

Callao, S., Gasca, Ma M. y Jarne, J. (2008). Consecuencias de las deficiencias de la información contable en los precios de las acciones. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 53, 53-79.

Consecuencias de las deficiencias de la información contable en los precios de las acciones *

Susana Callao Gastón

Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad en la
Universidad de Zaragoza - España.
Gran Vía, 2, 3.ª Plta. 50005, Zaragoza - España
scallao@unizar.es

Mª Mar Gasca Galán

Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad en la
Universidad de Zaragoza - España.
Gran Vía, 2, 3.ª Plta. 50005, Zaragoza - España
mmgasca@unizar.es

José Ignacio Jarne Jarne

Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad en la
Universidad de Zaragoza - España.
Gran Vía, 2, 3.ª Plta. 50005, Zaragoza - España
ijjarne@unizar.es

Clasificación JEL: M41

* Este artículo ha sido financiado por el Proyecto de la Universidad de Zaragoza 2007-SOC-09. Implantación de las normas internacionales de información financiera en la UE: Efectos sobre la comparabilidad y los mercados de capitales.

Consecuencias de las deficiencias de la información contable en los precios de las acciones

Resumen: *basándonos en las empresas cotizadas en el mercado español, la presente investigación contrasta si la evolución de los precios de los títulos en el mercado se ve afectada o no, por las deficiencias en la calidad de la información financiera. Los resultados obtenidos revelan que presentar o no, deficiencias en la información en un determinado periodo, no condiciona la evolución del precio de las acciones de forma significativa, mientras que sí se observan diferencias significativas en dicha evolución cuando se tiene en cuenta la historia de deficiencias que hay detrás y la tipología de las mismas.*

Palabras clave: *calidad de la información, empresas cotizadas, informes de auditoría, mercado de capitales.*

Consequences of accounting information shortcomings on shares prices

Abstract: *based on enterprises quoted on the Spanish market, this research tries to find out whether certificates prices evolution on the market is affected or not by shortcomings in the financial information quality. Results show that the presence or absence of such shortcomings, within a determinate period, do not affect shares prices evolution in a significant way, while significant differences are observed in this evolution, when we take into account the history of accumulated shortcomings and their typology.*

Keywords: *information quality, quoted enterprises, audition reports, capital market.*

Conséquences des déficiences de l'information comptable sur le prix des actions

Résumé: *en se fondant sur les entreprises cotées dans le marché espagnol, cette recherche veut constater si l'évolution des prix des titres dans le marché est ou n'est pas affectée par les déficiences dans la qualité de l'information financière. Les résultats obtenus montrent que la présence ou absence des déficiences dans l'information en une période déterminée n'affectent pas l'évolution du prix des actions d'une manière significative, tandis qu'on voit de grandes différences dans cette évolution quand on tient compte de l'histoire de déficiences accumulées et la typologie de ces déficiences.*

Mots clés: *qualité de l'information, entreprises cotées, rapports d'audit, marché de capitaux.*

Consecuencias de las deficiencias de la información contable en los precios de las acciones

Susana Callao Gastón, M^a Mar Gasca Galán y José Ignacio Jarne Jarne

Primera versión recibida Agosto de 2008 – Versión final aceptada Noviembre de 2008

I. Introducción

Por todos es conocido que, entre otras cuestiones, la contabilidad es el lenguaje financiero de las empresas y debe proporcionar información útil para la toma de decisiones por los inversores y otros usuarios. Para lograr dicha utilidad, la información que la empresa traslada al usuario debe ser completa, correcta, veraz, comparable y oportuna en el tiempo, es decir debe cumplir ciertos parámetros de calidad. De lo contrario, la información no sería útil para el usuario y éste se vería perjudicado en la toma de decisiones.

En los últimos años hemos escuchado fuertes críticas a la calidad de la información contable y, por extensión, a quienes desde la empresa están implicados directamente en su elaboración o en las decisiones sobre qué información debe transmitirse y cómo.

En este contexto, consideramos interesante analizar en qué medida la existencia de deficiencias en la calidad de la información contable repercute sobre la propia empresa, más concretamente sobre el valor de mercado de la misma, es decir, sobre el precio de las acciones. El estudio lo centramos en el caso español, tradicionalmente considerado representante de un modelo de información financiera continental-europeo, en el que la regulación contable proviene de los poderes públicos (en particular del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) y uno de los focos de atención es estandarizar la forma en que la información financiera se transmite a los usuarios de la misma. Hemos de considerar que la mayoría de trabajos en torno a la relación entre calidad y mercados se han desarrollado en el contexto anglosajón, con unas características significativamente distintas al continental-europeo.

La valoración de la calidad de la información puede concretarse de diferentes modos, y para su medida se han utilizado distintas variables. Además de centrarse en el estudio de los ajustes por devengo discrecionales, presencia,

ausencia o nivel de detalle de determinados aspectos de información o *rankings* elaborados por analistas financieros, entre otras cuestiones, otros estudios se han basado en el análisis de la presencia o no de salvedades en los Informes de Auditoría de las empresas como medida de la calidad de la información. Esta línea de investigación entiende que el Informe, como resultado del proceso de auditoría realizado por expertos independientes, puede ser considerado como una medida de la calidad de la información contable que divulgan las empresas, asunción que se considera consistente con el objetivo que desde el punto de vista normativo le conceden al Informe de Auditoría los distintos organismos reguladores de la profesión auditora.

Debemos señalar que la existencia de prácticas de información no correctas, no siempre tendrá reflejo en el Informe de Auditoría, ya que en muchas ocasiones dichas prácticas se mueven dentro de la legalidad. Sin embargo, a pesar de que la profesión contable no se pronuncia sobre todos los aspectos que la sociedad desea¹, lo que es incuestionable es que una opinión limpia, frente a una que no lo es, implica una mayor garantía de calidad de la información, ya que aún pudiendo existir en ambos casos prácticas no correctas, en el caso de Informe limpio, éstas no han dado lugar a que el auditor entienda que la información no expresa la imagen fiel.

El usuario externo de la información demanda que ésta posea los mayores índices de calidad con el objetivo de que resulte útil para la toma de decisiones. Para garantizarlo, tanto para los propios auditores, como para las empresas que cotizan, los mercados de valores velan por el cumplimiento de unos determinados estándares de información. Si unos u otros ponen de manifiesto algún tipo de deficiencia en la información publicada, ello es indicativo de que ésta no alcanza la calidad suficiente para garantizar su utilidad.

Sobre la base de lo anterior, en nuestro trabajo, centrado en empresas que cotizan en el mercado español, entendemos que la calidad de la información se ve disminuida cuando existen salvedades en el Informe de Auditoría o se ha exigido a la empresa información adicional a la ya depositada, por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)². En el modelo de difusión de información vigente en España, estas deficiencias serán conocidas por los usuarios tras el cierre del correspondiente ejercicio. La legislación española obliga a todas las empresas (coticen o no) a depositar, junto con sus Cuentas

1 A este respecto, Cabal (2000) opina, que debería ser el colectivo de auditores el promotor de medidas “constructivas” tendentes a satisfacer las expectativas de los usuarios, tranquilizándoles en lo que respecta a cuestiones tan importantes y controvertidas como la ausencia de conductas fraudulentas e ilícitas por parte de la entidad auditada, su supervivencia o su respeto por el entorno.

2 Nosotros lo hemos denominado en nuestro trabajo “Informe 2”.

Anuales, el Informe de Auditoría en el Registro Mercantil, mientras que las deficiencias observadas por la CNMV, en la información referida a las empresas que cotizan, se hacen públicas por la propia Comisión.

Parece lógico pensar que el conocimiento de esas deficiencias afectará en las decisiones de los usuarios y consecuentemente a la propia empresa, así como al precio de sus acciones.

En las investigaciones realizadas en este campo, la línea de trabajo más habitual ha sido conocer la reacción inmediata del mercado (unos días antes y después del conocimiento de la deficiencia), midiendo la existencia de retornos anormales, obteniendo resultados diversos según los mercados en que están basados (Del Brío (1998), Pucheta y otros (2004), Dechow y otros (1996), entre otros).

El objetivo del presente trabajo es analizar los efectos que produce la existencia o no de deficiencias en la evolución de los precios de las acciones en el mercado, no desde el punto de vista de la reacción inmediata del mismo ante el conocimiento por los inversores de las deficiencias, sino desde el punto de vista comparativo entre la trayectoria que siguen los precios de las empresas con deficiencias y los de las empresas sin problemas en la calidad de la información, basándonos en un horizonte temporal de dos años. Planteamos distintas agrupaciones de empresas en función de la fecha del Informe de Auditoría, de la historia de deficiencias que tienen tiempo atrás y del tipo de deficiencia.

La metodología utilizada para el contraste de las diferentes hipótesis planteadas, relativas todas ellas al impacto de las deficiencias en la información sobre el precio de los títulos, es el análisis de la varianza con medidas repetidas en el marco del Modelo Lineal General.

Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que, al contrario de lo que *a priori* se podía pensar, la existencia o no de deficiencias en la información publicada por las empresas no resulta un factor estadísticamente significativo en la evolución de los precios de sus títulos. No obstante, sí que existen determinados factores que condicionan esta evolución, como la repetición de las deficiencias en el tiempo, que suaviza el perfil de crecimiento del precio de los títulos en el periodo analizado.

Tras esta introducción, el trabajo queda estructurado como sigue. En la sección 2 realizamos una revisión de la literatura previa. En el apartado 3 planteamos las hipótesis a contrastar, en el 4 describimos la muestra de empresas y las variables utilizadas y en el 5 la metodología aplicada. Los resultados obtenidos se exponen en el apartado 6 y, finalmente en la sección 7 se discuten dichos resultados y se exponen las principales conclusiones. Las referencias bibliográficas se recogen en el apartado final.

II. Antecedentes

La investigación sobre la calidad de la información contable ha dado lugar a numerosos trabajos de investigación. Aunque hace ya muchos años que se empezó a trabajar sobre este tema es destacable que los escándalos financieros de los últimos años han impulsado fuertemente el debate sobre la manipulación de la información y han reavivado el interés por avanzar en la investigación sobre la calidad y la utilidad de la misma, ya que la información contable fraudulenta puede provocar una pérdida de confianza generalizada en los sistemas de información.

Un aspecto clave en el análisis de la problemática de la calidad es cómo medir la existencia o no de deficiencias en la información contable, en definitiva, cómo medir su calidad. Así, un buen número de investigaciones se han basado en el cálculo de los ajustes por devengo discrecionales (entre otros, Aharony y otros, 1993; Azofra y otros, 2003; García-Ayuso y otros, 2003; Navarro y Martínez, 2004 y García y Gill, 2005). Otros, como los de Botosam (1997) o Giner (1997), se han basado en la presencia, ausencia o nivel de detalle de determinados aspectos de información. Algunos trabajos, como los de Lang y Lundholm (1996) y Healy y otros (1999) han recurrido a *rankings* elaborados por analistas financieros. Finalmente, estudios como el de Ruiz y otros (2002) se han basado en la presencia o no de salvedades en los Informes de Auditoría de las empresas.

Aunque utilizando distintas medidas de calidad y diferentes metodologías, una buena parte de la literatura contable dedicada a la investigación sobre la calidad de la información empresarial, se centra en las causas y consecuencias de la manipulación contable. Así, un importante número de trabajos analizan la relación entre la calidad de la información suministrada por las empresas y el sistema de gobierno corporativo de las mismas (composición del consejo de administración, comité de auditoría, concentración del accionariado, contratos de directivos basados en incentivos, protección de inversores, entre otros aspectos). Trabajos como los de Healy y otros (1987), DeFond y Jiambalvo (1991), Beasley (1996), Dechow y otros (1996), Aboody y Kaszmik (2000), Peasnell y otros (2001), De Andrés y otros (2001), Klein (2002a, 2002b), Azofra y otros (2003), García-Ayuso y otros (2003), Beekes y otros (2004), Ahmed y otros (2005) o Callao y otros (2007), analizan desde diferentes perspectivas, siempre vinculadas con el gobierno corporativo, las causas y motivaciones para la publicación de información financiera que no cumple los parámetros de calidad necesarios.

También se ha tratado de relacionar la falta de calidad de la información con variables económico-financieras o con el tamaño de las empresas. Cabe citar al respecto los trabajos de Aharony y otros (1993), Beneish (1999), De Andrés y otros (2001), García-Ayuso y otros (2003), Ruiz y otros (2002), Azofra y otros (2003), Monterrey y otros (2003), Basilico y otros (2004), Navarro y Martínez (2004), entre otros.

Una tercera vía de investigación que se ha desarrollado es el análisis del impacto que el conocimiento de la existencia de deficiencias en la información contable tiene sobre la propia empresa y, más en concreto, sobre el precio de sus acciones. Así, Del Brío (1998) no detecta en el mercado español retornos anormales en los días próximos a la publicación del informe de auditoría, es decir, éste no aporta al mercado información adicional a la contenida en las Cuentas Anuales. Asimismo, los resultados obtenidos por Pucheta y otros (2004) ponen de manifiesto que la existencia de salvedades en el informe no aporta información incremental a los inversores en relación a la que aportan los informes sin salvedades. Por el contrario, Dechow y otros (1996), para el mercado estadounidense, evidencian un significativo descenso en el precio de los títulos cuando se conoce que una firma está siendo investigada por la SEC (Security and Exchange Commission) por la manipulación del resultado. El diseño de los anteriores trabajos ha estado orientado a conocer la reacción inmediata del mercado tras el conocimiento de la existencia de deficiencias en la información, basándose todos ellos en la obtención de retornos anormales y considerando datos que contemplan unos días antes y después del conocimiento de la incidencia en la calidad de la información. Los resultados obtenidos, como se desprende de lo señalado anteriormente, son diferentes según el mercado en el que se ha desarrollado el estudio.

Otros trabajos, como el de Monterrey y otros (2003), utilizando otra metodología, han analizado la capacidad de señalización de las salvedades en el mercado en un horizonte temporal más amplio, llegando a la conclusión de que tanto el signo negativo de los resultados como un menor tamaño de la empresa inciden en que las salvedades pierdan la función de señalización que la teoría les asigna.

Nuestro trabajo se enmarca en este campo de la investigación que trata de conocer la relación entre la calidad de la información y los precios de los títulos en el mercado, analizando el impacto de la existencia de deficiencias en la información dentro de la evolución de dichos precios. Sin embargo, a diferencia de la mayoría de trabajos en este campo, no basamos nuestro estudio en la reacción inmediata del mercado ante un evento (en este caso el conocimiento de la existencia de deficiencias), sino que llevamos a cabo un análisis comparativo en un periodo de dos años entre la trayectoria que siguen los precios de las empresas con deficiencias y los de las empresas sin problemas en su información.

III. Planteamiento de hipótesis

El objetivo que nos planteamos en este trabajo es conocer si la evolución que experimentan los precios de las acciones en el mercado, para las empresas con deficiencias en la información financiera, difiere significativamente de la evolución de las cotizaciones de las acciones de empresas cuya información no presenta deficiencias. Se trata, por tanto, de analizar la evolución de los

precios de las empresas de la muestra experimental y compararla con la que han experimentado las empresas de control, para ver si las deficiencias en la calidad inciden o no en la evolución de los precios. Con este fin, formulamos la siguiente hipótesis a contrastar:

H_{01} : La existencia de deficiencias en la calidad de la información financiera no incide en la evolución de los precios de las acciones en el mercado.

Además de esta hipótesis nula, planteamos una secuencia de hipótesis con el fin de concretar y matizar más nuestras conclusiones:

a) Dado que se consideran empresas con fechas diversas en el Informe de Auditoría (fecha que se toma como indicativa del momento a partir del cual puede conocerse la deficiencia), podría suceder que los resultados fueran otros si se considerasen empresas con fechas homogéneas en sus Informes. Así, planteamos la siguiente hipótesis:

H_{02} : La fecha del Informe de Auditoría no afecta a la incidencia de las deficiencias de calidad en el precio de las acciones.

Aceptar esta hipótesis significaría que los resultados del contraste de H_{01} no se ven distorsionados por el hecho de que los Informes de Auditoría tengan fechas diversas, ya que las deficiencias de calidad no afectarían tampoco cuando se toman fechas homogéneas.

b) Otro aspecto a considerar tiene que ver con el distinto efecto en los precios que puede tener el hecho de que una empresa tenga detrás una historia de deficiencias o no³. Para analizar este aspecto formulamos la hipótesis nula:

H_{03} : Tener detrás una historia de deficiencias no incide en la evolución de los precios de los títulos.

c) Por último, pensamos que es interesante considerar los distintos tipos de deficiencias, ya que en principio entendemos que no es lo mismo una deficiencia originada por una o más salvedades en el Informe de Auditoría que otra originada por la existencia del llamado informe 2; la primera parece más grave que la segunda. Esto nos lleva a plantear la siguiente hipótesis:

H_{04} : Los distintos tipos de deficiencia no afectan de forma distinta la evolución de los precios de las acciones.

IV. Muestra y definición de variables

El conjunto de empresas en el que fundamentamos nuestro análisis queda configurado por una muestra “experimental” y una de “control”⁴.

3 Trabajos como los de Dopuch y otros (1986), Del Brío (1998), Soltani (2000) o Pucheta y otros (2004) hacen referencia al distinto contenido informativo de una salvedad cuando ésta se repite varios años.

4 Esta metodología basada en la comparación entre dos muestras ha sido utilizada en trabajos como los de Beasley y otros (1996), Dechow y otros (1996), Spathis y otros (2002) o Basilico y otros (2004), con objetivos diversos pero todos ellos relacionados con la manipulación contable y la detección y prevención de la misma.

La *muestra experimental* está conformada por aquellas empresas que, cotizando en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid, presentan deficiencias en su información financiera en el año 2003⁵. Esta situación se produce para 37 empresas, en las que se observan dos tipos de deficiencia:

1. Existencia de salvedades en el Informe de Auditoría correspondiente al ejercicio 2003.
2. Presencia de informe adicional a las Cuentas Anuales por requerimiento de la CNMV.

La distribución sectorial de estas empresas, de acuerdo a la clasificación sectorial bursátil de la bolsa de Madrid, es la siguiente: Petróleo y Energía: 1 empresa; Materiales Básicos, Industria y Construcción: 12 empresas; Bienes de Consumo: 8 empresas; Servicios de Consumo: 8 empresas; Servicios Financieros e Inmobiliarias: 4 empresas; Tecnología y Telecomunicaciones: 4 empresas.

La información referida a los dos tipos de deficiencia ha sido obtenida de la página web de la CNMV, concretamente en el apartado de entidades emisoras (Informes de Auditoría y Cuentas Anuales).

De estas empresas, 19 tienen alguna salvedad en el Informe de Auditoría (de las cuales 17 presentan además informe 2)⁶ y las 18 restantes presentan únicamente informe 2.

El número total de salvedades observadas en las 19 empresas es de 33, estando vinculadas el mayor número de ellas (30,3%) con la presencia de importantes incertidumbres generadas por la información presentada por la empresa, fundamentalmente derivadas de la recuperación de activos, provisiones para riesgos y gastos, costes de reestructuración o regulación de empleo o, incluso, la propia continuidad de la empresa.

Un 23,5% de las salvedades están relacionadas con aspectos fiscales, especialmente con la existencia de incertidumbre en relación a la recuperación de impuestos anticipados y créditos fiscales, y al desenlace de litigios que mantienen las empresas con la Hacienda Pública. El tercer aspecto más recurrente (21,2%) que genera salvedades en el Informe de Auditoría, es la realización de correcciones valorativas de los activos y la existencia de contingencias sin cuantificar. Asimismo, resulta relevante (15,2%) la presencia de problemas derivados de los criterios contables aplicados por las empresas y su adecuada justificación.

5 Esta puede resultar una fecha relevante dado que el 2003 es el primer ejercicio para el que las empresas estuvieron obligadas a presentar en la CNMV el Informe sobre Gobierno Corporativo.

6 En análisis posteriores, cuando agrupamos las empresas en función del tipo de deficiencia, consideramos estas 17 empresas dentro del grupo de empresas con salvedades, puesto que entendemos que la existencia de una salvedad tiene mayor trascendencia en términos de calidad de la información.

El resto de salvedades se derivan de aspectos relacionados con la vinculación de los administradores con la sociedad, el equilibrio patrimonial o la continuidad de las actividades de las filiales.

La casuística que se presenta en los informes adicionales (generados por 18 empresas que presentan sólo este informe y 17 que presentan además salvedad) es variada. En los 89 aspectos que se requieren en estos informes, un 11,2% se encuentran vinculados con la aclaración de las actuaciones que ha desarrollado el Comité de Auditoría en diferentes situaciones. La exigencia de datos aclaratorios sobre determinadas incertidumbres derivadas de la información presentada abarca un 10,1% de las informaciones solicitadas por la CNMV. En un tercer nivel nos encontramos con *items* que se repiten en un 9% de los casos cada uno de ellos, como son aspectos fiscales, saldos en moneda extranjera o solicitud de información que se debería haber presentado (como por ejemplo el estado de liquidez exigido por la distribución de dividendo a cuenta).

Del resto de exigencias de información presentes en los informes 2, un 7,8% se vincula con acciones propias; un 6,7% con el equilibrio patrimonial o la existencia de discrepancias entre la información periódica y la anual; un 5,6% con información referida al proceso de consolidación y a las filiales; y el resto con provisiones y contingencias, el nivel de liquidez de la empresa, la justificación de criterios contables y determinadas obligaciones o ratios vinculados con financiación ajena.

La *muestra de control* se define con el objetivo de que las diferencias que observemos respecto a la muestra experimental sean utilizadas para evaluar la importancia de la existencia o no de deficiencias en la información, en los diferentes ámbitos de estudio planteados.

Esta muestra está conformada también por 37 empresas seleccionadas de acuerdo a los siguientes condicionantes:

- i. Cotizar en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid.
- ii. No presentar deficiencias en su información.
- iii. Pertenecer al mismo sector, y si es posible subsector, que cada una de las empresas de la muestra principal, de acuerdo a la nueva clasificación sectorial bursátil vigente en las bolsas españolas desde el 1 de enero del 2005.
- iv. Se obtiene la cifra total de activo de las empresas al cierre del ejercicio 2003, y se selecciona aquélla que, cumpliendo con los puntos anteriores, minimiza en valor absoluto la diferencia en volumen de activo, respecto a la empresa de la muestra experimental en cuestión.

De este modo obtenemos una muestra de control de características homogéneas respecto a la muestra experimental, con el fin de que las conclusiones que obtengamos vean minimizado el sesgo generado por factores distintos al objetivo que se pretende evaluar en nuestra investigación.

Así, la muestra final está conformada, por 74 empresas, de las cuales 37 presentan deficiencias en la información y otras 37 no. La auditoría referida al ejercicio 2003 de estas empresas ha sido realizada mayoritariamente por alguna de las cuatro grandes firmas internacionales (96%), y tan sólo un 4% de las auditorías han sido realizadas por otras firmas. Por otro lado, en un horizonte temporal de cinco años, 1999-2003, un 75% de las empresas no cambiaron de firma de auditoría, haciéndolo un 19% en una ocasión y un 4% en dos ocasiones. Esta estabilidad en la firma auditora se observa tanto para las empresas con deficiencias como en las que no las tienen, si bien en las primeras un 8,1% de las empresas cambiaron dos veces o más de firma, mientras que en las segundas lo hicieron un 2,7%.

Para abordar nuestro objetivo, analizar las consecuencias que provoca la existencia o no de deficiencias en la información contable en la evolución de los precios de las acciones en el mercado, necesitamos obtener el valor de dichos precios, que constituyen la variable dependiente de nuestro análisis. Nos basamos en los precios de cierre mensuales durante 24 meses (desde enero de 2003 hasta diciembre de 2004).

Los valores de las variables seleccionadas se han obtenido de la base de datos COMPUSTAT, de la base de datos SABI y de la página web de la CNMV. En el Anexo 1 se incluyen los estadísticos descriptivos de algunas de las variables que podemos utilizar para caracterizar tanto la muestra experimental como la de control.

V. Metodología

Para el contraste de la hipótesis H_{01} , nos basamos en los precios de cierre mensuales para un periodo de 24 meses (enero de 2003 a diciembre de 2004), para 74 empresas: 37 con deficiencias en la información en 2003 y otras 37 de control, es decir, sin deficiencias en 2003.

Aplicamos el Análisis de varianza con medidas repetidas⁷, concretamente la opción Medidas repetidas (MR) del procedimiento Modelo lineal general (MLG). En nuestro caso, se trata de un diseño de dos factores con medidas repetidas en uno

7 En los modelos de medidas repetidas es necesario suponer que la matriz de varianzas-covarianzas es circular o esférica; para contrastar este supuesto el procedimiento MR del MLG ofrece el test de esfericidad de Mauchly. La existencia de una matriz de covarianzas que no se ajusta al supuesto restrictivo de esfericidad en el análisis de la varianza, hace que se generen pruebas F sesgadas, que inflan la probabilidad de rechazar la hipótesis nula contrastada cuando es cierta, de acuerdo al criterio fijado por el investigador. Dado que esto ocurre con frecuencia, debemos proceder del siguiente modo. En caso de que la prueba de Mauchly nos lleve a aceptar el supuesto de esfericidad, nos basaremos en el estadístico univariado F. En caso de que dicho test nos lleve a rechazar la hipótesis de esfericidad, podemos optar por dos alternativas: basar nuestra decisión en los estadísticos multivariados que ofrece el programa (Traza de Pillai, Lambda de Wilks, Traza de Hotelling y Raíz mayor de Roy), pues no les afecta el incumplimiento del supuesto de esfericidad, o bien, utilizar el estadístico F univariado corregido, según un índice corrector *épsilon* que expresa el grado en que la matriz de varianzas-covarianzas se aleja de la esfericidad. El programa ofrece las correcciones según dos estimaciones de *épsilon* (Greenhouse-Geisser y Huynh-Feldt).

de ellos. Tenemos un factor inter-sujetos (al que denominamos deficiencias) con dos niveles: ninguna deficiencia y alguna deficiencia, ya sea salvedad o informe 2. Según este factor las empresas quedan clasificadas en dos grupos (37 en cada uno). Tenemos también un factor intra-sujetos (al que denominamos tiempo) con veinticuatro niveles (cada uno de los meses en los que observamos el precio de las acciones). La variable dependiente es el precio de los títulos en el mercado.

Este análisis nos permite contrastar el efecto del factor tiempo, así como de la interacción de ambos factores (tiempo*deficiencias); es decir, los resultados del mismo indicarán, por un lado, si el paso del tiempo por sí mismo es un factor significativo en la evolución de los precios; por otro, si las deficiencias de calidad, en interacción con el tiempo, inciden de forma significativa en dicha evolución. De ser así, podríamos concluir que una peor calidad de la información afecta en la evolución de las empresas en el mercado.

Además de contrastar el efecto en los precios de los factores tiempo y tiempo*deficiencias, con el fin de precisar el significado del efecto de la interacción, hemos obtenido un gráfico de perfil, que representa el efecto de la interacción de los factores inter-sujetos e intra-sujetos.

En el contraste de H_{02} centramos el análisis en los dos intervalos de tiempo en los que más habitualmente están fechados los Informes de Auditoría de las empresas de la muestra, con el objeto de conocer si la fecha de éstos resulta significativa en la evolución de los precios. En un primer paso, nos centramos en las empresas con salvedades en el Informe de Auditoría cuyo Informe está fechado la segunda quincena de marzo o la primera de abril de 2004, tomando el mismo número de empresas de control. Esto significa basar el análisis de los precios de las acciones hasta el cierre del ejercicio, es decir, un periodo de 9 meses (abril a diciembre de 2004). El diseño es el mismo pero, en este caso, el factor intra-sujetos presenta 9 niveles y el número de sujetos clasificados según el factor inter-sujetos es de 24 (12 con deficiencias y 12 sin ellas). En un segundo paso, consideramos las empresas con Informe fechado la segunda quincena de febrero o la primera de marzo de 2004, basando también el análisis en los precios de 9 meses (marzo a noviembre de 2004), siendo 14 el número de sujetos.

Para el análisis de H_{03} hemos considerado la historia de deficiencias en un horizonte temporal de dos años (2002 y 2003), ya que entendemos que la situación de periodos anteriores difícilmente tendrá reflejo en la evolución de los precios de 2003-2004. Así, empresas con historia de deficiencias serían aquéllas que tuvieron deficiencia en 2002 y también en 2003 y empresas sin historia, aquéllas que presentaron deficiencia en 2003 pero no en 2002.

Nuevamente, aplicamos el MLG con dos factores y medidas repetidas en uno de ellos, teniendo en cuenta que el factor inter-sujetos es ahora el que denominamos historia de deficiencias, el cual clasifica a las empresas en dos grupos (con historia y sin historia, de acuerdo a lo especificado anteriormente).

El factor intra-sujetos sigue siendo el llamado tiempo, con 24 niveles (de enero de 2003 a diciembre de 2004).

En el caso de la hipótesis H_{04} , el factor intra-sujetos sigue siendo el tiempo (con 24 niveles que son los meses que van desde enero de 2003 a diciembre de 2004) y el factor inter-sujetos lo denominamos ahora tipo de deficiencia, distinguiendo dos niveles (salvedad e informe 2). El número de sujetos a clasificar por dicho factor es de 37, realizando tres análisis: las 19 empresas con salvedades y su control, las 18 con informe 2 y su control, y las 19 con salvedades *versus* 18 con informe 2.

VI. Resultados

Para cubrir el objetivo de nuestro trabajo realizamos el primer contraste que nos hemos planteado, el referido al efecto que las deficiencias de la información contable tienen sobre la evolución del precio de los títulos en el mercado (H_{01}). Este análisis lo desarrollamos para un horizonte temporal amplio, alrededor de doce meses antes del conocimiento de estas deficiencias y de doce meses después (abarca los ejercicios 2003 y 2004), separándonos de otros estudios desarrollados con anterioridad y ya citados previamente, que analizan el impacto de la noticia del conocimiento de la deficiencia en el mercado, para lo que se adopta una ventana temporal muy reducida y con precios diarios.

Como ya hemos comentado en la metodología, el primer contraste a realizar es el referido a la hipótesis de esfericidad a través del estadístico W de Mauchly.

Como se puede observar (Tabla 1) la hipótesis de esfericidad es rechazada, por lo que trabajaremos con los estadísticos univariados corregidos por los índices correctores (*epsilon*) que se muestran en esa Tabla o bien con los multivariados.

Tabla 1. Pruebas Modelo Lineal General referidas a H_{01}

H_{01} : La existencia de deficiencias en la calidad de la información financiera no incide en la evolución de los precios de las acciones en el mercado.

Prueba de esfericidad de Mauchly				Contrastes multivariados		
Efecto intra-sujetos	W de Mauchly	Epsilon		Efecto	Contraste	F
		Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt			
Tiempo	0,000 ^a	0,077	0,080	Tiempo	Traza de Pillai	3,089 ^a
Efectos intra-sujetos (univariados)					Lambda de Wilks	3,089 ^a
Fuente	Contraste		F		Traza de Hotelling	3,089 ^a
Tiempo	Greenhouse-Geisser		32,832 ^a		Raíz mayor Roy	3,089 ^a
		Huynh-Feldt	32,832 ^a	Tiempo *	Traza de Pillai	1,237
Tiempo *	Greenhouse-Geisser		0,380	Deficiencias	Lambda de Wilks	1,237
Deficiencias	Huynh-Feldt		0,380		Traza de Hotelling	1,237
					Raíz mayor Roy	1,237

a: significativo al 5%

N=74

Fuente: elaboración propia

En este caso los resultados obtenidos tanto para los contrastes univariados corregidos como para los multivariados son coincidentes, en el sentido de que si bien el tiempo se muestra como un factor significativo en los precios de los títulos, la existencia de deficiencias no se muestra como un factor determinante en la evolución de los mismos, al aceptarse la hipótesis de igualdad de medias. Esto lo debemos interpretar en el sentido de que las variaciones que experimentan los precios de los títulos a lo largo del tiempo, resultan estadísticamente significativas, al mismo tiempo que las tendencias de los precios para las dos submuestras de empresas no resultan significativamente distintas⁸.

A pesar de esta ausencia de significatividad estadística en cuanto a las diferencias en el comportamiento de los precios de las empresas con deficiencias y sin ellas, el análisis hay que complementarlo con el gráfico de perfil, que mostramos en la Figura 1. En este gráfico se observa cómo la evolución del precio de los títulos es muy similar en ambos grupos de empresas, si bien se observa cómo entre los meses 17 y 20 (mayo y agosto de 2004, respectivamente) la tendencia de los precios en las empresas con deficiencias es decreciente mientras que las empresas sin problemas de información es creciente. Con posterioridad a esta fecha la tendencia de ambos grupos vuelve a ser similar.

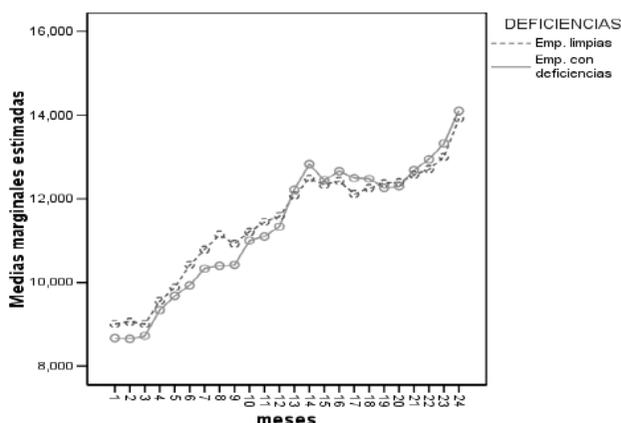


Figura 1. Gráfico de perfil asociado a H_{01}

Fuente: elaboración propia

Este hecho nos puede llevar a pensar que el conocimiento de ciertas deficiencias en la información de las empresas tiene algún efecto negativo en meses próximos a su conocimiento (para el mes de mayo los Informes de Auditoría ya son mayoritariamente conocidos), efecto que más tarde queda diluido.

⁸ Este mismo proceso lo hemos desarrollado para el contraste de las restantes hipótesis complementarias, quedando recogidos los valores de los estadísticos en el Anexo 1.

No obstante, dado que la existencia o no de deficiencias en la información publicada por las empresas no resulta un factor estadísticamente significativo en la configuración de los precios, no podemos rechazar la hipótesis nula planteada, en relación a que las deficiencias de calidad no inciden en la evolución de los precios de los títulos.

En cuanto a los resultados obtenidos de los contrastes llevados a cabo para matizar lo anterior podemos destacar lo siguiente:

a) La importancia o no de la fecha del Informe de Auditoría

En el análisis anterior no hemos considerado el hecho de que los Informes de Auditoría tienen diferentes fechas, por lo que el efecto del conocimiento de las deficiencias de la información podría ser diferente en función de dicha fecha.

Esta situación la contrastamos a través de la hipótesis H_{02} basándonos, en primer lugar, en las empresas con salvedades cuya fecha del Informe de Auditoría se encuentra entre el 15 de marzo y 15 de abril de 2004, siendo este caso el más numeroso (63% de las empresas con salvedades). Asimismo el horizonte temporal considerado es de los nueve meses posteriores a la fecha del informe.

En este caso, de nuevo el factor tiempo se muestra significativo (Tabla 2- Panel I) en la evolución de los precios de los títulos, pero no así la existencia o no de deficiencias.

Tabla 2. Pruebas Modelo Lineal General referidas a H_{02} (15 de marzo- 15 de abril)
 H_{02} : La fecha del Informe de Auditoría no afecta a la incidencia de las deficiencias de calidad en el precio de las acciones.

Panel I: Periodo 15 de marzo- 15 de abril				Contrastes multivariados			
Prueba de esfericidad de Mauchly							
Efecto intra-sujetos	W de Mauchly	Epsilon		Efecto	Contraste	F	
		Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt				
Tiempo	0,000 ^a	0,206	0,220	Tiempo	Traza de Pillai	2,891 ^a	
Efectos intra-sujetos (univariados)					Lambda de Wilks	2,891 ^a	
Fuente			Contraste		F	Traza de Hotelling	2,891 ^a
						Raíz mayor Roy	2,891 ^a
Tiempo	Greenhouse- Geisser		6,960 ^a	Tiempo * Deficiencias	Traza de Pillai	1,085	
	Huynh-Feldt		6,960 ^a		Lambda de Wilks	1,085	
Tiempo * Deficiencias	Greenhouse-Geisser		0,536		Traza de Hotelling	1,085	
	Huynh-Feldt		0,536		Raíz mayor Roy	1,085	

a: significativo al 5%
 N=24

Panel II: Periodo 15 de febrero- 15 de marzo
Prueba de esfericidad de Mauchly

Efecto intra-sujetos	Epsilon		Efecto	Contraste	F
	Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt			
Tiempo	0,193	0,234	Tiempo	Traza de Pillai	9,087 ^a
				Lambda de Wilks	9,087 ^a
				Traza de Hotelling	9,087 ^a
				Raíz mayor Roy	9,087 ^a
Tabla 11b. Efectos intra-sujetos (univariados)					
Fuente	Contraste	F			
Tiempo	Greenhouse-Geisser	1,479	Tiempo *	Traza de Pillai	2,673
	Huynh-Feldt	1,479		Lambda de Wilks	2,673
Tiempo * Deficiencias	Greenhouse-Geisser	0,476	Deficiencias	Traza de Hotelling	2,673
	Huynh-Feldt	0,476		Raíz mayor Roy	2,673

a: significativo al 5%
N=14

Fuente: elaboración propia

No obstante, si observamos el gráfico de perfil (Figura 2) se puede observar claramente como dos meses después de la fecha del informe la tendencia de los precios es negativa para las empresas con deficiencias y positiva para las que no presentan dichas deficiencias. Más tarde parece de nuevo “olvidarse” la existencia de estas deficiencias y la tendencia de los precios vuelve a equipararse.

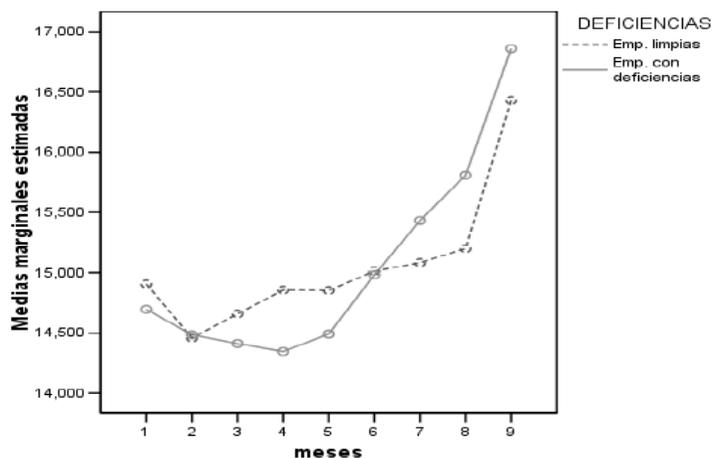


Figura 2. Gráfico de perfil asociado a H₀₂
(15 de marzo-15 de abril)

Fuente: elaboración propia

Lo observado para los informes fechados en el periodo citado con anterioridad es contrastado también para las empresas cuyos informes datan de un mes antes, es decir, para el periodo 15 de febrero a 15 de marzo de 2004 (37% de las empresas con salvedades). Los resultados obtenidos (Tabla 2-Panel 2) muestran la falta de significatividad estadística de la existencia de deficiencias.

Por su parte el gráfico de perfil (Figura 3) pone de manifiesto otra vez que sí existe un cierto efecto de las deficiencias en la evolución de los precios, si bien en este caso se da cuatro meses después de la fecha del informe, donde las empresas con deficiencias ven como sus precios disminuyen mientras que las limpias mantienen una línea equilibrada de precios.

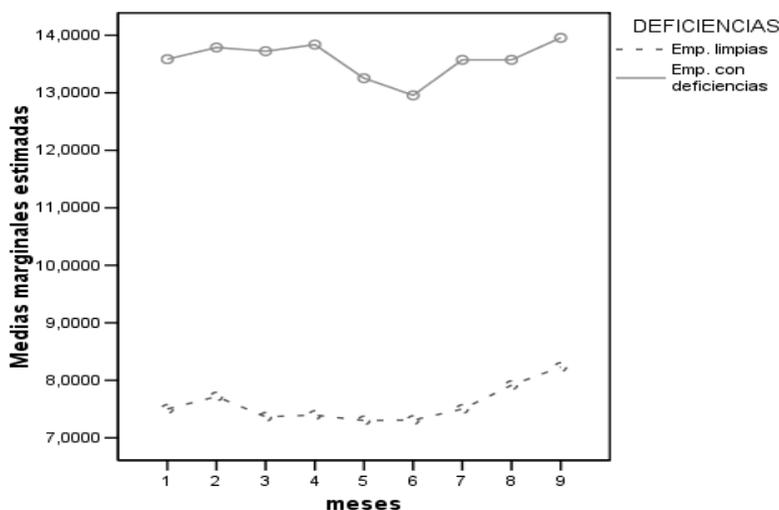


Figura 3. Gráfico de perfil asociado a H₀₂ (15 de marzo-15 de abril)

Fuente: elaboración propia

En resumen, las conclusiones obtenidas para las submuestras de empresas con diferente fecha de informe son consistentes y siguen la línea marcada por la muestra en su conjunto. Por lo tanto, podemos aceptar la hipótesis nula y de ahí concluir que la fecha del informe no discrimina el efecto de las deficiencias en la evolución del precio de los títulos.

b) La importancia o no de la historia de deficiencias

En el contraste de la hipótesis H₀₃ trabajamos exclusivamente con las 37 empresas que han tenido deficiencias en la información publicada para el año

2003. Dividimos estas empresas en dos submuestras en función de la existencia de deficiencias en el ejercicio anterior (75%) o no (25%).

Los resultados obtenidos (Tabla 3) muestran que la existencia de historia de deficiencias (a un nivel de significación del 5%) resulta un factor significativo en la evolución de los precios de mercado⁹.

Tabla 3. Pruebas Modelo Lineal General referidas a H_{03}

H_{03} : Tener detrás una historia de deficiencias no incide en la evolución de los precios de los títulos.

Prueba de esfericidad de Mauchly				Contrastes multivariados		
Efecto intra-sujetos	W de Mauchly	Epsilon		Efecto	Contraste	F
		Greenhouse- Geisser	Huynh- Feldt			
Tiempo	0,000 ^a	0,072	0,077	Tiempo	Traza de Pillai	2,364 ^b
Efectos intra-sujetos (univariados)					Lambda de Wilks	2,364 ^b
Fuente	Contraste	F			Traza de Hotelling	2,364 ^b
					Raíz mayor Roy	2,364 ^b
Tiempo	Greenhouse- Geisser	18,796 ^a		Tiempo * Deficiencias	Traza de Pillai	1,567
	Huynh-Feldt	18,796 ^a			Lambda de Wilks	1,567
Tiempo * Deficiencias	Greenhouse- Geisser	4,116 ^a			Traza de Hotelling	1,567
	Huynh-Feldt	4,116 ^a			Raíz mayor Roy	1,567

a: significativo al 5% b: significativo al 10%
N=37

Fuente: elaboración propia

Analizando el gráfico de perfil (Figura 4) se puede observar cómo las empresas sin historia presentan una tendencia sustancialmente más creciente en sus precios que las empresas con deficiencias repetidas en los dos años considerados (2002 y 2003). Asimismo, se observan mayores fluctuaciones en la evolución de los precios en las primeras empresas que en las segundas.

9 Dado que se trata de una muestra pequeña, en el caso de que los estadísticos univariados corregidos y los multivariados presentan discrepancias, resulta más fiable el análisis a través de los estadísticos univariados corregidos.

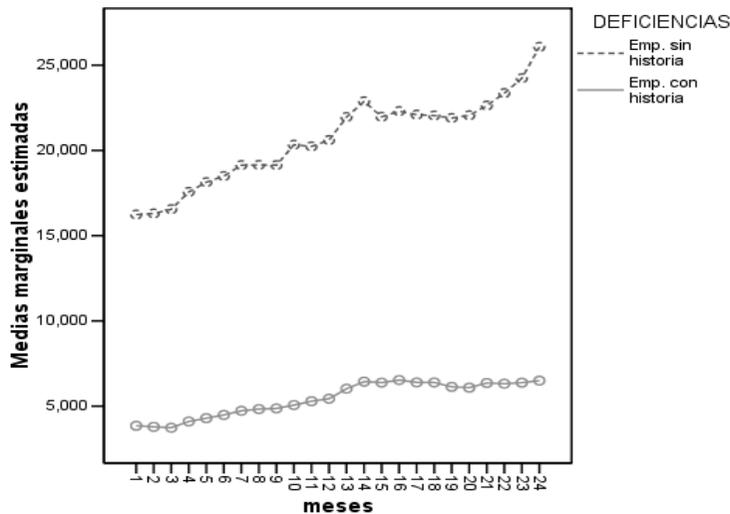


Figura 4. Gráfico de perfil asociado a H_{03}

Fuente: elaboración propia

De este modo, podemos rechazar la hipótesis nula que planteábamos, constatando que la existencia de una historia de deficiencias en la información si posee efectos significativos sobre el precio de los títulos, contribuyendo a una evolución a largo plazo menos alcista de los mismos.

c) La importancia o no del tipo de deficiencia

Por último contrastamos la hipótesis H_{04} , planteando el análisis de forma diferenciada para los dos tipos de deficiencia de información observados. Por un lado analizamos el comportamiento de aquellas empresas con salvedades en su Informe de Auditoría de 2003, y por otro lado el de las empresas a las que únicamente se les ha solicitado informe aclaratorio (informe 2) por parte de la CNMV sobre algún aspecto de su información o de operaciones realizadas. El primer grupo lo conforman 19 empresas y el segundo 18.

Centrándonos en primer lugar en las empresas con salvedades en su Informe de Auditoría y las correspondientes empresas de la muestra de control, del análisis realizado (Tabla 4-Panel I) no se desprende que resulte significativa la existencia o no de salvedades.

Tabla 4. Pruebas Modelo Lineal General referidas a H_{04}

H_{05} : Los distintos tipos de deficiencia no afectan de forma distinta a la evolución de los precios de las acciones.

Panel I: Empresas con salvedades vs control
Prueba de esfericidad de Mauchly

Prueba de esfericidad de Mauchly				Contrastes multivariados		
Efecto intra-sujetos	W de Mauchly	Epsilon Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt	Efecto	Contraste	F
Tiempo	0,000 ^a	0,075	0,081	Tiempo	Traza de Pillai	1,501
Efectos intra-sujetos (univariados)					Lambda de Wilks	1,501
Fuente	Contraste	F			Traza de Hotelling	1,501
Tiempo	Greenhouse-Geisser	13,571 ^a			Raíz mayor Roy	1,501
	Huynh-Feldt	13,571 ^a		Tiempo * Deficiencias	Traza de Pillai	1,393
Tiempo *	Greenhouse-Geisser	1,133			Lambda de Wilks	1,393
Deficiencias	Huynh-Feldt	1,133			Traza de Hotelling	1,393
				Raíz mayor Roy	1,393	

a: significativo al 5%

N=38

Panel II: Empresas con informe 2 vs control

Prueba de esfericidad de Mauchly				Contrastes multivariados		
Efecto intra-sujetos	W de Mauchly	Epsilon Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt	Efecto	Contraste	F
Tiempo	0,000 ^a	0,076	0,083	Tiempo	Traza de Pillai	1,938
Efectos intra-sujetos (univariados)					Lambda de Wilks	1,938
Fuente	Contraste	F			Traza de Hotelling	1,938
Tiempo	Greenhouse-Geisser	20,801 ^a			Raíz mayor Roy	1,938
	Huynh-Feldt	20,801 ^a		Tiempo * Deficiencias	Traza de Pillai	0,719
Tiempo *	Greenhouse-Geisser	1,521			Lambda de Wilks	0,719
Deficiencias	Huynh-Feldt	1,521			Traza de Hotelling	0,719
				Raíz mayor Roy	0,719	

a: significativo al 5%

N=36

Panel III: Empresas con salvedad vs informe

Prueba de esfericidad de Mauchly				Contrastes multivariados		
Efecto intra-sujetos	W de Mauchly	Epsilon Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt	Efecto	Contraste	F
Tiempo	0,000 ^a	0,073	0,079	Tiempo	Traza de Pillai	1,976
Efectos intra-sujetos (univariados)					Lambda de Wilks	1,976
Fuente	Contraste	F			Traza de Hotelling	1,976
Tiempo	Greenhouse-Geisser	15,654 ^a			Raíz mayor Roy	1,976
	Huynh-Feldt	15,654 ^a		Tiempo * Deficiencias	Traza de Pillai	1,337
Tiempo *	Greenhouse-Geisser	3,224 ^b			Lambda de Wilks	1,337
Deficiencias	Huynh-Feldt	3,224 ^b			Traza de Hotelling	1,337
				Raíz mayor Roy	1,337	

a: significativo al 5% b: significativo al 10%

N=37

Fuente: elaboración propia

El gráfico de perfil (Figura 5) muestra una tendencia creciente más acusada en las empresas sin salvvedades y con mayores fluctuaciones en los precios.

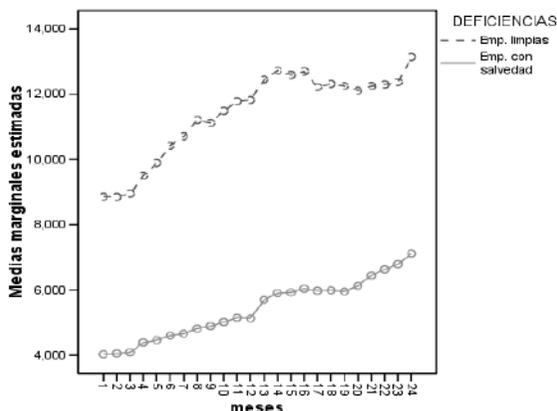


Figura 5. Gráfico de perfil asociado a H_{04}
(emp. con salvvedad vs informe 2)

Fuente: elaboración propia

Del mismo modo, respecto al estudio de la submuestra que representa a las empresas con sólo informe 2 (y sus pares), tampoco muestra el factor informe 2 como significativo (Tabla 4-Panel II).

En el gráfico de perfil (Figura 6) se observa como a partir del mes 18 (junio de 2003) las empresas con informe 2 tiene una tendencia decreciente en sus precios a diferencia de las que no lo poseen, que presentan tendencia creciente. Este efecto al cabo de 3 meses queda corregido y ambos grupos de empresas adoptan una tendencia creciente.

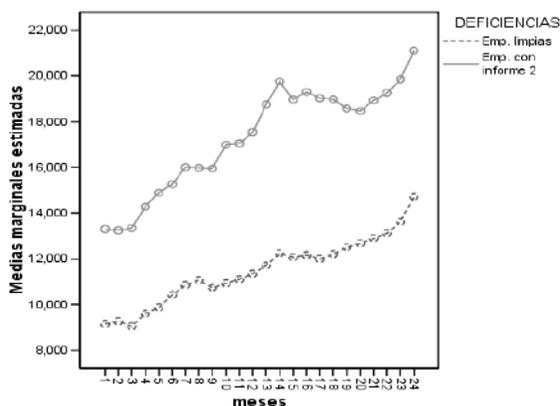


Figura 6. Gráfico de perfil asociado a H_{04}
(emp. con informe 2 vs control)

Fuente: elaboración propia

Ante este diferente comportamiento de las empresas con salvedades y con informe 2 respecto a sus respectivas muestras de control, aplicamos el Modelo Lineal General a una muestra conformada por dos bloques de empresas, las que tienen salvedades en su Informe de Auditoría, por un lado, y las que tienen informe 2, por otro (Tabla 4-Panel III). En este caso se muestra como un factor significativo la diferenciación entre empresas con salvedad o con informe 2 (en este caso a un nivel de significación del 10%). En el gráfico de perfil (Figura 7) se observa como efectivamente las empresas con informe 2 manifiestan unas reacciones más acusadas que las que presentan salvedades.

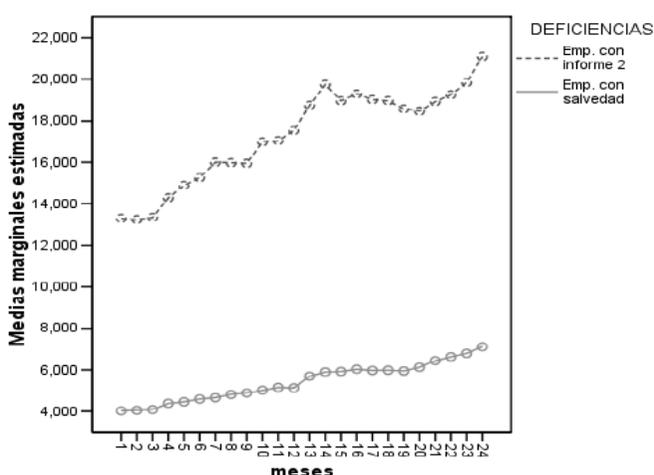


Figura 7. Gráfico de perfil asociado a H_{04} (emp. con salvedad vs informe 2)

Fuente: elaboración propia

Este hecho que puede resultar en principio sorprendente, puede ser debido a que las empresas con salvedad en 2003 coinciden en su mayoría con empresas que tenían historia de deficiencias, lo que ha podido generar que el efecto del conocimiento de estas salvedades haya sido ya descontado por el mercado con anterioridad.

En cualquier caso, de los resultados obtenidos podemos rechazar la hipótesis nula referida a que los distintos tipos de deficiencia no condicionan de forma distinta la evolución de los precios en el mercado.

VII. Resumen y conclusiones

Al inicio del trabajo nos planteamos analizar los efectos que produce la existencia o no de deficiencias en la evolución de los precios de las acciones en el mercado.

De los resultados vinculados con nuestro objetivo podemos extraer como principal conclusión que la existencia o no de deficiencias en la información publicada por las empresas no resulta un factor estadísticamente significativo en la evolución de los precios de sus títulos.

No obstante sí existen determinadas variables que inciden de alguna forma en esta evolución, como la existencia de una historia de deficiencias en la información que contribuye a una evolución a largo plazo de los mismos, menos creciente que cuando no existe dicho antecedente.

El análisis del factor tipo de deficiencia también pone de manifiesto unas reacciones en los precios más acusadas en las empresas que presentan informe 2 que las que presentan salvedades. Esto puede ser debido a que las empresas con salvedad en 2003 coinciden en su mayoría con empresas que tenían historia de deficiencias, lo que ha podido generar que el efecto del conocimiento de estas salvedades haya sido ya descontado por el mercado con anterioridad.

En definitiva, de acuerdo con los resultados obtenidos podemos destacar que no se observa una evidencia clara de que el conocimiento de la existencia de cualquier tipo de las deficiencias analizadas, tenga un impacto significativo sobre el precio de los títulos. Además, este resultado no se puede imputar a la diversidad de fechas en las que las deficiencias son conocidas por los inversores, ya que esta conclusión se mantiene cuando ceñimos el análisis a las empresas cuyos Informes de Auditoría toman fechas homogéneas.

El trabajo de Dechow y otros (1996), entre varios, en el contexto del mercado de valores norteamericano, obtiene conclusiones diferentes, al evidenciar que las empresas manipuladoras sufren un incremento significativo en el coste de capital cuando dicha manipulación se hace pública.

Sin embargo, trabajos como los de Del Brío y otros (1998), Cabal (2000), Castrillo y otros. (2000) o Pucheta y otros (2004), basados en el mercado de valores español han puesto de manifiesto dudas importantes sobre el contenido informativo del Informe de Auditoría para los inversores. Monterrey y otros (2003) evidencian que la capacidad de señalización de las salvedades se ve afectada por variables como el signo de resultado o el tamaño de la empresa.

No obstante, el gráfico de perfil muestra un comportamiento dispar unos meses después del cierre del ejercicio (2003) de la muestra experimental y la de control. En concreto, se aprecia una tendencia decreciente en los precios para las primeras, siendo creciente en las segundas. Este efecto persiste entre los meses de mayo y agosto de 2004, volviendo luego a tener una tendencia homogénea los dos subgrupos de empresas. La tendencia de los precios para las empresas con salvedad y su control, y para las que presentan informe 2 y su control, señala un comportamiento similar al observado para la muestra global.

Se ponen de manifiesto además, diferencias significativas en la evolución del precio de los títulos cuando la variable de agrupación utilizada es la existencia

de una historia previa de deficiencias, mostrándose una tendencia menos alcista en las empresas que presentan esta característica.

Por otro lado, parece lógico pensar que el efecto de una salvedad sea distinto que el de un informe 2, por lo que realizamos también el análisis dirigido a saber si hay diferencias en la evolución de los precios ante distintos tipos de deficiencia. Efectivamente el estudio realizado nos lleva a concluir que los distintos tipos de deficiencia condicionan de forma distinta la evolución de los precios en el mercado.

Cuando nos centramos en el comportamiento de las empresas con salvedades en su Informe de Auditoría y las correspondientes empresas de la muestra de control, la existencia o no de salvedades no se puede considerar un factor significativo. El gráfico de perfil muestra una tendencia creciente más acusada en las empresas sin salvedades y con mayores fluctuaciones en los precios. Al analizar las empresas con informe 2 versus las correspondientes empresas de control tampoco podemos determinar que el factor informe 2 sea significativo. En el gráfico de perfil se observa como a partir del mes 18 las empresas con informe 2 tiene una tendencia decreciente en sus precios en comparación de las que no lo poseen, que presentan tendencia creciente, efecto que al cabo de 3 meses queda corregido y ambos grupos de empresas adoptan una tendencia creciente.

Sin embargo, cuando comparamos los dos grupos de empresas con deficiencias entres sí (salvedad frente a informe 2), el factor tipo de deficiencia resulta significativo y el gráfico de perfil muestra como efectivamente las empresas con informe 2 manifiestan unas reacciones más acusadas que las que presentan salvedades.

En resumen, la evolución del precio de los títulos presenta diferencias estadísticamente significativas para agrupaciones que se obtienen a través de variables que discriminan: la existencia o no de historia de deficiencias y la presencia de diferente tipo de deficiencia. No obstante, para el resto de agrupaciones hay que poner de manifiesto que gráficamente se observan determinadas reacciones ya descritas.

El estudio realizado es consistente con muchos de los trabajos que han venido mostrando determinadas relaciones entre variables del entorno empresarial y la presencia de diferentes tipos de deficiencias en la información económico-financiera publicada por las empresas, así como con los que no han detectado una evidencia fuerte de la existencia de un impacto significativo en el precio de los títulos tras el conocimiento de estos problemas.

Los resultados obtenidos tienen importantes implicaciones en la empresa, para los usuarios de la información y también para las instituciones. Las empresas deben tomar conciencia de la importancia de ofrecer información de calidad; sin embargo se observa como, hasta la fecha, los mercados no penalizan

lo suficiente la existencia de deficiencias, por lo que de momento no es un mecanismo de control eficaz sobre los defectos de la información. Los usuarios, en ocasiones impulsores de la manipulación contable, debido a que las empresas se sienten obligadas a cumplir con sus expectativas, deberían prestar más atención a las deficiencias de la información, sobre todo en aquellas empresas que se encuentran en situaciones donde hemos señalado, es más probable que se altere la calidad de los datos. Asimismo, instituciones como la CNMV deben continuar poniendo freno a las prácticas de información que no cumplen ciertos requisitos, ya que la calidad de la información financiera redundante en utilidad de la misma y a largo plazo en un mejor funcionamiento de los mercados.

El estudio no está exento de limitaciones. Cabe destacar que hemos considerado sólo el año 2003 para diferenciar entre empresas con y sin deficiencias, cuando podría resultar adecuado tomar un horizonte más amplio tras esa fecha. Asimismo, la elección de variables explicativas puede tener alguna carencia, como por ejemplo la variable sector o tamaño, que no se han considerado en el análisis por ser utilizadas para la configuración de la muestra de control. Otra limitación hace referencia a la imposibilidad de aislar el efecto de la información concurrente en la evolución de los precios de los títulos. Por todo ello, es preciso señalar que el presente trabajo puede continuar con el desarrollo de nuevas investigaciones en las que se puedan considerar las deficiencias en la información en un horizonte temporal más amplio; así sería interesante seguir investigando sobre el impacto de las deficiencias en los precios de las acciones en diferentes periodos de tiempo, para reforzar las conclusiones obtenidas y diseñar una metodología que permita aislar la presencia de información concurrente.

Referencias Bibliográficas

- Aboody, D. y Kasznik, R. (2000). CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 73-100.
- Aharony, J., Lin, C. y Loeb, M. (1993). Initial public offerings, accounting choices, and earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 1(10), 61-81.
- Ahmed, K., Hossain, M. y Adams, M. (2005). *The effects of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings*. Trabajo presentado al XXVIII Congreso anual de la European Accounting Association, Göteborg, Suecia.
- Azofra, V., Castrillo, L. y Delgado, M. (2003). Ownership concentration, debt financing and the investment opportunity set as determinants of accounting discretion: empirical evidence from Spain. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 115, 215-255.
- Basilico, E., Grove, H. y Cook, T. (2004). *A comparative analysis of U.S. and european approaches for detection and prevention of fraudulent financial reporting practices*. Trabajo presentado al XXVII Congreso anual de la European Accounting Association, Praga, República Checa.
- Beasley, M. (1996). An empirical analysis of the relation between board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 4(71), 443-465.
- Beekes, W., Pope, P. y Young, S. (2004). The link between earnings and timeliness, earnings conservatism

- and board composition: evidence from the U.K. *Corporate Governance*, 1(12), 14-59.
- Beneish, M. D. (1999). The detection of earnings manipulation. *Financial Analyst's Journal*, septiembre-octubre, 24-36.
- Botosam, C. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 3(72), 323-349.
- Cabal, E. (2000). La efectividad comunicativa del informe de auditoría medida a través de su impacto en el mercado de capitales. *Revista de Contabilidad y Tributación*, 209/210, 123-178.
- Callao, S., Gasca, M. y Jarne, J. I. (2007). Gobierno corporativo y deficiencias de la información contable. *Revista de Contabilidad*, 1(10), 133-156.
- Castrillo, L., López, O. y Navazo, J. (2000). *Qualified audit opinions and stock prices: the spanish case*. Trabajo presentado al XXIII Congreso anual de la European Accounting Association, Munich, Alemania.
- De Andrés, P., Azofra, V. y López, F. (2001, septiembre). *Discrecionalidad directiva, dirección de resultados y gobierno de la empresa: un análisis empírico internacional*. Trabajo presentado al XI Congreso AECA, Madrid, España.
- Del Brío, E. (1998). Efecto de las salvedades de los informes de auditoría sobre el precio de las acciones en la bolsa de Madrid. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 94(27), 129-170.
- Dechow, P., Sloan, R. y Sweeney, A. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 1(13), 1-36.
- Defond, M. y Jiambalvo, J. (1991). Incidence and circumstances of accounting errors. *Accounting Review*, 66, 643-655.
- Dopuch, N., Holthausen, R. W. y Leftwich, R. (1986). Abnormal stock returns associated with media disclosures of subject to qualified audit opinions. *Journal of Accounting and Economics*, 8, 93-117.
- García, B., Gill, B. y Gisbert, A. (2005). La investigación sobre earnings managements. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 127(34), 1001-1033.
- García-Ayuso, M., Ruíz, I. y Zamora, C. (2003, septiembre - octubre). *Una aproximación empírica a las relaciones de gobierno corporativo en las empresas españolas*. Trabajo presentado al XII Congreso AECA, Cádiz, España.
- Giner, B. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *The European Accounting Review*, 1(6), 45-68.
- Healy, P., Kang, S. y Palepu, K. (1987). The effect of accounting procedure changes on executive' remuneration. *Journal of Accounting and Economics*, 9, 7-34.
- Healy, P. y Whalen, M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 4(13), 365-383.
- Klein, A. (2002a). Economic determinants of audit committee independence. *Accounting Review*, 77, 435-452.
- Klein, A. (2002b). Audit committees, board of director characteristics and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.
- Lang, M. y Lundholm, R. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behaviour. *The Accounting Review*, 4(71), 467-492.
- Monterrey, J., Pineda, C. y Sánchez, A. (2003). La función de señalización de las salvedades en el mercado de capitales español. Un análisis empírico. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 117(32), 467-499.
- Navarro, J. y Martínez, I. (2004). Manipulación contable y calidad del auditor. Un estudio empírico de la realidad española. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 123(33), 1025-1061.
- Peasnell, K., Pope, P. F. y Young, S. (2001). *Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?* Working paper, Lancaster University (LUMSWP), Reino Unido.

- Pucheta, M. C., Vico, A. y García, A. (2004). Reactions of the Spanish capital market to qualified audit reports. *European Accounting Review*, 4(13), 689-711.
- Ruiz, E., Gómez, N. y Guiral, A. (2002). Una comparación intersectorial y por tamaño de la calidad de la información contable a través del análisis del informe de auditoría. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 112(31), 545-581.
- Soltani. (2000). Some empirical evidence to support the relationship between audit reports and stock prices-the French case. *International Journal of Auditing*, 4, 269-291.
- Spathis, C., Doumpos, M. y Zopounidis, C. (2002). Detecting falsified financial statements: a comparative study using multicriteria analysis and multivariate statistical techniques. *The European Accounting Review*, 3(11), 509-535.

Anexo 1.

Estadísticos descriptivos de las variables que describen las empresas analizadas

	Muestra experimental			
	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
Total activo (mill. Euros)	24,852	42.005,121	2.876,812	7.300,439
Rentabilidad económica	-97,695	9,611	-3,751	19,391
Rentabilidad financiera	-23,877	34,602	7,739	27,361
Ratio de circulantez	,464	7,388	1,564	1,241
Ratio Solvencia	,731	11,123	1,982	1,818

N=37

	Muestra de control			
	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
Total activo (mill. Euros)	38,658	68.041,250	3.081,078	9.540,008
Rentabilidad económica	-8,196	17,746	4,444	5,811
Rentabilidad financiera	-33,471	92,475	13,477	19,382
Ratio de circulantez	,249	14,578	1,778	2,382
Ratio Solvencia	1,057	10,068	1,997	1,582

N=37