

Zamarra, J., Gutiérrez, B., & Marín, V. (2024). Retornos anormales derivados de la emisión del dictamen del auditor en los países del MILA. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 84, 121-146. Doi: <https://doi.org/10.17533/udea.rc.n84a06>

Retornos anormales derivados de la emisión del dictamen del auditor en los países del MILA

Julián Esteban Zamarra Londoño

julian.zamarra@udea.edu.co

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0539-4187>

Universidad de Antioquia

Belky Esperanza Gutiérrez Castañeda

belky.gutierrez@udea.edu.co

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9578-5968>

Universidad de Antioquia

Verónica Marín Lotero

veronica.marinl@udea.edu.co

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4705-7496>

Universidad de Antioquia

Retornos anormales derivados de la emisión del dictamen del auditor en los países del MILA

Resumen: El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) ha permitido la diversificación de los portafolios de inversión y ha aumentado las opciones de competitividad del mercado de capitales de sus países miembro, creando la necesidad de información más sofisticada para la evaluación de riesgos y donde el informe de auditoría ha tomado relevancia. Este artículo evalúa la presencia de retornos anormales acumulados bajo la metodología de estudio de eventos para rendimientos promedio (BHAR) en el precio de las acciones del MILA entre el 2015 y 2018, derivados de la emisión del dictamen de auditoría. Este enfoque cuantitativo permitió identificar que el dictamen de auditoría, independientemente del tipo (con o sin salvedad), no es significativo, puesto que no se percibe un impacto en los retornos anormales acumulados del MILA para el período estudiado, evidenciando desde en este artículo que no hay una influencia derivada del dictamen que afecte el precio de los activos de las empresas.

Palabras clave: dictamen de auditoría, MILA, retornos anormales acumulados, precio accionario, BHAR.

Abnormal returns resulting from the issuance of the auditor's opinion in MILA countries

Abstract: The Latin American Integrated Market (MILA) has enabled the diversification of investment portfolios and enhanced possibilities for competitiveness in the capital markets of its member countries, thus creating the need for more sophisticated information for risk assessment. In this scenario, the audit report has gained more relevance. This article evaluates the presence of cumulative abnormal returns under the event study methodology for average returns (BHAR) in the MILA stock price between 2015 and 2018 derived from the issuance of the auditor's opinion. By employing this quantitative approach, it was possible to determine that the auditor's opinion, in any form (with or without caveats), does not have a statistically significant effect on MILA's cumulative abnormal returns during the examined period. This finding demonstrates that the auditor's opinion has no impact on the companies' asset prices.

Keywords: auditor's opinion, MILA, cumulative abnormal returns, stock price, BHAR.

Retornos anormais derivados da emissão da opinião do auditor nos países do MILA

Resumo: O Mercado Integrado Latino-Americano (MILA) permitiu a diversificação dos portfolios de investimentos e aumentou as opções de competitividade do mercado de capitais dos seus países membros, criando a necessidade de informações mais sofisticadas para avaliação de riscos e onde o relatório de auditoria se tornou relevante. Este artigo avalia a presença de retornos anormais acumulados sob a metodologia de estudo de eventos para retornos médios (BHAR) no preço das ações MILA entre 2015 e 2018, derivados da emissão da opinião de auditoria. Esta abordagem quantitativa permitiu identificar que a opinião de auditoria, independentemente do tipo (com ou sem ressalvas), não é significativo, uma vez que não se percebe impacto nos retornos anormais acumulados do MILA no período estudado, mostrando a partir deste artigo que não há influência derivada da decisão que afete o preço dos ativos das empresas.

Palavras-chave: Opinião de auditoria, MILA, retornos anormais acumulados, preço das ações, BHAR.

Les rendements anormaux liés au rapport d'audit dans les pays du MILA l'AMIL

Résumé: Le marché intégré latino-américain (MILA) a permis la diversification des portefeuilles d'investissement et a augmenté les options de compétitivité du marché des capitaux de ses pays membres. Cela a créé le besoin d'informations plus sophistiquées pour l'évaluation des risques, en faisant en sorte que le rapport d'audit devienne pertinent. Cet article évalue la présence de rendements anormaux cumulés dans le cadre de la méthodologie d'étude des événements pour les rendements moyens (BHAR) dans le prix de l'action MILA entre 2015 et 2018, dérivé de l'émission du rapport d'audit. Cette approche quantitative nous a permis d'identifier que le rapport d'audit, qu'il soit qualifié ou non, n'est pas significatif, puisqu'il n'y a pas d'impact perçu sur les rendements anormaux cumulés de la MILA pour la période étudiée. Ceci prouve qu'il n'y a pas d'influence dérivée du rapport d'audit qui affecte les prix des actifs des entreprises.

Mots-clés : rapport d'audit, MILA, rendements anormaux cumulés, prix des actions, BHAR.

Retornos anormales derivados de la emisión del dictamen del auditor en los países del MILA

*Julián Esteban Zamorra Londoño, Belky Esperanza Gutiérrez Castañeda
y Verónica Marín Lotero*

<https://doi.org/10.17533/udea.rc.n84a06>

Primera versión recibida en agosto 2023 – versión aceptada en enero 2024

I. Introducción

En el contexto financiero, muchas de las volatilidades que se generan en el mercado de valores están influenciadas por la información que se publica y que es usada por los tomadores de decisiones como un referente para determinar sus comportamientos, siendo esta un insumo para grupos de interés que están atentos a las capturas de sucesos en los precios de las acciones, tal y como lo explican Hoti et al. (2012), Robu y Robu (2015) y Leqaa (2019), quienes indican que los inversionistas actúan según la situación financiera de la compañía y de los informes que le soportan, desencadenando desde allí consecuencias de impacto en la posible variación o fluctuación del mercado accionario, principalmente en un factor importante en la empresas como es el precio de las acciones. A razón de ello, los usuarios de tal información buscan alternativas asociadas a los estados financieros para evaluar los riesgos, volatilidad y rentabilidad al momento de realizar sus inversiones, de forma que puedan cumplir su objetivo financiero de aumentar las ganancias y disminuir el riesgo de inversión.

Ante este panorama, el informe de auditoría ha tomado gran relevancia como herramienta fundamental para los usuarios que quieran invertir en empresas y que estiman mayores o menores riesgos de los recursos según los informes de auditoría que dan cabida a información más confiable acerca de los procesos y controles que se realizan en las organizaciones, y como estos impactan en los resultados financieros, de acuerdo con las normas de auditoría que rigen en cada país (Dunn et al., 2019; Galvis y Herrera, 2006; Haliti et al., 2017). Es por ello por lo que el informe del auditor cobra importancia no solo

como herramienta en el momento de determinar la fiabilidad de la información de los estados financieros, sino también como una variable a considerar entre los usuarios de la información en el proceso de toma de decisiones para realizar negociaciones en el mercado accionario (Salehi et al., 2020).

Este artículo analiza el impacto que tiene la emisión del dictamen de auditoría en los retornos anormales de las acciones de las empresas que componen el Mercado Integrado Latinoamericano en el período 2015 a 2018, haciendo uso del estudio de eventos como herramienta metodológica para determinar si se presentan variaciones en los precios de las acciones del MILA derivados de la publicación del informe de auditoría y, específicamente, de la opinión del auditor, analizando la presencia de retornos anormales para los periodos cercanos a la fecha de la opinión, determinando el comportamiento y algunos efectos de variables como el ROE, los activos brutos y la Utilidad Neta, además de la volatilidad del mercado de una manera más específica que trasciende el análisis empírico a través de análisis y exploración de información estadística que permita concluir sobre el comportamiento de los retornos y poder determinar el impacto del dictamen sobre el precio de los títulos de bolsa, en un alcance similar al abordado previamente por Gutiérrez et al. (2020), pero —además— enfocando los resultados en el informe del auditor, e incluyendo un análisis del 2020 desde un punto de vista cualitativo y gráfico de comportamiento de índices relacionados con el informe de auditoría.

El texto presenta, inicialmente, una contextualización sobre los mercados de valores, qué son y cómo funcionan, específicamente en aquellos aspectos concernientes al MILA. Posteriormente, se abarca la definición y encuadre teórico del artículo, abordando el mercado de auditoría y su relación, según investigaciones previas, con el comportamiento de precios de bolsa. Seguidamente, se describe la metodología de la investigación que da pie al detalle de los resultados y el análisis estadístico de la investigación para presentar, finalmente, las conclusiones del artículo.

II. Mercados de valores e integración financiera: el caso del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

Se entiende como mercado de valores el mecanismo o lugar en donde los oferentes y demandantes realizan un intercambio de títulos, permitiendo allí mismo, a través de las fuerzas naturales de dicho mercado, determinar los precios de los activos que se negocian. En este sentido, el objetivo de dicho intercambio es que tanto los vendedores como compradores puedan obtener ganancia en algún momento. Es así como lo sustenta Quintero (1963) indicando que “un mercado es cualquier lugar, no importa su tamaño o extensión, en el que compradores y vendedores pueden traficar con prontitud en determinada cosa” (p.12), exponiendo, además, que “los valores son instrumentos

transferibles que evidencian participación fraccional en el capital de una compañía, o que evidencian deuda de una compañía o de un gobierno” (p.11).

Esta historia del “mercado de valores” se origina con el surgimiento de las “bolsas de valores”, que se crearon hacia la edad media con el nacimiento del comercio y de las grandes ferias de comerciantes (Abella y Varón, 2017), mismos eventos que en la actualidad siguen persistiendo de maneras más sofisticadas y que han migrado a plataformas de negociación tanto presenciales como en línea.

Este crecimiento ha suscitado diferentes necesidades en torno a la calidad de la información que demandan todas las partes intervinientes en los mercados, haciendo, prácticamente, indispensable el funcionamiento de las dinámicas mismas de transacción sin proveer a los participantes información clara, objetiva, completa y permanente de los activos y empresas que están en negociación, así como de todas las actividades que se realizan y de la regulación que deben seguir (Brull, 2007). Esto permite que la información se encuentre actualizada y a disposición de los interesados para que puedan obtener los activos que buscan y tomar decisiones más acertadas y acordes con sus necesidades (Gkillas et al., 2019).

A través de las bolsas de valores se dan negociaciones de instrumentos financieros que ayudan a la integración interna de las empresas que cotizan dentro de un país. Por lo tanto, cuando se integran varios países y sus respectivas bolsas de valores se favorece la economía de aquellos que realizan tal integración, permitiéndoles mejorar indicadores de tipo financiero y económico, aumentar el desarrollo de las compañías y de la población en general (Caporale et al., 2019). Lo anterior explica que los mercados de valores no están conformados solamente por bolsas, sino también por integraciones de mercados financieros donde algunos países abren sus economías para realizar intercambios de bienes, enfocados en la exclusión de limitaciones económicas del mercado de bienes y servicios entre ellos, y de donde se van originando comercios complementarios (Córdoba, 2015; Jiménez , 2010); aspectos que van llevando consigo ventajas para las naciones pertenecientes a esta integración que conducen a mayores eficiencias en productividad, competitividad y uso de los recursos.

En relación con las integraciones de mercado, América Latina no es ajena a este proceso, ya que, a través de la unión inicial de los mercados accionarios entre los países de Colombia, Chile y Perú, firmada el 8 de septiembre de 2009, se plantearon como objetivo definir un modelo de integración de los mercados de renta variable de los países integrantes. Para el 2014 se incorpora la bolsa de valores de México y de esta manera se constituye una plataforma regional que tuvo como objetivo lograr la transacción de títulos de renta variable entre los países miembro mediante la integración de las bolsas de valores y los depósitos centrales de valores, creando una oportunidad para los inversionistas latinoamericanos con miras a diversificar sus carteras a través de la adquisición de

valores emitidos por empresas listadas en las bolsas de cualquier país miembro (Gutiérrez et al., 2020).

Estas integraciones sin duda amplían el espectro de análisis de muchos agentes de mercado, puesto que se da a los inversionistas que tienen la posibilidad de adquirir instrumentos financieros que presenten condiciones distintas a las de aquellos negociados en la región geográfica en la que residen (Romero et al., 2013). Incluso, condiciones recientes como la pandemia han hecho mucho más potentes estos modelos de integración, conjunto con elementos de inteligencia artificial y el avance de la digitalidad surgido a razón del confinamiento (Kulwizira et al., 2023).

Atendiendo precisamente este objetivo de ampliación de fronteras, y el objetivo inicial de esta integración, las transacciones en los cuatro mercados han aumentado en reciprocidad con los demás integrantes del MILA y se ha beneficiado a los mercados a través del fortalecimiento de la actividad bursátil, que permite a los inversionistas tener una reducción del riesgo por la diversificación de portafolios (Muñoz et al., 2022). Al respecto, otros autores han manifestado que esta unión ha permitido complementar los mercados, al unir industrias y sectores económicos y, además, se ha dinamizado la competencia a su vez que se han generado diversas integraciones horizontales (Vargas y Bayardo, 2013). También se han dado eficiencias de inversión y mayores rendimientos sobre menores asimetrías de información en la región latinoamericana (Delgado y Ai, 2023).

A pesar de los beneficios derivados de la integración de los países que pertenecen a estos mercados, también surgen desafíos que podrían dificultar la consolidación del MILA. Uno de estos radica en las diferencias regulatorias presentes en los mercados de valores de los distintos países, dado que puede resultar complicado armonizar y unificar las normativas, dificultando la implementación y el funcionamiento eficiente del mercado. También se presentan otras dificultades como diferencias de los costos de las transacciones, la existencia de ineficiencias en la información, la diferencia en el tipo de cambio y en la información contable, punto en el que precisamente toma relevancia la auditoría como garante del cumplimiento de los preceptos normativos con los que se construye la información en cada una de las naciones (Cardona, 2022; Vargas y Bayardo, 2013).

III. Dictamen de auditoría e impacto en las cotizaciones del MILA

La auditoría es una herramienta que se utiliza en las organizaciones para control, supervisión y detección de errores (Sandoval, 2012; Villadefrancos y Riviera, 2006), conllevando una responsabilidad frente a la validación independiente y competente del cumplimiento de la normatividad aplicable a los procesos organizacionales, de forma que permita “verificar que la información

financiera, administrativa y operacional que se genera, es confiable, veraz y oportuna” (Morales, 2012, p. 12).

La auditoría se realiza por parte de un profesional externo, independiente e imparcial, generalmente a través de firmas especializadas en auditoría —aunque bien podría ser a través de personas físicas—, las cuales asumen la responsabilidad de llevar a cabo todos los procedimientos inherentes al ejercicio de la revisión de la información entregada por la administración dentro de las organizaciones, evitando oportunismos y deficiencias en la información (Salman et al., 2022).

Puntualmente en el caso colombiano, la figura de auditor está representada por el revisor fiscal, quien cumple las mismas funciones del auditor externo, pero también tiene otras obligaciones adicionales. En cuanto a las funciones inherentes de los auditores, estas son diversas y varían dependiendo del tipo de servicio que se contrata. Por ejemplo, los procedimientos que generalmente tienen lugar cuando se lleva a cabo una auditoría independiente completa, van desde la evaluación del sistema de control interno contable, análisis del trabajo del equipo de auditoría y revisión de diferentes eventos e información de la empresa, hasta la emisión de la opinión respecto a la información financiera de la compañía auditada (Estefanell y Fusté, 1980; Montes et al., 2019).

Con esto, es claro que la efectividad de estas labores de control refleja su resultado más tangible y de mayor conocimiento público mediante la presentación del informe de auditoría —o informe del revisor fiscal para Colombia—, el cual consolida y comunica los resultados obtenidos de la auditoría a través de la validación o no de la información presentada en los estados financieros (Zamarra et al., 2023), de forma tal que tiene poder y causas para impactar sobre la percepción de los usuarios de la información (Arroyo, 2012; Montes et al., 2019). Como ya se mencionó, es preciso señalar que, independientemente de los procedimientos aplicados en la realización de la auditoría, el objetivo base es incrementar la confianza de los usuarios en la fiabilidad y veracidad de los estados financieros (IAASB, 2012). Para dar cumplimiento a este objetivo, las firmas auditoras, una vez efectuado todo el trabajo que sea requerido para la obtención y análisis de la información, deben emitir un informe que contiene el dictamen sobre la situación financiera de la empresa auditada (IAASB, 2012).

Este informe condiciona el proceso decisorio de los inversionistas, con lo cual actúan según perciban la situación de la empresa, influenciando la toma de decisiones y generando consecuencias en la posible fluctuación, principalmente, de un factor importante en las empresas como el precio de las acciones, que se ve afectada de forma positiva o negativa según diversas investigaciones (Espahbodi y Espahbodi, 2019; Hoti et al., 2012; Robu y Robu, 2015).

Otro efecto importante para las compañías es el que resulta de la opinión que emite el auditor, relacionado con el principio de continuidad del nego-

cio, pues aquellos casos en que posterior a la recopilación y análisis de la información de la entidad se considere pertinente la emisión de una opinión calificada o negativa sobre la hipótesis de negocio en marcha, las decisiones tomadas por los inversionistas a partir de este dictamen conllevan casi siempre a la quiebra de las organizaciones, como consecuencia de la percepción de los agentes sobre la capacidad que tiene la compañía de continuar en operación y, por ende, el retiro de sus inversiones (Cha et al., 2016; Leite et al., 2019).

La información que se deriva de las organizaciones a nivel contable, económico, financiero y social, puede afectar las decisiones que toman los inversores y repercutir en los mercados financieros, y por esto cobra relevancia contextualizar investigaciones que se han desarrollado en torno a como algunos elementos del panorama —por ejemplo, el dictamen de auditoría— impactan en los mercados accionarios. El informe o dictamen de auditoría tendrá un valor informativo relevante si se verifica una asociación con el precio de las acciones y si esta relación causa más precisión en la predicción de los valores de mercado (Banimahd et al., 2013).

IV. El enfoque internacional sobre el dictamen y las bolsas

A nivel internacional, diferentes autores han evaluado la relación mencionada por Charles et al. (2014), donde se analiza el mercado de China enfocado en la información que se suministra a los inversionistas en el dictamen de auditoría. Partiendo de esto, el mercado chino ha tenido que desarrollar competencias económicas a nivel internacional para estimular y mejorar el ambiente de inversión por medio de la información, mejorándose las instituciones legales, de mercado, la regulación de la auditoría y las instituciones relacionadas para aumentar la credibilidad de los estados financieros. La investigación concluyó que las empresas que se encontraban auditadas obtuvieron más ganancias que las que no lo estaban. Este resultado, evidencia la relevancia de la auditoría en las organizaciones, y del impacto que genera el dictamen, dada una mayor preferencia de inversión hacia entidades que han pasado por procesos de auditoría.

También, Charles (2014) indica que “la mayoría de los inversores dependen de la información financiera pública para sus operaciones” (p. 225), lo que permite identificar que los inversionistas obtienen un mayor beneficio a partir de información financiera de carácter público.

En esta misma línea, Arizona y Muhammad (2017) estudian el mercado de Indonesia, teniendo como objetivo mejorar la manera en que se presenta el informe de auditoría en este país, con el fin de que los inversionistas tengan la capacidad de entenderlo y tomar buenas decisiones examinando el efecto de la reacción de los inversores con la emisión de una opinión de auditoría modificada por parte del auditor independiente. El estudio a través de un modelo de mercado utiliza un rendimiento anormal con el fin de identificar la reacción

de los inversores ante la nueva información. En cuanto a los resultados de investigación, se muestra que hay un impacto en los inversionistas de la región ante la opinión de auditoría, puesto que reaccionan ante la opinión de auditoría modificada recibida por la empresa, que se refleja en el volumen del mercado, que se ve afectado justo después del anuncio del informe de auditoría (Arizona y Muhammad, 2017, Callen et al., 2020).

En el caso europeo, Soltani (2000) analizó el mercado francés por medio de 543 dictámenes de auditoría entre 1986 y 1995, los cuales contenían diferentes fechas para el estudio de eventos, y encontró que, al conocer el dictamen del auditor, se generan retornos anormales, cercanos a la fecha de emisión, tanto positivos como negativos. Esto se relaciona con autores como Ball y Brown (1968), Jegadeesh y Livnat (2006), Vrejoiu (2019), Rahman y Liu (2021), que consideran que existen pruebas que ayudan a la correlación que hay entre la información financiera de las empresas, y los cambios en los precios de las acciones.

De igual manera, Ammen et al. (1994), en el estudio realizado a firmas estadounidenses sobre el contenido de información de la opinión del auditor, definieron que, independientemente de la calificación, hay una reacción significativa del mercado al aviso de dicho dictamen, lo que significa que los anuncios de calificación de auditoría sí presentan información relevante para ayudar a las decisiones de los usuarios. En este contexto, Bahram (2000), planteó un estudio en Francia, en donde dio a conocer que los rendimientos son significativos para las opiniones calificadas de los informes emitidos en los estados financieros consolidados, en comparación con los informes presentados cada año.

Además, reflejó que los precios de las acciones tienen una rentabilidad negativa antes y después de la fecha del suceso, dejando en evidencia que la información del dictamen es muy significativa para el accionar de los usuarios, así como también lo expresan los autores Khan et al. (2017) al brindar una contribución a la literatura, suministrando evidencia empírica sobre el impacto que genera el anuncio de la opinión de auditor en los medios de comunicación e información en el mercado de valores.

En cuanto a los autores Giuseppe y Giuseppe (2015), analizaron el impacto de la opinión en Italia de clasificaciones “a excepción de” —opiniones adversas, renuncias de opinión— y las no calificadas con párrafo de énfasis, donde el estudio arroja que las calificaciones en el informe de auditoría transmiten un impacto negativo en el precio de las acciones, mientras que las opiniones no calificadas tienen un impacto positivo. Por otro lado, de Souza y Ciampaglia (2018) analizan la relación entre la opinión revelada en el informe del auditor independiente y el rendimiento de las acciones en Brasil entre 2010 a 2014, teniendo como resultado que existe una reacción positiva en presencia de informes limpios y una reacción negativa del mercado a los informes con énfasis.

Por el contrario, Nunes (2009) verificó si el informe calificado interfiere con las decisiones de inversión y financiación, encontrando que este no cambió la percepción de riesgo y rendimiento, pero en el mercado brasileño como menciona Valderedo et al. (2022) sí se reacciona de manera negativa cuando un auditor independiente que no pertenece a las Big Four emite una opinión calificada. Además, si la auditoría presenta alertas en los informes y en los controles internos, existe evidencia que conlleva a reducción de riesgos y asimetría de información entre las partes interesadas según Brandão et al. (2021).

Se han abordado investigaciones que reflejan que la opinión del auditor genera variación del precio de las acciones. Este hecho cambia de acuerdo con el país en el que se realice la investigación, debido a que puede estar relacionado con la cultura de inversión o con la confianza e importancia que se le brinda al perfil del auditor y, además, considerando que existen políticas externas que afectan los mercados locales (Muñoz y Gálvez, 2022). En esta misma línea, autores como Balli et al. (2021) conceptuó sobre “el efecto contagio” de la política norteamericana que no hace bien a los países latinoamericanos vistos de manera independiente.

Por lo tanto, se abordarán otras investigaciones en las cuales los resultados son diferentes a los expuestos anteriormente. Una de ellas es realizada en el mismo contexto por los autores Martínez y Martínez (2004), quienes analizan el mercado español para identificar que no hay cambios en el precio de las acciones cuando se da a conocer el dictamen del auditor, reflejando que los informes producen mínimo efecto sobre el mercado.

Así mismo, sería el caso que expone Gutiérrez y Barrera (2018) para el contexto colombiano, donde la divulgación del dictamen no genera alteraciones en el funcionamiento habitual del mercado de acciones, pero quienes además identifican que el informe del auditor no contribuye en la mayoría de las ocasiones para la toma de decisiones.

Gutiérrez y Barrera (2018), relacionan la necesidad de confiar en la información financiera, debiendo ser desarrollada de manera eficaz y eficiente, con el fin de mitigar los riesgos de datos que no reflejen la situación económica de la empresa (Palacio y Núñez, 2020). Con el propósito de reducir el riesgo, en el caso colombiano se creó el revisor fiscal —auditor externo—, cumpliendo la función de ente fiscalizador. Dicha investigación destaca como resultado que los inversionistas deben verificar la información suministrada en el informe de revisor fiscal, generando claridad sobre la empresa en la cual van a invertir, teniendo en cuenta que en Colombia la figura de revisor fiscal se ve más como una obligación de manera impositiva por parte del Estado que como un actor que aporta controles y mejoras a las compañías (Lagos, 2013; Ramírez, 2021).

V. Metodología

La investigación analiza el impacto que tiene la emisión del dictamen de auditoría en los retornos anormales de las acciones de las empresas que componen el Mercado Integrado Latinoamericano en el período de 2015 a 2018, partiendo de una población de todas las empresas que componen el índice S&P MILA Andean 40 Index, que contiene las 40 acciones más líquidas y de mayor tamaño del MILA (S&P Dow Jones Indices, s.f), utilizando la metodología de estudio de eventos que, según Fama y French (1993), consiste en analizar los impactos de un evento particular en los activos de un mercado financiero específico; además, permite evaluar la correlación entre los precios de un activo y un determinado acontecimiento (Farinós et al., 2009; Kloeckner, 1995).

De esta manera, el estudio de eventos de Fama (1991) permite evaluar el impacto del dictamen del auditor sobre los activos del mercado de capitales del MILA, identificando la existencia de cambios inusuales en los rendimientos acumulados del precio de las acciones (Fu, 2009; Mackinlay, 1997). De igual forma, Brío (2009) explica que el objetivo del estudio de eventos es “permitir el conocimiento del comportamiento estocástico de los precios en el momento del evento y en fechas próximas, con el objeto de determinar si éstos se han visto afectados por el evento en análisis” (p. 8).

Para los periodos posteriores al 2019 no se analizan efectos, puesto que en las fechas cercanas de la emisión de los informes de auditoría de estos años se mantenía una alta volatilidad de los mercados financieros, explicada por la crisis del sector petrolero y las afectaciones del coronavirus (COVID-19), generando resultados poco comparables con los años en estudio.

En este sentido, se analizaron las acciones ordinarias bajo la metodología descrita teniendo en cuenta que cada acción cotizó al menos durante 15 días bursátiles antes a la definición del evento, que para el caso de este trabajo correspondió con la fecha de divulgación de los dictámenes de auditoría de los estados financieros, considerando para los análisis de impacto ventanas temporales de 3, 5, y 10 días anteriores y posteriores a la fecha del evento definido para la determinación de variaciones significativas en la cotización y, por ende, rendimientos de los activos en observación (ver Figura 1), en un alcance similar al abordado previamente por Gutiérrez et al. (2020), pero además enfocando los resultados en el informe del auditor e incluyendo un análisis del 2020 desde un punto de vista cualitativo y gráfico de comportamiento de índices relacionados con el informe de auditoría.

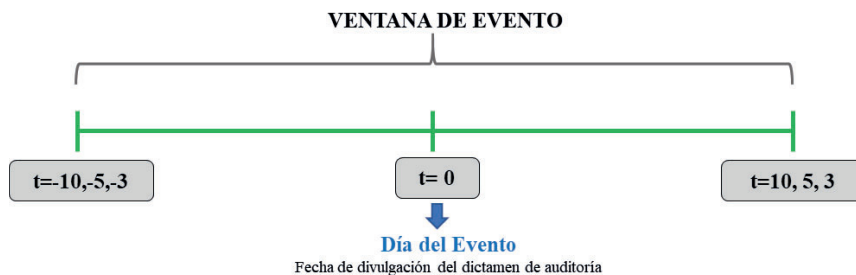


Figura 1. Esquema estudio de eventos

Fuente: elaboración propia.

De acuerdo con la ventana de eventos de la Figura 1, se identificaron los rendimientos anormales a partir de la metodología denominada rendimiento anormal (*BHAR- Buy and Hold Returns*), que calcula el rendimiento inusual a largo plazo utilizando los rendimientos a corto plazo como base, para así obtener el rendimiento dentro del período del evento (Barber y Lyon, 1997).

$$BHAR_{it} = BHR_{it} - BHR_{control,t}, \quad (1)$$

donde BHR_{it} es el rendimiento de un título i para las ventanas de evento, $BHR_{control,t}$ representa el rendimiento del mercado, que para el caso del MILA se presentó con el índice *S&P MILA Andean 40*.

BHR_{it} se debe estandarizar, es decir, convertirlo en logaritmo para estimar el modelo, de manera que la serie de datos utilizada sea estacionaria de modo que la media y la varianza sean constantes (Parody et al., 2016), permitiendo la sumatoria de las rentabilidades consecutivas de un instrumento si se han valorado de manera continua (Ramírez, 2016).

$$BHR_{it} = \left[\prod_{t=s}^{s+t} (1 + R_{it}) \right] \quad (2)$$

$$\check{R}_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (2.1)$$

donde R_{it} es el rendimiento accionario de la empresa i en el mes t , estimado a través de $\check{R}_{i,t}$ calculado por el logaritmo natural del precio de la acción i en el periodo t y $t - 1$.

$$t = \frac{BHAR_t}{\frac{\sigma_{BHR}}{\sqrt{n}}} \sim t_{N-2} \quad (2.2)$$

Adicional al cálculo de los retornos anormales, se realizó el cálculo del estadístico *T-Student*, donde $BHAR_t$ es el promedio de los rendimientos anormales, σBHR desviación de la rentabilidad promedio y n hace referencia al número de días en el evento (Del Brio et al., 2002). La coherencia de los resultados se valida a través del análisis de correlación de Pearson, indicando una estructura adecuada para ellos.

Para la interpretación de resultados es indispensable comprender que el trabajo del auditor ha sido generador de confianza en la información para los inversionistas y que el impacto del proceso de auditoría puede medirse fácilmente en aquellos casos en los que dicho dictamen haya tenido mayor relevancia sobre las decisiones. Lo anterior teniendo en cuenta que el dictamen en sí mismo no es generador de cambios en el precio de las acciones considerando que es un evento apenas anual, por lo que su impacto está supeditado a factores tanto exógenos como endógenos al proceso de auditoría y la empresa. De allí que sea factible complementar el estudio con el análisis estadístico y financiero de las causas de variaciones en el precio de cotización sobre variables de seguimiento de los usuarios tales como ROE, activos y utilidad neta y el mismo dictamen (Brío, 2009).

De acuerdo con lo anterior, se plantea un modelo de regresión en donde las diferentes ventanas de eventos se analiza el tipo de opinión emitido en el informe del auditor (con salvedad y sin salvedad), y su relación con variables financieras ROE, activos y utilidad neta (ecuación 3).

$$BHAR_t = \beta_1 + \beta_2 \text{Dictamen} + \beta_3 \text{ROE} + \beta_4 \text{Activos} + \beta_5 \text{Utilidad Neta} + \varepsilon_t \quad (3)$$

En este contexto, el dictamen se presenta como una variable binaria que asume el valor de 1 si el informe carece de salvedades y 0 en caso contrario. Por su parte, el ROE —rentabilidad del patrimonio— se refiere a la rentabilidad generada, mientras que la variable “Activos” corresponde al logaritmo natural de la suma total de los activos. Finalmente, la “Utilidad Neta” representa la ganancia obtenida por la empresa, dichas variables son las seleccionadas ya que son esenciales para evaluar el desempeño y la salud financiera de una empresa. Adicionalmente, al hablar de retornos de mercado el ROE permite identificar eficiencia en el uso del capital y si la empresa patrimonialmente es atractiva para los inversores, el activo como variable que permite medir la solidez financiera y tamaño de la empresa y la utilidad neta como indicador de rentabilidad e interés para los inversores.

Finalmente, se realiza un análisis de la evolución de los retornos de las series de tiempo de los principales índices de mercado de los países analizados para el 2020 que aplica a estados financieros de 2019, esto se realizó para conocer en las fechas cercanas a emisión del dictamen del auditor como se comportaron

gráficamente los mercados, sin estimación del modelo, ya que estas fechas cercanas en evento de emisión del dictamen los mercados se vieron fuertemente afectados por el COVID.

VI. Resultados

Los retornos anormales (*BHAR*) de las empresas pertenecientes al MILA (ver Tabla 1) indican que las acciones de este mercado en promedio no tienen un impacto de cotización derivado de la emisión del dictamen de auditoría, puesto que los retornos promedio por ventana de este evento son positivos y cercanos a cero. Es así como en este análisis global del mercado se encuentran en el *BHAR* 3, 5 y 10 retornos anormales de 0,0028, 0,0084 y 0,0095, respectivamente, indicando que no hay una influencia significativa derivada del dictamen que afecte el precio de los activos de todo el índice analizado. De igual manera, a través de un estudio simple de signos se observa que el MILA tiene retornos promedio de las acciones positivos para los tiempos cercanos a la divulgación del dictamen de auditoría.

Tabla 1. Estadísticas descriptivas promedio *BHAR*

	<i>BHAR3</i>	<i>BHAR5</i>	<i>BHAR10</i>
Media \bar{X}	0,0028	0,0084	0,0095
Mediana M_d	0,0025	0,0055	0,0059
Desv. típ. σ	0,0511	0,0682	0,1020

Fuente: elaboración propia.

Al analizar el promedio de este estadístico en las empresas de la muestra, se obtiene que es mayor o igual a 3,1824, a nivel de significancia $\alpha=0,05$, indicando esto que se acepta la hipótesis alternativa de que la divulgación del dictamen genera retornos positivos (ver tabla 2). Este análisis se presenta para evaluar si realmente los *BHAR* no son significativos, sin embargo, el resultado arrojado por el *t* promedio muestra que los retornos aumentan a medida que se toma un tiempo mayor de análisis, es decir, que se examinan más días anteriores y posteriores al evento, lo que implica una mayor significancia de los retornos permitiendo así medir el impacto del dictamen en la medida en la que se segregan las empresas o se analizan de manera más detallada con una ventana de 3, 5 y 10. Adicionalmente, el anterior resultado llega a ser contradictorio con el arrojado en la Tabla 1, debido a que no todas las empresas son significativas en el mercado.

Tabla 2. Estadísticos T-Student promedio y porcentaje de empresas significativas

Estadístico	<i>BHAR3</i>	<i>BHAR5</i>	<i>BHAR10</i>
T-Student	5,529	9,698	17,631
Porcentaje significancia	62,48%	77,65%	86,90%

Fuente: elaboración propia.

La evolución en series de tiempo del modelo *BHAR* estimado en la investigación muestra un comportamiento homogéneo en el periodo, estando próximos a cero (ver Figura 2). Asimismo, en la Figura 2 se puede ver que las ventanas 3 y 5 son retornos estables, a diferencia de la ventana 10, lo cual está relacionado con los resultados de la Tabla 2, donde se puede verificar que, en promedio, mejora la significancia del impacto de dictamen al aumentar el tamaño de la ventana de evento para calcular el *BHAR*. A pesar de esto, y acorde a los datos arrojados en la Tabla 1, los resultados holísticos de la muestra revelan que no hay un impacto significativo en los precios de las acciones derivado de la emisión del dictamen.

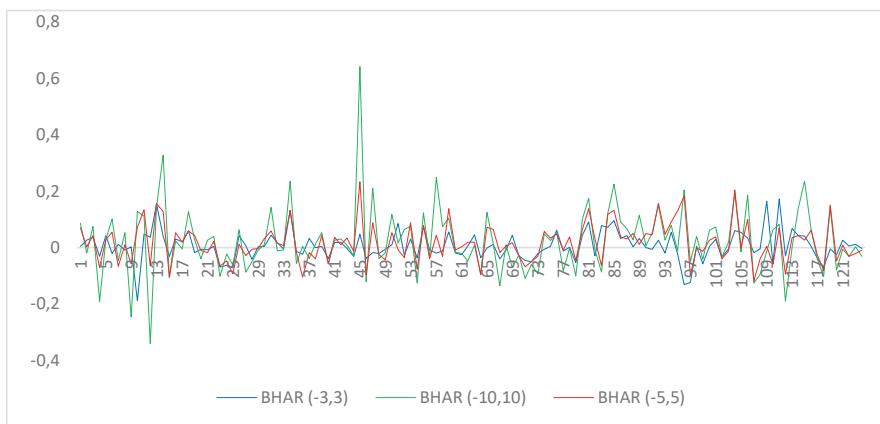


Figura 2. Series de Retornos Anormales Acumulados (MILA)

Fuente: elaboración propia.

Al analizar los datos atípicos —*outliers*— de las series de retornos anormales por la metodología de *BHAR* para el MILA (visibles en la Figura 3), se obtuvo que la empresa la Polar S.A, en el año 2015 para las ventanas de 5 y 10 días logró positivos de 0,23315 y 0,641375 respectivamente. De igual manera ocurrió con la compañía minera CAP S.A para los años 2015 y 2016 en la ventana 10 de estos años e igualmente para Refinería la Pampilla en los años 2015 y 2016 que en las ventanas 3 y 5 arrojó retornos anormales positivos (0,181964) y negativos (0,181964) respectivamente. Sobre estos resultados no se identificó información relevante en fuentes financieras y no financieras para explicar el comportamiento atípico de la acción, con la salvedad que en cuanto a las empresas mineras desde el año 2015 han tenido ciertas dificultades a nivel internacional debido a la poca competitividad en Latinoamérica y a las variaciones de los precios de los minerales.

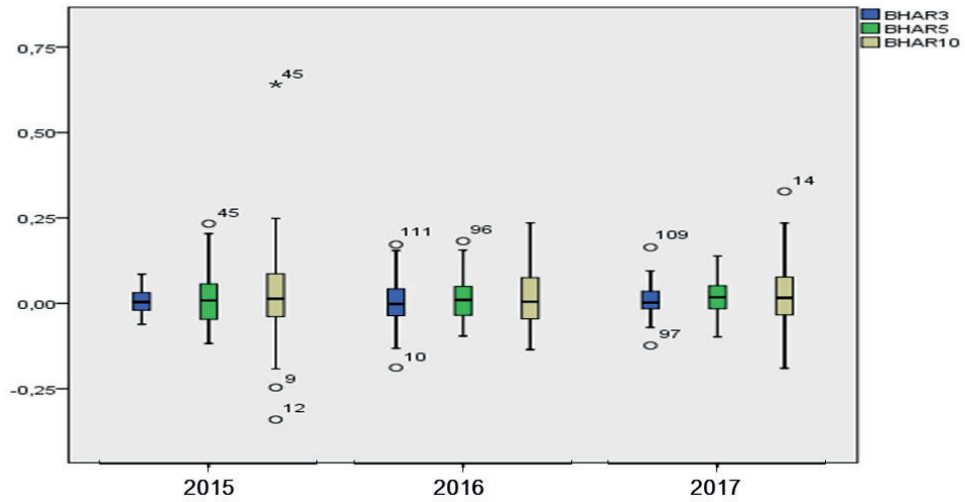


Figura 3. Outliers de series de BHAR- MILA

Fuente: Elaboración propia.

Caso contrario con respecto a la eficiencia de la información sucede para la empresa Autlan del sector de la minería, donde se encontraron datos relevantes que explican los datos atípicos negativos arrojados por la investigación en el año 2015 de $-0,24629$, debido a que la Secretaria de Economía aceptó el “dumping” para los precios de las importaciones, misma razón aplicable para la empresa Schwager, al presentar un dato positivo en el año 2015 para la ventana de 3 días, generado por la publicación del 7 de marzo de 2016 sobre el contrato adjudicado con Codelco. Para el 2018, no se identifican datos atípicos de las series de retornos anormales por la metodología de *BHAR* para el MILA.

La correlación de Pearson (ver Tabla 3) en el caso del mercado MILA, muestra una relación positiva y significativa al nivel del 1% entre los rendimientos anormales en distintas ventanas de eventos. Esto indica que los tres tipos de *BHAR* calculados en este artículo son útiles para analizar el comportamiento de los precios de los activos de las empresas en este mercado, en respuesta a eventos como la emisión del dictamen de los auditores.

Tabla 3. Correlaciones

		BHAR3	BHAR5	BHAR10	dictamen
BHAR3	Correlación de Pearson	1	,441 ^{**}	,332 ^{**}	-0,133
	Sig. (bilateral)		0	0	0,141
BHAR5	Correlación de Pearson		1	,797 ^{**}	0,088
	Sig. (bilateral)			0	0,33

		BHAR3	BHAR5	BHAR10	dictamen
BHAR10	Correlación de Pearson			1	0,098
	Sig. (bilateral)				0,277
Dictamen	Correlación de Pearson				1
	Sig. (bilateral)				

** . La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Fuente: elaboración propia.

Sin embargo, según los datos presentados en la Tabla 3, no se evidencia una correlación significativa entre los *BHAR* en las diferentes ventanas y el tipo de opinión emitido en el dictamen del auditor —con salvedad y sin salvedad—, resultados que son similares a los obtenidos por Muñoz et al. (2022). Para su validación se hace un cálculo adicional que estima si el retorno se dio por factores como la utilidad neta, el total de activos o el ROE (ecuación 4).

$$BHAR_t = \beta_1 + \beta_2 \text{Dictamen} + \beta_3 \text{ROE} + \beta_4 \text{Activos} + \beta_5 \text{Utilidad Neta} + \varepsilon_t, \quad (4)$$

donde, el dictamen es una variable binaria que adopta el valor de 1 cuando el informe es sin salvedades y 0 en caso contrario, *ROE*; *Activos* es el logaritmo natural de los activos totales y *Utilidad Neta* es la ganancia obtenida por la empresa. Ahora bien, en las tablas 4 y 5 se muestran los resultados de las regresiones que relacionan los rendimientos anormales acumulados (*BHAR*) en las ventanas de evento con las variables mencionadas previamente.

Tabla 4. Modelo de regresión BHAR

	Modelo	β promedio	Estadístico-t	P-Valor
BHAR3	Dictamen	-0,036	-0,846	0,235
	ROE	0,0001	1,1041	0,089
	Activos	0,012	0,3658	0,598
	Utilidad Neta	-0,002	-1,653	0,119
BHAR5	Dictamen	0,018	0,597	0,551
	ROE	-0,001	-1,139	0,256
	Activos	-0,001	-0,428	0,669
	Utilidad Neta	-0,015	-0,881	0,378
BHAR10	Dictamen	0,082	1,534	0,126
	ROE	0,001	1,292	0,197
	Activos	-0,001	-0,178	0,859
	Utilidad Neta	-0,028	-1,065	0,288

Fuente: elaboración propia.

De acuerdo con la tabla 4, se identificó que ni el dictamen, ROE, Activos y utilidad neta son significativos en ninguna de las 3 ventanas de evento analizadas con los retornos anormales y en el periodo de investigación (*BHAR*).

Tabla 5. Resultados globales de modelos de regresión *BHAR*

Estadísticos Globales	<i>BHAR</i> 3	<i>BHAR</i> 5	<i>BHAR</i> 10
R cuadrado	0,041	0,031	0,026
Estadístico-F	1,879	3,263	1,221
P-Valor (F) OLS	0,056	0,072	0,296

Fuente: elaboración propia.

Por lo tanto, es factible concluir que los resultados obtenidos muestran que, en promedio, las empresas que participan en el MILA, evaluados en la ventana de evento de 3, 5, y 10 días del dictamen de auditoría, no presentan impactos en los precios de las acciones a razón de la emisión del informe del auditor, independientemente de que tal informe es con salvedades o sin salvedades, cuyos resultados son similares a los obtenidos por Salman et al. (2022).

Los análisis presentados anteriormente muestran resultados de los periodos 2015 a 2018. Sin embargo, para el caso del 2019, cuyos informes se emiten en el 2020, no se realizó análisis de retornos anormales acumulados (*BHAR*) en las fechas de emisión del dictamen debido a condiciones económicas y de salud dadas en el 2020, que generaron fuertes caídas en el mercado accionario debido principalmente a la declaración de la Organización Mundial de la Salud (OMS) de pandemia por coronavirus, además de la crisis presentada del mercado petrolero.

La Figura 4 ilustra la evolución de los retornos de las series de tiempo de los principales índices de mercado de los países analizados: en general, estas tienen un comportamiento homogéneo entre enero y febrero de 2020; sin embargo, al finalizar febrero e inicios de marzo se identifica cambios significativos en la serie de datos, debido a condiciones económicas y de mercado que se derivan principalmente de crisis del petróleo y crisis sanitaria del coronavirus, pero no del dictamen.

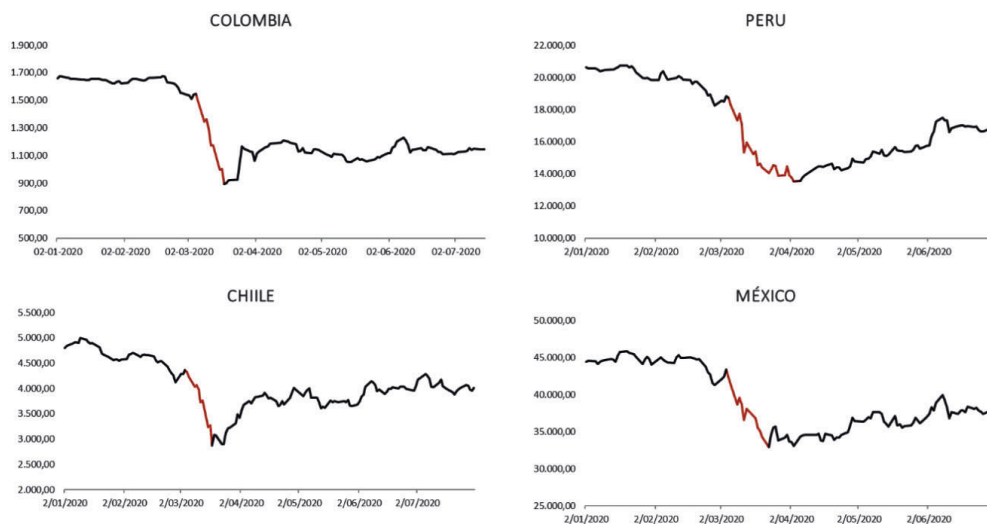


Figura 4. Comportamiento del precio de los índices de mercado de los países que pertenecen al MILA

Fuente: elaboración propia.

Estas crisis afectaron los mercados financieros llevando al desplome del valor de los índices, a lo que los países que conforman el MILA no fueron ajenos, presentando caídas fuertes en sus precios y afectaciones por las medidas que tomaron los gobiernos del mundo para evitar la expansión del COVID-19, contribuyendo a recesiones en las economías que posteriormente empezaron a presentar recuperaciones por intervenciones de política monetaria y fiscal con el propósito de evitar el colapso de la economía (Bach y Kumar, 2020).

Como se planteó anteriormente, el mercado accionario recoge los impactos externos, mostrando que en el primer semestre de 2020 se incrementó la volatilidad por efecto de la crisis de la pandemia sanitaria COVID-19, por tanto no se podría afirmar que al aplicar la metodología de este artículo en el año 2020 para el MILA, se presentan retornos anormales derivados de la emisión del dictamen, donde en promedio para los países analizados se emite el informe de auditoría a finales de febrero y en marzo. Además, según estudio de Doria y Niebles (2021) y Gurrola et al. (2021), que examinaron el rendimiento de los índices bursátiles de las bolsas de valores que forman parte del MILA durante los primeros meses de 2020, se tiene que en el mes de marzo se inició una disminución en las cotizaciones de los índices bursátiles tanto en la región como a nivel mundial, con fuertes caídas entre 30% y 50% en los precios, generado por el COVID-19. Lo anterior permite concluir que la volatilidad generada en los precios de los activos en los primeros cinco meses del 2020 se

dio por la pandemia y no sería apropiado plantear un modelo estadístico donde la volatilidad identificada se plantee en torno a la opinión del auditor.

Estos análisis implican que para el periodo y la región estudiada existen resultados contrarios a los hallados por otras investigaciones previas que indican que el informe de auditoría es un elemento fundamental para los usuarios que desean participar del mercado de valores, reduce la incertidumbre y genera mayores niveles de confianza ante mejores resultados en las empresas auditadas, de conformidad con los objetivos de las normas de auditoría que se rigen en cada país (Galvis y Herrera, 2006; Haliti et al., 2017). Otros autores han evaluado la relación mencionada por Charles et al. (2014) respecto a la auditoría y los resultados financieros, donde se concluyó que las empresas que se encontraban auditadas obtuvieron mas ganancias que las que no tenían sus estados financieros auditados (Al-Attar, 2017; Abdollahi et al., 2020). No obstante, los resultados son similares a los encontrados por Gutiérrez et al. (2020) para la región y con ventanas temporales de análisis y de investigación diferentes.

VII. Conclusiones

Los resultados de este artículo —en el que se evaluó la existencia de retornos anormales acumulados en el precio de las acciones del MILA entre los años 2015 y 2018 derivados de la emisión del dictamen de auditoría, sin incluir en el análisis los períodos posteriores al 2019 por las variables exógenas que afectaron la información—, permitieron conocer que el dictamen del auditor, ya sea con o sin salvedades, no genera un impacto significativo ni directamente atribuible en los retornos acumulados de cotización. Con ello no puede decirse que el impacto de la auditoría sobre el rendimiento de las organizaciones esté determinado únicamente por el dictamen definitivo que emite el auditor, sino que es necesaria la existencia de otros factores que influyen en el grado de confianza que depositan los inversionistas sobre los estados financieros, tales como la independencia del auditor frente a la gerencia de la entidad y el tamaño de la firma auditora (Callen et al., 2020; Usman y Adeiza, 2014).

Los resultados podrían indicar que los inversionistas del MILA posiblemente no utilizan los informes de auditoría como un factor determinante en la toma de decisiones de inversión o desinversión, asumiendo que el resultado del dictamen no es una variable significativa de impacto para sustentar variaciones directas en la volatilidad de los mercados evaluados y que están dando mayor relevancia a otras variables o eventos macroeconómicos o variables financieras no vinculadas con el proceso auditor.

Ahora bien, al identificar que el dictamen no es significativo en la determinación de la volatilidad de los precios accionarios en el MILA, se realiza un cálculo adicional para estimar si el retorno se dio por factores como la utilidad neta, el total de activos o la rentabilidad del patrimonio, encontrando que bajo ninguna

de las tres ventanas de eventos analizadas las variables financieras mencionadas son significativas y determinantes.

La investigación abre la puerta para futuros abordajes donde se considere no solo en la evaluación del dictamen de auditoría, sino otros factores externos y económicos que puedan ser abarcados en un modelo integrador para determinar la relación con los precios de cotización, además de poder relacionar el dictamen de auditoría con tales precios en otros mercados emergentes no pertenecientes al MILA, con el fin de analizar las decisiones de los inversionistas cuando se da una opinión con salvedad por parte del auditor. Adicionalmente, otras investigaciones futuras podrían examinar el comportamiento de los mercados de renta variable en índices bursátiles como el *MSCI* o el *FTSE*, basándose en la opinión de auditoría, usando otras metodologías relevantes para evaluar el impacto en el precio de los activos como, por ejemplo, pruebas de cambio estructural en la serie de retornos de los activos.

Referencias bibliográficas

- Abdollahi, A., Rezaei Y., y Safari, M. (2020), Auditor's report, auditor's size and value relevance of accounting information. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(4), 721-739. <https://doi.org/10.1108/JAAR-11-2019-0153>
- Abella, G., y Varón, J. (2017). Régimen del mercado de valores. Uniandes.
- Al-Attar, K. (2017). The Impact of Auditing on Stock Prices of Amman Stock Market's Listed Companies. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 7(6), , 210-220. <https://ideas.repec.org/a/hur/ijarbs/v7y2017i6p210-220.html>
- Ammen, E., Chan, K., y Guffey, D. (1994). Information Content of Qualified Audit Opinions for Over-The-Counter Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 21 (7), 997-1011. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1994.tb00360.x>
- Arizona, M., y Muhammad, B. (2017). Does Modified Audit Opinion Matter to Investors? Evidence from Indonesia. *Proceedings of the 18th Asian Academic Accounting Association (FourA)*, 152-159. Asian Academic Accounting Association. <https://www.foura.org/index.php/proceedings/foura-2017/18-does-modified-audit-opinion-matter-to-investors-evidence-from-indonesia>
- Arroyo, J. (2012). Tipos de opiniones que puede emitir un auditor en una auditoría de Estados Financieros. *Revista de la Agrupación Joven Iberoamericana de Contabilidad y Administración de Empresas (AJOICA)*, 9, 52-70. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6415374>
- Bach, D., y Kumar, P. (2020). Country Responses and the Reaction of the Stock Market to COVID-19—a Preliminary Exposition. *Emerging Markets Finance and Trade*, 10(56), 2139- 2150. https://econpapers.repec.org/article/mesemfitr/v_3a56_3ay_3a2020_3ai_3a10_3ap_3a2138-2150.htm
- Bahram, S. (2000). Some Empirical Evidence to Support the Relationship Between Audit Reports and Stock Prices - The French Case. *International Journal of Auditing*, 269-291. <https://doi.org/10.1111/1099-1123.00317>

- Ball, R., y Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Balli, M., Hasan, H., y Gregory, A. (2021). Why Do U.S. Uncertainties Drive Stock Market Spillovers? International Evidence. *International Review of Economics & Finance*, 76, 288-301. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.06.015>
- Banimahd, B., Poorzamani, Z., y Ahmahi, S. (2013). The Value Relevance of Audit report, Auditor Type and Auditor Tenure: Evidence from Iran. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(1), 89-103. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v5i1.2787>
- Barber, B., y Lyon, J. (1997). Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics. *Journal of Financial Economics*(43), 341-372. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2)
- Brandão, C., Ballarini, M., Marques, A., y Freitag, C. (2021). Red Flags de Auditoría e Divulgação das Deficiências de controles Internos nas Empresas do IBRX 100. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(48), 22-39. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e76636>
- Brío, E. (2009). Descripción metodológica de los estudios de evento a corto plazo. En G. Whittington, J. E. Farinós, J. C. García, et al. (eds.), *Manual práctico sobre estudio de eventos* (pp. 3-59). Universidad de Salamanca.
- Brull, H. (2007). El mercado de capitales globalizado: al alcance de todos : instituciones y personas físicas que lo conforman, sus leyes reglamentos y un poco de historia. Duken.
- Callen, J., Fang, X., Xin, B., y Zhang, W. (2020). Capital Market Consequences of Audit Office Size: Evidence from Stock Price Crash Risk. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 39(2). 1-26. <https://doi.org/10.2308/ajpt-18-015>
- Caporale, You, K., y Lei, C. (2019). Global and Regional Stock Market Integration in Asia: A Panel Convergence Approach. *International Review of Financial Analysis*, 65, 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101381>
- Cardona, J. (2022). Mercado Integrado Latinoamericano: diez años después de su creación. Un análisis bibliométrico para el periodo 2008-2021. *Revista CEA*, 8(16). <https://doi.org/10.22430/24223182.1863>
- Cha, M., Hwang, K., y Yeo, Y. (2016). Relationship Between Audit Opinion and Credit Rating: Evidence from Korea. *The Journal of Applied Business Research*, 32 (2), 621-634. <https://doi.org/10.19030/jabr.v32i2.9599>
- Charles, J., Bin, S., y Xijia, S. (2014). Effect of Auditing: Evidence from Variability of Stock. *China Journal of Accounting Research*, 223-245. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2014.11.002>
- Córdoba, M. (2015). Mercado de Valores. ECOE.
- de Souza, B., y Ciampaglia, P. (2018). Influência da Opinião do Auditor no Retorno das Ações das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(2), 250-270. <https://revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/1591>
- Del Brio, E., Miguel, A., y Perote, J. (2002). An Investigation of Insider Trading Profits in the Spanish Stock Market. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 42 (1), 73-94. [https://doi.org/10.1016/S1062-9769\(01\)00103-X](https://doi.org/10.1016/S1062-9769(01)00103-X)

- Delgado, L., y Ai, M. (2023). Reporting Quality, Stock Market Integration, and investment Efficiency in Latin America. *Borsa Istanbul Review*, 23(4), 779-803. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.01.012>
- Doria, C., y Niebles, A. (2021). El mercado integrado latinoamericano –MILA– en tiempo de Covid-19. *Análisis enero–mayo 2020*. *Aglala* 11 (1), 17-37. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8458705>
- Dunn, K., Kohlbeck, M., y Mayhew, B. (2019). The Impact of Market Inequality on Audit Price. *Managerial Auditing Journal*, 34 (9), 1149-1172. <https://doi.org/10.1108/MAJ-07-2018-1930>
- Espahbodi, R., y Espahbodi, H. (2019). The Impact on Stock Prices of Deferral and Elimination of Internal Control Audit Requirement for Small Firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(2), 158-166. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.04.002>
- Estefanell, P., y Fusté, J. (1980). Objetivo y alcance de los trabajos realizados por firmas de auditores independientes. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 49-64. https://aeca.es/old/refc_1972-2013/1980/31-2.pdf
- Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. <https://doi.org/10.2307/2328565>
- Fama, E., y French, K. (1993). Common Risk Factors in The Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](http://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Farinós, J., García, C., y Ibáñez, A. (2009). Riesgo de iliquidez y rendimientos anormales a largo plazo en las empresas cotizadas que realizan una OPV. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 12 (38), 119-141. [https://doi.org/10.1016/S1138-5758\(09\)70032-5](https://doi.org/10.1016/S1138-5758(09)70032-5)
- Fu, F. (2009). Idiosyncratic Risk and the Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 91(1), 24-37. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.02.003>
- Galvis, M., y Herrera, M. (2006). El deber ser de la auditoría. *Estudios Gerenciales*, 22(98), 1-28. https://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios_gerenciales/article/view/185
- Giuseppe, I., y Giuseppe, G. (2015). Stock Market Reaction to Auditor Opinions – Italian Evidence. *Managerial Auditing Journal*, 610-632. <https://doi.org/10.1108/MAJ-06-2014-1045>
- Gkillas, K., Tsagkanos, y A., Vortelinos, D. (2019). Integration and Risk Contagion in Financial Crises: Evidence from International Stock Markets. *Journal of Business Research*, 104, 350-365. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.07.031>
- Gutiérrez, B., y Barrera, C. (2018). Metodología de estudio de eventos como medición del impacto del dictamen del revisor fiscal en el mercado accionario colombiano en 2009-2016. *Cuadernos de contabilidad*, 19 (47), 149-169. <https://doi.org/10.11144/Javeriana.cc19-47.meem>
- Gutiérrez, B., Barrera, C., y Pérez, D. (2020). Informe de auditoría y su relación con el mercado integrado latinoamericano (MILA). *Apuntes Contables*, 26, 1-26. <https://doi.org/10.18601/16577175.n26.07>
- Gurrola, C., Rodríguez, D., y López, F. (2021). Medición y análisis de los spillovers entre el S&P500 y los mercados del MILA antes y durante la expansión inicial de la pandemia

- por COVID-19. *Estudios Gerenciales*, 37(159), 178-187. <https://www.redalyc.org/journal/212/21268222003/html/>
- Haliti, L., Ismajli, H., y Mustafa, A. (2017). The Importance of The Audited Financial Statement in Attracting Foreign Investors in Private Sector in Kosovo. *Baltic Journal of Real Estate Economics and Construction Management*, 5(1), 118–136. <https://doi.org/10.1515/bjreecm-2017-0009>
- Hoti, A., Ismajli, H., Ahmeti, S., y Dermaku, A. (2012). Effects of Audit Opinion on Stock Prices: The case of Croatia and Slovenia. *EuroEconomica*, 31(2), 75-87. https://econpapers.repec.org/article/dugjournal/y_3a2012_3ai_3a2_3ap_3a75-87.htm
- IAASB. (2012). International standard on auditing 200 overall objectives of the independent auditor and the conduct of an audit in accordance with international standards on auditing. En IFAC, *Handbook of International Quality Control, Auditing Review, Other Assurance, and Related Services Pronouncements* (págs. 72-100). https://www.iaasb.org/_flysystem/azure-private/publications/files/ESP_IAASB_HB2016-2017_Vol_I_0.pdf
- IAASB. (2012). International standard on auditing 700: forming an opinion and reporting on financial statements. En IFAC, *Handbook of International Quality Control, Auditing Review, Other Assurance, and Related Services Pronouncements* (págs. 656-684).
- Jegadeesh, N., y Livnat, J. (2006). Post-Earnings-Announcement Drift: The Role of Revenue Surprises. *Financial Analyst Journal*, 22-34. <https://www.jstor.org/stable/4480742>
- Jiménez, C. (2010). *Análisis de mercados financieros y activos financieros*. Madrid: CEP S.L.
- Jiménez, A. (2010). Los procesos de globalización e integración económica: retos y oportunidades para el mercadeo internacional de las empresas. *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura*, 96-113. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=36418856005>
- Khan, S. A., Lobo, G., y Nwaeze, E. T. (2017). Public Re-Release of Going-Concern Opinions and Market Reaction. *Accounting and Business Research*, 237-267. <https://doi.org/10.1080/00014788.2016.1255586>
- Kloeckner, G. (1995). Estudios de evento: a análise de un método. *Revista de Administração Contemporânea*, 1(2), 261-270. https://www.iaasb.org/_flysystem/azure-private/publications/files/ESP_IAASB_HB2016-2017_Vol_I_0.pdf
- Kulwizira, B., Sánchez, L., y Gómez, Y. (2023). Towards Understanding MILA Stock Markets Integration beyond MILA: New Evidence between the Pre-Global Financial Crisis and the COVID19 Periods. *International Review of Economics & Finance*, 89, 478-497. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.029>
- Lagos, D. (2013). Análisis de las Prácticas de Gobierno Corporativo en la Bolsa de Valores de Colombia. *AD- MINISTER*, 23, 25-43. <https://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/administer/article/view/2242>
- Leqaa, A. (2019). The Reaction of the Financial Market on the Auditor Report: An Empirical Study on Service Companies Listed in Amman Stock Exchange (ASE). *Investment Management and Financial Innovations*, 16(1), 267- 275. [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(1\).2019.21](https://doi.org/10.21511/imfi.16(1).2019.21)
- Leite, D., Oliveira, L., Alves, J., y Ribeiro, O. (2019). Reação do mercado à opinião modificada da auditoria: valor de mercado e percepção de risco. *Revista Universo Contábil*, 15(2), 97-115. <https://doi.org/10.4270/ruc.2019214>

- Mackinlay, A. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39. <https://www.jstor.org/stable/2729691>
- Martínez, M., y Martínez, A. (2004). Reaction of the Spanish capital market to qualified audit reports. *European Accounting Review*, 13, 93-117. <https://doi.org/10.1080/0963818042000216848>
- Montes, C., Sánchez, X., y Rodríguez, G. (2019). El control de fiscalización de la revisoría fiscal y su relación con la auditoría externa e interna, diferencias y similitudes. *Libre Empresa*, 16(1), 101-125. <https://doi.org/10.18041/1657-2815/libreempresa.2019v16n1.5914>
- Montes, C., Sánchez, X., y Mora, G. (2019). La responsabilidad del revisor fiscal ante las exigencias éticas y morales de la sociedad. *Libre Empresa*, 16(2), 125–151. <https://doi.org/10.18041/1657-2815/libreempresa.2019v16n2.6621>
- Morales, H. S. (2012). Evolución histórica de la auditoría . En H. S. Morales (ed.), *Introducción a la auditoría* (pp. 5-136). Red Tercer Milenio.
- Muñoz, A., Sepúlveda, S., Velosos, C, y Delgado, C. (2022). Effects of MILA on Their Stock Markets: An Empirical Analysis on Market Activity and Dynamic Correlations. *International Journal of Emerging Markets*, 17(2), 574-599. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-12-2019-1070>
- Muñoz Henríquez, el., y Gálvez, M. (2022). Efecto de la incertidumbre de la política económica internacional sobre los mercados financieros latinoamericanos, *Estudios Gerenciales*, 38(165), 519-528. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2022.165.5383>
- Nunes, D. (2009). *Uma análise da influência do parecer dos auditores independentes com ressalvas em decisões de usuários das informações contábeis* [tesis de maestría, Universidade de Brasília]. <http://www.realp.unb.br/jspui/handle/10482/5006>
- Palacio, A., y Nuñez, M. (2020). Administración del riesgo estratégico en algunas grandes empresas privadas de Colombia. *AD-MINISTER*, 36, 67-96. <https://doi.org/10.17230/Ad-minister.36.4>
- Parody, E., Charris, A., y García, R., (2016). Modelo log-normal para predicción del precio de las acciones del sector bancario . *Dimensión Empresarial*, 14 (1) , 137-146. http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1692-85632016000100010
- Quintero, A. (1963). *El mercado de valores*. Universitaria.
- Rahman, J., y Liu, R. (2021). Value Relevance of Accounting Information and Stock Price Reaction: Empirical Evidence from China. *Accounting & Management Information Systems*, 20(1), 5-27. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3851582
- Ramírez, D. (2021). Contradicciones situacionales en el ejercicio de la revisoría fiscal. *Cuadernos de Contabilidad*, 22. <https://doi.org/10.11144/Javeriana.cc22.cser>
- Ramírez, V. (2016). Efectos festivos y fin de semana en índices sectoriales del mercado Chileno y Peruano dentro del Mercado integrado Latinoamericano. *Horizontes Empresariales*, 15 (1), 61-74. <https://doi.org/10.22320/hem.v15i1.2638>
- Robu, M., y Robu, I. (2015). The Influence of The Audit Report on The Relevance of Accounting Information Reported by Listed Romanian Companies. *Procedia Economics and Finance*, 20, 562-570. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00109-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00109-4)

- Romero, Y., Ramírez, F. H., y Guzmán, D. S. (2013). Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): análisis de correlación y diversificación de los portafolios de acciones de los tres países miembros en el período 2007-2012. *Cuadernos de Contabilidad*, 14(34), 53-74. <https://revistas.javeriana.edu.co/index.php/cuacont/article/view/6067>
- Salehi, M., Jahanbin, F., y Sadegh, M. (2020). The Relationship between Audit Components and Audit Expectation Gap in listed Companies on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(1), 199-222. <https://ideas.repec.org/a/eme/jfrapp/jfra-12-2018-0115.html>
- Salman, J., Kepler, J., y Daniel, T. (2022). Audit Process, Private Information, and Insider Trading. *Review of Accounting Studies*, 27, 1125–1156. <https://doi.org/10.1007/s11142-022-09689-x>
- Sandoval, H. (2012). Introducción a la auditoría. Red Tercer Milenio.
- Soltani, B. (2000). Some Empirical Evidence to Support the Relationship between Audit Reports and Stock Prices. The French Case. *International Journal of Auditing*, 269-291. <https://doi.org/10.1111/1099-1123.00317>
- S&P Dow Jones Indices. (s.f). S&P MILA Andean 40. <https://www.spglobal.com/spdji/es/indices/equity/sp-mila-andean-40-index/#data>
- Usman, S., y Adeiza, M. (2014). Audit Quality and Financial Performance of Quoted Cement Firms in Nigeria. *International Journal of Accounting and Taxation*, 6(28), 73-82. <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:54078696>
- Valderedo, G., Neris, S., Nossa, V., y Cardoso, N. (2022). A Reação do Mercado Acionário Brasileiro às Ressalvas de Auditoria. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 16(4). <https://doi.org/10.17524/repec.v16i4.3100>
- Vargas, W., y Bayardo, J. (2013). El MILA. Mercado de integración entre Chile, Perú y Colombia. *Revista de Relaciones Internacionales, Estrategia y Seguridad*, 8 (1), 113-133. <https://doi.org/10.18359/ries.67>
- Villadefrancos, M., y Riviera, Z. (2006). La auditoría como proceso de control: concepto y tipología. *Revista Ciencias de la información*, 53-59. <https://www.redalyc.org/pdf/1814/181418190004.pdf>
- Vrejoiu, A. (2019). Assessment of The Way in Which The Annual Publication of Non-financial Information Influences the Evolution of The Share Price of The Companies Listed on The Bucharest Stock Exchange. *Management Intercultural*. XXI(43), 109-119. <https://ideas.repec.org/a/cmj/interc/y2019i43p109-119.html>
- Zamarra, J., Pérez, D., y Barrera, C. (2023). Text Mining: análisis del contenido del informe del revisor fiscal. *Contaduría Universidad de Antioquia*, (83), 127–152. <https://doi.org/10.17533/udea.rc.n83a06>