustado	0.3127	0.3269	0.0237	0.0383	0.2490	0.2650

Panel B. Relación entre riesgo idiosincrático y la opacidad según el modelo de Teoh et al. (1998)

Variable dependiente:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Riesgo Idiosincrático</i>	<i>Todas</i>	<i>Todas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Grandes</i>	<i>Grandes</i>
Medida de Opacidad por:	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p
<i>Modelo de Teoh et al. (1998)</i>						
<i>Opacidad</i>	-0.022** [0.046]	-0.021*** [0.008]	-0.013*** [0.005]	-0.013*** [0.000]	-0.834 [0.443]	-1.395 [0.238]
<i>Varianza sector</i>	59.080*** [0.000]	51.244*** [0.000]	27.062*** [0.000]	16.807*** [0.006]	128.731*** [0.000]	120.462*** [0.000]
<i>Tamaño</i>	-0.229*** [0.000]	-0.226*** [0.000]				
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	-0.019* [0.088]	-0.027** [0.016]	0.004 [0.834]	-0.003 [0.861]	-0.064** [0.027]	-0.078*** [0.008]
<i>Endeudamiento</i>	-0.098 [0.305]	-0.252*** [0.009]	0.035 [0.857]	-0.060 [0.757]	0.316 [0.303]	0.129 [0.665]
<i>ROE</i>	0.338*** [0.001]	0.288*** [0.005]	-0.098 [0.445]	-0.154 [0.236]	1.609*** [0.006]	1.837*** [0.002]
<i>Asimetría</i>	0.088*** [0.000]	0.083*** [0.000]	0.042 [0.229]	0.041 [0.247]	0.149* [0.070]	0.134 [0.104]
<i>Curtosis</i>	0.019*** [0.001]	0.019*** [0.001]	0.012 [0.155]	0.013 [0.158]	0.030 [0.141]	0.025 [0.225]
<i>IFRS</i>		-0.279*** [0.000]		-0.238*** [0.001]		-0.312*** [0.004]
<i>Opacidad # IFRS</i>		-0.091 [0.176]		-0.066 [0.392]		-2.043 [0.503]
<i>Intercepto</i>	2.136*** [0.000]	2.387*** [0.000]	1.474*** [0.000]	1.695*** [0.000]	-0.604** [0.010]	-0.253 [0.287]
Obs.	2957	2957	739	739	589	589
R2	0.3154	0.3300	0.0330	0.0506	0.2595	0.2786
R2_ajustado	0.3136	0.3277	0.0237	0.0389	0.2505	0.2674

Panel C. Relación entre riesgo idiosincrático y la opacidad según el modelo de Kothari et al. (2005)

Variable dependiente:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Riesgo Idiosincrático</i>	<i>Todas</i>	<i>Todas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Grandes</i>	<i>Grandes</i>
Medida de Opacidad por:	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p
<i>Modelo de Kothari et al. (2005)</i>						
<i>Opacidad</i>	-0.022** [0.042]	-0.021*** [0.005]	-0.014** [0.012]	-0.014*** [0.000]	-0.352 [0.609]	-1.277 [0.324]
<i>Varianza sector</i>	58.588*** [0.000]	50.743*** [0.000]	27.016*** [0.000]	16.808*** [0.006]	128.513*** [0.000]	121.346*** [0.000]
<i>Tamaño</i>	-0.228*** [0.000]	-0.225*** [0.000]				
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	-0.018 [0.103]	-0.026** [0.019]	0.004 [0.827]	-0.003 [0.878]	-0.063** [0.026]	-0.077*** [0.007]
<i>Endeudamiento</i>	-0.102 [0.293]	-0.256*** [0.008]	0.032 [0.870]	-0.058 [0.765]	0.314 [0.318]	0.094 [0.758]
<i>ROE</i>	0.336*** [0.001]	0.285*** [0.006]	-0.099 [0.443]	-0.154 [0.235]	1.607*** [0.006]	1.814*** [0.001]
<i>Asimetría</i>	0.088*** [0.000]	0.084*** [0.000]	0.042 [0.228]	0.041 [0.244]	0.146* [0.076]	0.130 [0.115]
<i>Curtosis</i>	0.019*** [0.001]	0.019*** [0.001]	0.012 [0.154]	0.013 [0.152]	0.029 [0.148]	0.024 [0.246]
<i>IFRS</i>		-0.278*** [0.000]		-0.238*** [0.001]		-0.397*** [0.001]
<i>Opacidad # IFRS</i>		-0.066 [0.168]		-0.050 [0.429]		0.740 [0.600]
<i>Intercepto</i>	2.136*** [0.000]	2.386*** [0.000]	1.476*** [0.000]	1.692*** [0.000]	-0.603** [0.014]	-0.189 [0.455]
Obs.	2941	2941	739	739	588	588
R2	0.3146	0.3292	0.0332	0.0507	0.2580	0.2767
R2_ajustado	0.3127	0.3269	0.0239	0.0390	0.2490	0.2654

Panel D. Relación entre riesgo idiosincrático y la opacidad según el modelo KS

Variable dependiente:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Riesgo Idiosincrático</i>	<i>Todas</i>	<i>Todas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Grandes</i>	<i>Grandes</i>
Medida de Opacidad por:	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p	b/p
<i>Modelo KS</i>						
<i>Opacidad</i>	-0.156*** [0.001]	-0.110* [0.064]	-0.069 [0.273]	0.048 [0.500]	-0.231 [0.148]	-0.260 [0.665]
<i>Varianza sector</i>	73.450*** [0.000]	64.210*** [0.000]	31.666*** [0.000]	17.295** [0.039]	144.834*** [0.000]	137.683*** [0.000]
<i>Tamaño</i>	-0.238*** [0.000]	-0.237*** [0.000]				
<i>Cociente Vr. de mercado a libros</i>	-0.014 [0.293]	-0.023* [0.073]	0.010 [0.694]	-0.002 [0.941]	-0.070** [0.014]	-0.086*** [0.003]
<i>Endeudamiento</i>	-0.193* [0.063]	-0.335*** [0.001]	-0.058 [0.797]	-0.110 [0.620]	0.255 [0.396]	0.095 [0.747]
<i>ROE</i>	0.368*** [0.001]	0.325*** [0.004]	-0.051 [0.708]	-0.094 [0.485]	1.595*** [0.008]	1.808*** [0.002]
<i>Asimetría</i>	0.079*** [0.000]	0.072*** [0.001]	0.029 [0.471]	0.022 [0.581]	0.146* [0.082]	0.131 [0.115]
<i>Curtosis</i>	0.021*** [0.001]	0.021*** [0.001]	0.020** [0.039]	0.021** [0.033]	0.029 [0.157]	0.025 [0.224]
<i>IFRS</i>		-0.267*** [0.000]		-0.215*** [0.008]		-0.327** [0.012]
<i>Opacidad # IFRS</i>		-0.106 [0.174]		-0.261** [0.012]		0.037 [0.952]
<i>Intercepto</i>	2.193*** [0.000]	2.452*** [0.000]	1.480*** [0.000]	1.694*** [0.000]	-0.593** [0.013]	-0.285 [0.277]
Obs.	2660	2660	604	604	586	586
R2	0.3381	0.3527	0.0395	0.0679	0.2904	0.3061
R2_ajustado	0.3361	0.3503	0.0282	0.0538	0.2818	0.2953

9. BIBLIOGRAFÍA

- Aisbitt, S. (2006). Assessing the Effect of the Transition to IFRS on Equity: The Case of the FTSE 100. *Accounting in Europe*, 3(1), 117–133.
doi:10.1080/09638180600920293
- Baber, W. R., Chen, S., & Kang, S. H. (2006). Stock price reaction to evidence of earnings management: Implications for supplementary financial disclosure. *Review of Accounting Studies*, 11(1), 5–19. doi:10.1007/s11142-006-6393-0
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498.
doi:10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x
- Beekes, W., Pope, P., & Young, S. (2004). The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1), 47–59. doi:10.1111/j.1467-8683.2004.00342.x
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80, 511–529. doi:10.1016/j.jfineco.2004.10.011
- Beyer, A. (2009). Capital market prices, management forecasts, and earnings management. *Accounting Review*, 84, 1713–1747. doi:10.2308/accr.2009.84.6.1713
- Brüggemann, U., Hitz, J.-M., & Sellhorn, T. (2013). Intended and Unintended Consequences of Mandatory IFRS Adoption: A Review of Extant Evidence and Suggestions for Future Research. *European Accounting Review*, 22(1), 1–37.
doi:10.1080/09638180.2012.718487
- Callao, S., & Jarne, J. I. (2010). Have IFRS Affected Earnings Management in the European Union? *Accounting in Europe*. doi:10.1080/17449480.2010.511896
- Cang, Y., Chu, Y., & Lin, T. W. (2014). An exploratory study of earnings management detectability, analyst coverage and the impact of IFRS adoption: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 356–371.
doi:10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.003
- Capkun, V., & Cazavan-Jeny, a. (2008). Earnings management and value relevance during the mandatory transition from local GAAPs to IFRS in Europe. *Available at SSRN 1125716*. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1125716

- 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. doi:10.1016/j.jcae.2011.03.001
- Cormier, D., Demaria, S., Lapointe-Antunes, P., & Teller, R. (2009). First-Time Adoption of IFRS, Managerial Incentives, and Value-Relevance: Some French Evidence. *Journal of International Accounting Research*, 8(2), 1–22. doi:10.2308/jiar.2009.8.2.1
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357–373. doi:10.1016/j.jfineco.2007.03.003
- Das, S., Kim, K., & Patro, S. (2011). An analysis of managerial use and market consequences of earnings management and expectation management. *Accounting Review*, 86(6), 1935–1967. doi:10.2308/accr-10128
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS Reporting around theWorld: Early Evidence on the Economic Consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085–1142. doi:10.1111/j.1475-679X.2008.00306.x
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, 50(April 2011), 275–334. Retrieved from <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x/full>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Doukakis, L. C. (2014). The effect of mandatory IFRS adoption on real and accrual-based earnings management activities. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(6), 551–572. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2014.08.006
- Eierle, B., & Haller, A. (2009). Does Size Influence the Suitability of the IFRS for Small and Medium-Sized Entities? – Empirical Evidence from Germany. *Accounting in Europe*, 6(2), 195–230. doi:10.1080/17449480903115779
- Goodwin, J., & Ahmed, K. (2006). The impact of international financial reporting standards: does size matter? *Managerial Auditing Journal*, 21(5), 460–475. doi:10.1108/02686900610667247
- Haller, A., Ernstberger, J., & Froschhammer, M. (2009). Implications of the mandatory transition from national GAAP to IFRS — Empirical evidence from Germany. *Advances in Accounting*, 25(2), 226–236. doi:10.1016/j.adiac.2009.08.007

- Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383. doi:10.2308/acch.1999.13.4.365
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86. doi:10.1016/j.jfineco.2008.10.003
- Jeanjean, T., & Stolowy, H. (2008). Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(6), 480–494. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2008.09.008
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. doi:10.2307/2491047
- Kang, Q., Liu, Q., & Qi, R. (2010). Predicting Stock Market Returns with Aggregate Discretionary Accruals. *Journal of Accounting Research*, 48(4), 815–858. doi:10.1111/j.1475-679X.2010.00379.x
- Kang, S. H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 353–367. doi:10.2307/2491492
- Konan, C., Chan, L. K. C., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2006). Earnings Quality and Stock Returns. *Journal of Business*, 79(3), 1041–1082.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197. doi:10.1016/j.jacceco.2004.11.002
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*. doi:10.1086/250042
- Li, L., Francis, B. B., & Hasan, I. (2011). Firms' Real Earnings Management and Subsequent Stock Price Crash Risk. *SSRN Electronic Journal*. doi:http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1740044
- Liao, Q., Sellhorn, T., & Skaife, H. A. (2012). The Cross-Country Comparability of IFRS Earnings and Book Values: Evidence from France and Germany. *Journal of International Accounting Research*. doi:10.2308/jiar-10225
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 121–148. doi:10.1016/j.jfineco.2003.08.004

- Nobes, C., & Perramon, J. (2013). Firm size and national profiles of ifrs policy choice. *Australian Accounting Review*, 23(3), 208–215. doi:10.1111/j.1835-2561.2012.00203.x
- Pelucio-Grecco, M. C., Geron, C. M. S., Grecco, G. B., & Lima, J. P. C. (2014). The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies. *Emerging Markets Review*, 21, 42–66. doi:10.1016/j.ememar.2014.07.001
- Soderstrom, N. S., & Sun, K. J. (2007). IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review. *European Accounting Review*, 16(4), 675–702. doi:10.1080/09638180701706732
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 63–99. doi:10.1016/S0304-405X(98)00032-4
- Van Tendeloo, B., & Vanstraelen, A. (2005). Earnings management under German GAAP versus IFRS. *European Accounting Review*, 14(1), 155–180. doi:10.1080/0963818042000338988
- Von Koch, C., Nilsson, O., Jonsson, M., & Jansson, A. (2014). An Empirical Study of the Method Effect in Analysing the Adoption of IFRS. *Accounting and Finance Research*, 3(2). doi:10.5430/afr.v3n2p153
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156. doi:10.2307/247880
- Zéghal, D., Chtourou, S., & Sellami, Y. M. (2011). An analysis of the effect of mandatory adoption of IAS/IFRS on earnings management. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 61–72. doi:10.1016/j.intaccudtax.2011.06.001
- Zhang, Y., Uchida, K., & Bu, H. (2013). How do accounting standards and insiders' incentives affect earnings management? Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 16(23330107), 78–99. doi:10.1016/j.ememar.2013.04.002