



Universitat Ramon Llull

## TESIS DOCTORAL

**Título** Producción científica en Gobierno Corporativo Internacional y efectos de la regulación en los mecanismos de control: una aplicación a la Ley 44/2002 de Medida de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre de 2002).

**Realizada por** Laura Vivas Crisol

**en el Centro** IQS School of Management

**y en el Departamento** de Economía y Finanzas

**Dirigida por** Dra. Mónica Martínez Blasco  
Dr. Josep Garcia Blandón

C.I.F.O.: 39039303 Universitat Ramon Llull. Plaça del Príncep de Viana, 1. 08022 Barcelona. Tel. 936 022 200

C. Claravall, 1-3  
08022 Barcelona  
Tel. 936 022 200  
Fax 936 022 249  
E-mail: [princ@ses.url.es](mailto:princ@ses.url.es)  
[www.url.es](http://www.url.es)



## RESUMEN

El proyecto de tesis se enmarca dentro del análisis del buen gobierno de las empresas. El buen gobierno empresarial constituye en la actualidad una de las líneas de investigación en Economía Financiera que están experimentando un desarrollo más importante en el ámbito de la Economía y la Administración de empresas (Correa et al. 2009; Richart et al. 2011).

Así la primera parte de la tesis se centra en analizar las tendencias en investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional a través de un estudio bibliométrico, aprendiendo, entre otras cosas, que las regulaciones pueden ayudar a mejorar el gobierno de las empresas y la percepción que se tiene de él por parte de los accionistas.

Por ello, tras haber analizado las directrices en Gobierno Corporativo este trabajo se centra en uno de los conflictos de agencia que están de más actualidad, la relación entre los accionistas y los auditores, y como estos últimos pueden estar condicionados o no por las empresas a las cuales auditan.



Esta tesis doctoral analiza el contenido informativo de la presentación de informes de auditoría con salvedades en las empresas cotizadas españolas en el periodo 2002-2010.

Los importantes cambios en la regulación de la auditoría acontecidos en España durante la pasada década, Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que han tenido como objetivo principal reforzar la independencia, hacen necesario actualizar los resultados de las investigaciones precedentes. A diferencia de éstas, se ha analizado el efecto de la presentación de salvedades no únicamente en el precio de la acción sino también en el volumen de negociación. Este trabajo arroja nuevos resultados acerca del comportamiento del mercado de valores español que apoyan, como se esperaba, un creciente contenido informativo de las salvedades. Así, mientras los primeros trabajos concluían que las salvedades no tenían contenido informativo relevante, los resultados de Andrés et al. (2007) planteaban ya una cierta reacción del mercado a la presentación de salvedades.

En esta línea, nuestros resultados muestran una reacción más evidente que la observada por estos autores.



Donde más valor están aportando los auditores al mercado es en la emisión de los informes sobre empresas cuya propiedad está más dispersa. Cuando el capital flotante de la empresa está por encima de la media, los inversores de estas empresas, que mayoritariamente no han podido anticipar su contenido, reaccionan con un descenso significativo de los precios lo que indica que el informe tiene un contenido informativo valioso para la toma de decisiones.

El resto de análisis segmentados realizados permiten concluir que el mercado reacciona en mayor medida ante la presentación de salvedades en el caso de pequeñas empresas, cuando éstas tienen lugar en situaciones de crisis bursátil y cuando se trata de salvedades de empresa en funcionamiento.

## **PALABRAS CLAVE**

Gobierno Corporativo, Gobierno Corporativo Internacional, Informes de Auditoría, Salvedades, Estructura de Capital.



## RESUM

El projecte de tesi s'emmarca dins de l'anàlisi del bon govern de les empreses. El bon govern empresarial constitueix en l'actualitat una de les línies de recerca en Economia Financera que estan experimentant un desenvolupament més important en l'àmbit de l'economia i l'administració d'empreses (Correa et al., 2009; Richart et al., 2011) .

Així la primera part de la tesi se centra a analitzar les tendències en recerca sobre Govern Corporatiu Internacional, aprenent, entre altres coses, que les regulacions poden ajudar a millorar el govern de les empreses i la percepció que es té d'ell per part de les accionistes.

Per això, després d'haver analitzat les directrius en Govern Corporatiu aquest treball se centra en un dels conflictes d'agència que estan de més actualitat, la relació entre els accionistes i els auditors, i com aquests últims poden estar condicionats o no per les empreses a les quals auditen.

Aquesta tesi doctoral analitza el contingut informatiu de la presentació d'informes d'auditoria amb excepcions en les empreses cotitzades espanyoles en el període 2002-2010.

Els importants canvis en la regulació de l'auditoria esdevinguts a Espanya durant la passada dècada, Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, amb l'objectiu principal de reforçar la independència, fan necessari actualitzar els resultats de les investigacions precedents. A diferència d'aquestes, s'ha analitzat l'efecte de la presentació d'excepcions no únicament en el preu de l'acció sinó també en el volum de negociació. Aquest treball llança nous resultats sobre el comportament del mercat de valors espanyol que donen suport, com s'esperava, un creixent contingut informatiu de les excepcions. Així, mentre els primers treballs conclouïen que les excepcions no tenien contingut informatiu rellevant, els resultats d'Andrés et al. (2007) plantejaven ja una certa reacció del mercat a la presentació d'excepcions.

En aquesta línia, els nostres resultats mostren una reacció més evident que l'observada per aquests autors.

On més valor estan aportant els auditors al mercat és en l'emissió dels informes sobre empreses la propietat està més dispersa. Quan el capital flotant de l'empresa està per sobre de la mitjana, els inversors d'aquestes empreses, que majoritàriament no han pogut anticipar el seu contingut, reaccionen amb un descens significatiu dels preus el que indica que l'informe té un contingut informatiu valuós per a la presa de decisions.



La resta d'anàlisi segmentats realitzats permeten concloure que el mercat reacciona en major mesura davant la presentació d'excepcions en el cas de petites empreses, quan aquestes tenen lloc en situacions de crisi borsària i quan es tracta d'excepcions d'empresa en funcionament.

## **PARAULES CLAU**

Govern Corporatiu, Govern Corporatiu Internacional, Informes d'Auditoria, Excepcions, Estructura de Capital.



## **ABSTRACT**

The thesis project is part of the analysis of good corporate governance. Good corporate governance is at present one of the lines of research in financial economics that are experiencing major development in the field of economics and business administration (Correa et al., 2009; Richart et al., 2011).

The Corporate Governance aims to assure investors the performance of its capital and establishing a climate of confidence in the market because on one hand thanks to the performance of the boards have controlled the executive and the other is encouraged transparency and access to information.

So the first part of the thesis focuses on analyzing the researching trends on International Corporate Governance, learning, among other things, that regulations can help improve corporate governance and the perception that the shareholders have of it.

Therefore, after analyzing the Corporate Governance guidelines, this study focuses on the conflict of agency that are more present, the relationship between shareholders and auditors.



This thesis analyzes the information content of the presentation of qualified audit reports in Spanish listed companies in the period 2002-2010.

Major changes in the regulation of audit occurred in Spain during the last decade, with the main objective of reinforcing the independence, make it necessary to update the results of previous investigations. Unlike them, we analyzed the effect of presenting qualifications not only in the share price but also in trading volume. This work sheds new results about the behavior of the Spanish stock market that support, as expected, a growing information content of qualifications. So while early work had concluded that the exceptions not relevant informational content, the results of Andres et al. (2007) posed as a certain market reaction to the presentation of qualifications.

In this line, our results show a clear reaction observed by these authors.

Where are you bringing value to market auditors in issuing reports on companies whose ownership is more dispersed. When the float of the company is above average, investors in these companies, most of which have failed to anticipate the content, react with a significant decline in prices indicating that the report is a valuable informative content for decision making.



The rest of segmented analyzes support the conclusion that the market reacts further with the submission of qualifications in the case of small businesses, when they occur in situations of crisis and stock market when it comes to qualifications of going concern.

## **KEY WORDS**

Corporate Governance, International Corporate Governance, Audit Reports, Capital Structure.



## **AGRADECIMIENTOS**

A mis directores de tesis la Dra. Mónica Martínez y el Dr. Josep García por toda la ayuda y apoyo que me han dado durante todo este tiempo, es un placer trabajar con personas tan entregadas como ellos.

Al Dr. Jesús Tricás, por haberme asesorado desde el momento en que empecé mis estudios de licenciatura hasta la consecución de este doctorado.

A IQS School of Management por haberme concedido la beca salario IQS para poder desarrollar mis estudios de doctorado a jornada completa y hacer uso de todas las instalaciones, servicios y bases de datos.

A todos los profesores del Máster en Investigación para Economía y Empresa por haberme aportado las claves para el logro de este proyecto.

A la Dra. Marianna Bosch, por su ayuda, apoyo y coordinación.

A mis compañeros de Máster y doctorado, el buen ambiente y compañerismo que hay en la sala de doctorandos hacía que hasta los días más frustrantes vieras que todo merecía la pena.

A Alberto, por haberme escuchado y ayudado día tras día y por su incondicional apoyo.



PERSONA CIENCIA EMPRESA

**Universitat Ramon Llull**

---

A mis padres, por ser las personas que primero me impulsaron a embarcarme en este gran proyecto.

A Mia.



## ÍNDICE

**INTRODUCCIÓN.....1**

**PARTE 1: GOBIERNO CORPORATIVO Y PRODUCCIÓN CIENTÍFICA SOBRE  
GOBIERNO CORPORATIVO INTERNACIONAL.....6**

1. El Gobierno Corporativo.....7  
2. Gobierno Corporativo Internacional.....10  
3. Producción Científica sobre Gobierno Corporativo Internacional.....13  
    3.1 Metodología y selección de la muestra.....13  
    3.2 Artículos y Ley de Crecimiento Exponencial de Price.....21  
4. Contribuciones Científicas.....45

**PARTE 2: EL INFORME DE AUDITORÍA CON SALVEDADE Y SU  
CONTENIDO INFORMATIVO: IMPACTO DE LA APLICACIÓN DE LA LEY  
FINANCIERA 44/2002.....46**

1. La función de la auditoría y la auditoría en España.....47  
2. Legislación española y calidad de la auditoría.....49  
3. El informe de auditoría con salvedades y su contenido informativo.....60  
4. Literatura previa.....65  
5. Objetivo, Motivación y Aportaciones.....71  
6. Hipótesis.....78  
7. Selección de la muestra y Metodología.....88  
    7.1 Selección de la muestra.....88  
    7.2 Metodología.....101



8. Resultados.....	112
8.1 Análisis sobre la totalidad de la muestra.....	114
8.2 Análisis Segmentado.....	119
8.3 Análisis de de robustez.....	145
9. Contribuciones Científicas.....	157
<b>RESUMEN Y CONCLUSIONES.....</b>	<b>158</b>
<b>REFERENCIAS.....</b>	<b>167</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>187</b>



## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Artículos publicados por año.....	22
Figura 2. Productividad de los autores.....	30
Figura 3. Número de firmantes por artículo y año.....	37
Figura 4. Palabras clave más recurrentes.....	43



## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Países más productivos.....	14
Tabla 2. Idiomas más populares.....	15
Tabla 3. Áreas de conocimiento.....	16
Tabla 4. Editoriales más productivas.....	17
Tabla 5. Instituciones más productivas.....	19
Tabla 6. Revistas más productivas.....	20
Tabla 7. Artículos más relevantes por número de citas absolutas.....	26
Tabla 8. Artículos más relevantes por número de citas medias mensuales.....	27
Tabla 9. Productividad de los autores.....	29
Tabla 10. Autores más productivos en Gobierno Corporativo Internacional.....	32
Tabla 11. Número de firmantes por artículo.....	35
Tabla 12. Revistas más populares para publicar.....	39
Tabla 13. Productividad de las revistas.....	42
Tabla 14. Listado de empresas con salvedades 2002-2010.....	90
Tabla 15. Descripción de la muestra.....	96
Tabla 16. Composición sectorial de las empresas de la muestra.....	97
Tabla 17. Estructura de propiedad de las empresas de la muestra 2003-2010.....	98



Tabla 18. Variables contables de las empresas de la muestra.....	99
Tabla 19. Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para la totalidad de la muestra.....	113
Tabla 20. Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con capital flotante por encima de la media.....	121
Tabla 21. Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con salvedades por Empresa en funcionamiento.....	125
Tabla 22. Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas que no sean salvedades por Empresa en funcionamiento.....	126
Tabla 23. Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con salvedades pertenecientes al IBEX 35 y al IBEX Medium Cap.....	132
Tabla 24. Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con salvedades pertenecientes al IBEX Small Cap.....	133
Tabla 25. Test de robustez comparando promedio diario de las rentabilidades anormales para las empresas con salvedades pertenecientes al IBEX Small Cap y empresas pertenecientes al 4Q en capitalización.....	136
Tabla 26. Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas que presentan informe con salvedades por primera vez.....	138
Tabla 27. Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con varios años seguidos con informes con salvedades.....	139
Tabla 28. Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales en época de crisis bursátil.....	141
Tabla 29. Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales en época de crecimiento económico.....	142



Tabla 30. Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para la totalidad de la muestra.....	146
Tabla 31. Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas que no sean salvedades por Empresa en funcionamiento.....	148
Tabla 32. Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con salvedades pertenecientes al IBEX Small Cap.....	150
Tabla 33. Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas que presentan informe con salvedades por primera vez.....	152
Tabla 34. Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con varios años seguidos con informes con salvedades.....	152
Tabla 35. Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales en época de crisis bursátil.....	154
Tabla 36. Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales en época de crecimiento económico.....	156



## ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1. Artículo “20 años de investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional” publicado en la Revista General de Información y Documentación.....	188
Anexo 2. Congreso “La investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional: Un análisis bibliométrico” IV Congrés Català de Comptabilitat i Direcció.....	205
Anexo 3. Congreso “Contenido informativo de los informes de auditoría con salvedades en el mercado español” IX Workshop on Empirical Research in Financial Accounting, Universidad de Las Palmas de Gran Canarias.....	209
Anexo 4. Aceptación artículo ““El informe de auditoría con salvedades: ¿Una mayor independencia y competencia del auditor aumenta su contenido informativo?” para ser publicado en la Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review.....	255
Anexo 5. Artículo “Análisis de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en las empresas cotizadas españolas en el periodo 2005-2010” publicado en la Revista de Contabilidad y Dirección.....	256
Anexo 6. Congreso “The informational content of the Corporate Governance Report: Evidence from Spain” Cambridge Business and Economics conference, Murray Edwards College Cambridge University, Cambridge, UK.....	276
Anexo 7. Trabajos Final de Carrera y Trabajo Final de Máster dirigidos por la autora.....	281



PERSONA CIENCIA EMPRESA  
**Universitat Ramon Llull**

---

## **INTRODUCCIÓN**



En las páginas que vienen a continuación se recoge el trabajo de investigación realizado para completar los estudios de doctorado. En este sentido, esta tesis se enmarca en el buen gobierno de las empresas y la teoría de la agencia. El buen gobierno empresarial constituye en la actualidad una de las líneas de investigación en Economía Financiera que están experimentando un desarrollo más importante en el ámbito de la economía y la administración de empresas (Correa et al., 2009; Richart et al., 2011). Tal y como se podrá comprobar, esta investigación tiene dos partes diferenciadas que se ha considerado conveniente explicar para facilitar la comprensión del contenido en su conjunto.

En primer lugar se muestra el trabajo realizado en la fase previa al diseño de la investigación principal. En esta primera fase se trabajó principalmente para entrar en contacto con el concepto de Gobierno Corporativo, sus líneas de investigación y los investigadores más relevantes en el tema. Se aprovechó todo el trabajo realizado en ese sentido y se resumió en forma de artículo. Tal y como se señala al final del desarrollo de esta parte del contenido, se obtuvieron dos contribuciones intelectuales relevantes del trabajo realizado, una presentación en un congreso y la publicación de un artículo en una revista bibliométrica especializada.



De esta primera fase se aprendió que las regulaciones pueden ayudar a mejorar el gobierno de las empresas y la percepción que se tiene de él por parte de las accionistas. La profundización en el ámbito del Gobierno Corporativo Internacional también permitió conocer que las regulaciones no tienen igual impacto en función del origen legal de los países. Aprovechando el momento en el que la figura del auditor estaba siendo muy cuestionada, pareció interesante intentar aportar a la investigación en contabilidad española unos resultados sobre los que basar futuras investigaciones, teniendo muy presente que la tradición legal de los países suele ser un condicionante que se tiene que tener en cuenta para escoger la literatura y el marco teórico de análisis.

La segunda parte de esta investigación muestra el trabajo realizado para valorar el impacto de las regulaciones y normativas para mejorar la competencia e independencia del auditor en España después de la modificación de la Ley Financiera 44/2002, de 22 de noviembre, de Medida de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre de 2002), en adelante Ley 44/2002 mediante el análisis del contenido informativo del informe de auditoría con salvedades.

Esta segunda parte de la investigación es la que ha ofrecido la contribución que se puede considerar más relevante, dado que se ha encontrado que los trabajos previos sobre el tema no tuvieron en cuenta la estructura de capital para valorar el contenido informativo del informe, cuando ésta, resulta determinante. Tal y como se señala al final del desarrollo de esta parte del contenido, se obtuvo una contribución intelectual del trabajo realizado, una presentación en un congreso internacional especializado. Además, parte del contenido forma parte de un artículo aceptado para su publicación en la *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*.

También parece adecuado en este momento señalar otras contribuciones intelectuales resultantes del periodo de investigación, que si bien no forman parte del cuerpo principal de este compendio, sí que resultan de interés mencionar. En este sentido, se publicó un artículo, bajo el mismo paraguas del buen gobierno de las empresas, sobre la retribución de los Consejos de Administración y la Alta Dirección de las empresas cotizadas españolas en la *Revista de Contabilidad y Dirección*. También se presentó a un congreso un borrador previo sobre el impacto de la presentación del Informe de Gobierno Corporativo una vez éste se consideró



de obligada presentación. Ambas contribuciones se pueden consultar en el Anexo 5 y Anexo 6.

Por último, cabe destacar, que en el proceso de investigación para esta tesis, la autora ha codirigido 4 Trabajos Final de Carrera (TFC) y 1 Trabajo Final de Máster (TFM). Todos ellos en la línea de investigación de esta tesis. Pueden consultarse los títulos de los mismos en el Anexo 7.



PERSONA CIENCIA EMPRESA  
Universitat Ramon Llull

---

**PARTE 1:**

**GOBIERNO CORPORATIVO Y  
PRODUCCIÓN CIENTÍFICA SOBRE  
GOBIERNO CORPORATIVO INTERNACIONAL**



## 1. El Gobierno Corporativo

A mediados de los años setenta Jensen y Meckling (1976), a los que se les puede considerar como pioneros de la teoría de la agencia, intentan dar respuesta a una pregunta que se remonta a la época de Adam Smith (1776) y que desde entonces se plantea de forma persistente por ejemplo en Berle y Means (1932) al analizar el gobierno de las empresas: cuando la propiedad y el control de una compañía no coinciden ¿cómo conseguir minimizar los conflictos de interés que se plantean entre los propietarios y los administradores? Esta pregunta, que a finales de los años setenta quedaba limitada a la relación entre los directores de las compañías y sus accionistas, se amplió sustancialmente durante la década de los noventa, con la incorporación de otros grupos de interés que también se podían ver afectados por dichos conflictos. Este hecho, hace que se desarrolle una línea de investigación independiente de la teoría de la agencia, en la que puramente se analizaba la relación entre la propiedad y la dirección y da origen a una línea de investigación en finanzas corporativas bautizada con el nombre de Gobierno Corporativo.

En la que es probablemente la definición más utilizada para explicar el concepto de Gobierno Corporativo, Shleifer y Vishny (1997) lo definen como “todo aquello que permite a los suministradores de recursos financieros de las empresas asegurarse un rendimiento a su inversión”.

Como en casi todos los temas de investigación que atañen a la economía financiera, la investigación sobre el gobierno de las empresas se inicia en Estados Unidos durante la década de los años 70 y se extiende durante la década de los 80 bajo la perspectiva de la teoría de la agencia. No será hasta los años 90 que se generalice la investigación al resto de países, siendo dicha década unos años especialmente prolíficos, dado que los numerosos escándalos financieros y contables que se registraron en múltiples países con sistemas financieros desarrollados hicieron proliferar leyes, normativas y recomendaciones para proteger a los accionistas y al resto de grupos de interés relacionados con la empresa de los posibles abusos de poder por parte de los directivos. Así, a finales de los noventa, el Gobierno Corporativo constituye uno de los temas más investigados en los ámbitos académicos de economía y empresa (Correa et al., 2009) dando lugar a una investigación cada vez más especializada. Los principales



temas de investigación se pueden agrupar en las siguientes áreas: accionistas, consejo de administración, remuneración a los directivos, control de los accionistas, comparaciones internacionales o también llamado Gobierno Corporativo Internacional, inversiones transfronterizas y políticas sobre Gobierno Corporativo (Bedchuk y Weisbach, 2009).

## 2. Gobierno Corporativo Internacional

La línea de investigación que analiza las diferencias sobre Gobierno Corporativo en función del origen legal de los países se conoce como Gobierno Corporativo Internacional. Las publicaciones sobre Gobierno Corporativo Internacional comenzaron en la década de los noventa coincidiendo con la apertura del debate en Estados Unidos sobre la eficiencia de los diferentes sistemas de Gobierno Corporativo existentes, que en aquel momento se solían agrupar bajo el sistema anglosajón y el sistema alemán o japonés. La incógnita a despejar en este caso es identificar el modelo que resulta más eficaz. Este debate se ha extendido hasta nuestro días ya que, a pesar de todos los resultados que han supuesto décadas de investigación, este tema sigue estando en el centro de atención y en ello mucho tuvo que ver primero la denominada crisis “punto com” y más recientemente la crisis financiera desatada a finales del 2007.

Pese a la extensa literatura científica existente sobre Gobierno Corporativo y más concretamente sobre Gobierno Corporativo Internacional, existen pocos trabajos que analicen su producción científica. A pesar de ello, destacan trabajos que

recopilan y resumen las ideas más destacadas de grandes autores sobre este tema, mostrando de esta forma el avance del conocimiento. Chew (1997) realiza una revisión de la literatura en la que analiza 28 artículos relacionados con el Gobierno Corporativo de Estados Unidos, Japón y Europa.

Ese mismo año Shleifer y Vishny (1997) resumen las principales líneas y autores sobre Gobierno Corporativo dándole especial importancia a la protección jurídica de los inversores y a la concentración de la propiedad en los sistemas de Gobierno Corporativo en todo el mundo. Becht et al. (2003), revisan la investigación teórica y empírica sobre los mecanismos de control Corporativo, examinan las principales instituciones legales y reguladoras en diferentes países y analizan la literatura comparada sobre gobierno Corporativo. Es de recalcar también el análisis de Dennis y McConnell (2003) donde se repasa la literatura segmentándola en dos generaciones. La primera se basa en estudios que analizan de forma individual el Gobierno Corporativo de distintos países y una segunda que considera el impacto de los diferentes sistemas legales en la estructura y el funcionamiento del Gobierno Corporativo y compara estos sistemas entre países. Más recientemente, Bedchuck y Weisbach (2009) estudian el estado de la investigación en Gobierno



Corporativo, dividiendo la investigación en siete áreas, discutiendo la importancia de cada una de ellas y destacando la contribución que los autores aportan a cada área y mencionando las futuras líneas de investigación. En el mismo año Durisin y Puzone (2009), realizan una revisión de la literatura sobre Gobierno Corporativo con el objetivo de delimitar si la investigación sobre Gobierno Corporativo constituye en sí misma una disciplina. Por último cabe destacar el trabajo de Richart et al. (2011) donde se realiza un estudio bibliométrico de 2.147 publicaciones sobre Gobierno Corporativo sin entrar a analizar las diferentes líneas de investigación existentes dentro de esta área.

### **3. Producción científica sobre Gobierno Corporativo Internacional**

Se realizó un estudio bibliométrico de la producción científica sobre Gobierno Corporativo Internacional con la finalidad de determinar su madurez como tema de investigación y aportar resultados descriptivos y bibliométricos que sean útiles para fundamentar esta investigación y obtener una instantánea del panorama científico actual en esta área. El análisis permite obtener los artículos más citados, los autores y organizaciones que están especializados en este tema y las revistas de referencia en el área.

#### 3.1 Metodología y descripción de la muestra

El presente trabajo se realiza con la ayuda de la base de datos científica de referencia ISI *Web of Science*, a partir de ahora ISI WoS, y con datos actualizados hasta 2010. La elección de ISI WoS se debe a su aceptación como la fuente de referencia para el análisis de la difusión internacional de la literatura científica como justifica Jiménez y Moya (2003).

La primera búsqueda se realizó en diciembre de 2010 obteniendo un total de 335 artículos. Con estos resultados se realizaron unas tablas descriptivas de la muestra que se exponen a continuación. En dichas tablas se analiza los países de procedencia, el idioma en el que están escritos los artículos, las áreas de investigación, las editoriales, los artículos más citados y los autores más citados.

Tabla 1

Países más productivos

País	Número de artículos	Porcentaje sobre la muestra
EE.UU	152	45,37%
Inglaterra	51	15,22%
Canadá	27	8,06%
República China	20	5,97%
Países Bajos	19	5,67%
Australia	13	3,88%
Taiwán	13	3,88%
Corea del Sur	11	3,28%
Alemania	10	2,99%
Suiza	9	2,69%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WOS

Tabla 2

Idiomas más populares

Idioma	Número de artículos	Porcentaje sobre la muestra
Inglés	324	96,71%
Alemán	3	0,89%
Español	3	0,89%
Checo	2	0,59%
Sueco	2	0,59%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WOS

Los resultados obtenidos en ese estudio bibliométrico muestran que los artículos sobre Gobierno Corporativo Internacional proceden de Estados Unidos (152 artículos), Inglaterra (51 artículos) y Canadá (27 artículos), el resto de países tienen una menor productividad científica en esta materia. Respecto al idioma 324 artículos de los 338 analizados están escritos en inglés (96,71%) seguidos del alemán (0,89%) y el español (0,89%) a un nivel muy inferior.

En cuanto a las principales áreas de conocimiento de estos 335 artículos están clasificados principalmente en el área de “*Economics*” (33,73%) “*Business*” (30,15%) “*Business, Finance*” (27,76%).

Tabla 3

Áreas de conocimiento

Área	Número de artículos	Porcentaje sobre la muestral
<i>Economics</i>	113	33,73%
<i>Business</i>	101	30,15%
<i>Business, Finance</i>	93	27,76%
<i>Management</i>	87	25,97%
<i>Political Science</i>	22	6,57%
<i>Ethics</i>	19	5,67%
<i>International relations</i>	17	5,07%
<i>Planning &amp; Development</i>	15	4,48%
<i>Geography</i>	12	3,58%
<i>Law</i>	10	2,99%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WOS

Respecto a las editoriales más productivas se puede observar que *Elsevier Science BV*, *Blackwell Publishing* y *Palgrave Macmillan LTD* lideran la publicación de artículos sobre Gobierno Corporativo Internacional. Cabe señalar que la Tabla 4 tan solo muestra las diez editoriales más productivas de un total de 85.

Tabla 4

Editoriales más productivas

Editorial	Número de artículos
<i>Elsevier Science BV</i>	40
<i>Blackwell Publishing</i>	32
<i>Palgrave Macmillan Ltd</i>	26
<i>Routledge Journals, Taylor &amp; Francis LTD</i>	19
<i>Springer</i>	19
<i>Wiley-Blackwell Publishing, Inc</i>	16
<i>Oxford Univ Press</i>	15
<i>Elsevier Science SA</i>	13
<i>Blackwell Publishing LTD</i>	11
<i>Elsevier Science ltd</i>	8

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WOS



En enero de 2011, con anterioridad a realizar el estudio bibliométrico más exhaustivo se volvió a realizar la búsqueda de artículos científico sobre Gobierno Corporativo Internacional hasta 2010 en la base de datos ISI WOS. Como resultado de esta nueva búsqueda 3 nuevos artículos se añadieron a nuestra muestra, siendo así de 338 artículos. Estos 3 artículos nuevos se publicaron en diciembre y no se actualizó la base de datos hasta enero, por ello no se encontraban en la primera búsqueda.

La Tabla 5 muestra las instituciones que más artículos sobre Gobierno Corporativo Internacional, siendo la primera *Harvard University* (2,96%), seguida de cerca por *University of Missouri* (2,37%) y *Ohio State University* (2,07%).

Tabla 5

Instituciones más productivas

Institución	Número de artículos	Porcentaje sobre la muestra
<i>Harvard University</i>	10	2,96%
<i>Univesity of Missouri</i>	8	2,37%
<i>Ohio State University</i>	7	2,07%
<i>Chinese University Hong Kong</i>	6	1,77%
<i>Korea University</i>	6	1,77%
<i>City University London</i>	5	1,48%
<i>International Monetary Fund</i>	5	1,48%
<i>London Business School</i>	5	1,48%
<i>Northwestern University</i>	5	1,48%
<i>Rutgers State University</i>	5	1,48%
Número total de artículos recogidos en esta Tabla	62	18,34%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

Tabla 6

Revistas más productivas

Revista	Número de artículos
<i>Journal of International Business Studies</i>	26
<i>Corporate Governance: An International Review</i>	25
<i>Journal of Business Ethics</i>	19
<i>Journal of Banking &amp; Finance</i>	15
<i>Journal of Financial Economics</i>	13
<i>Journal of Finance</i>	7
<i>International Business Review</i>	6
<i>Journal of Corporate Finance</i>	6
<i>Review of Financial Studies</i>	6
<i>Financial Management</i>	4
<i>Journal of Accounting &amp; Economics</i>	4
<i>Journal of Financial Intermediation</i>	4
<i>Management International Review</i>	4
<i>Review of International Political Economy</i>	4
<i>Third World Quarterly</i>	4

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

Las revistas más utilizadas para publicar artículos sobre esta temática son el *Journal of International Business Studies* (7,69%), seguido de *Corporate*

*Governance: an International Review* (7,39%) y el *Journal of Business Ethics* (5,62%).

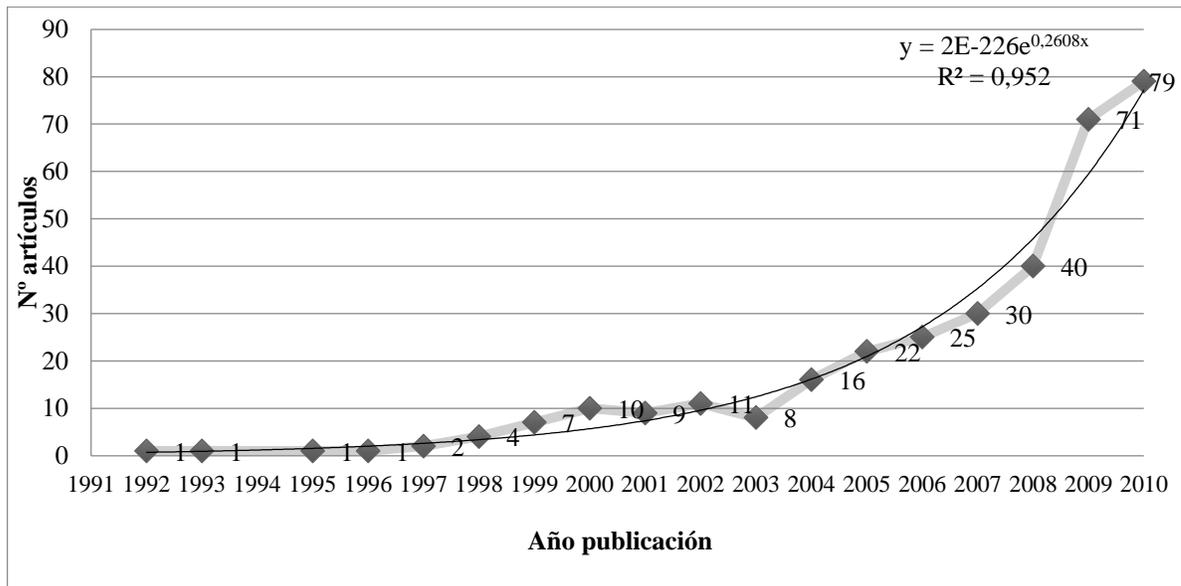
### 3.2. Artículos y Ley de Crecimiento Exponencial de Price

El número de artículos publicados sobre Gobierno Corporativo Internacional sigue una tendencia creciente en los últimos años tal y como se puede apreciar en el Figura 1. El primer artículo que aparece publicado data de 1992 (Demb y Neubaue, 1992) y trata sobre las diferencias y las similitudes de los Consejos de Administración de diferentes países.

En la Figura 1 se pueden identificar tres etapas de crecimiento. La primera etapa se inicia con la primera publicación en 1992 y finaliza a finales de la década de los noventa. Esta etapa se caracteriza por un comportamiento más o menos constante en el número de artículos publicados por año hasta que un impulso en el crecimiento de la producción en 1999 duplica el número de artículos publicados respecto al año anterior y cambia la tendencia.

Figura 1

Artículos publicados por año



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

La segunda etapa se inicia en 1999 y se extiende hasta 2004 año en el que se ve interrumpida por un gran aumento de las publicaciones, duplicándose una vez más durante ese año la cifra de artículos publicados respecto al año anterior e iniciando la tercera etapa de crecimiento, marcadamente exponencial, que abarca desde el 2004 hasta la actualidad. El 82,84% de la producción científica sobre Gobierno Corporativo Internacional (280 artículos de 338) se ha publicado precisamente en

esta etapa, siendo el 2010 el año con mayor número de publicaciones (23,37% de la muestra total). Cabe destacar la suavización de la curva exponencial entre los años 2009 y 2010 que puede sugerir el inicio de la etapa de crecimiento logístico para esta sub-área de conocimiento.

Aplicando la Ley de Crecimiento Exponencial de Price sobre la producción anual de artículos, función que se muestra sobre la Figura 1, se obtiene una tasa de crecimiento anual del 29,70% y un tiempo de duplicación de 2,66 años.

Con el objetivo de identificar los artículos más relevantes se ha obtenido de ISI WoS los cinco artículos más citados en valor absoluto, Tabla 7. Si tenemos en cuenta el número total de citas de forma absoluta se constata que el artículo más citado es Ball et al. (2000) con 241 citas acumuladas. En este trabajo los autores argumentan que las diferencias contables internacionales afectan a cómo se contabilizan los ingresos en las compañías. Así, concluyen que si se estableciera una normativa común internacional se reducirían los costes de agencia de los accionistas debido a que los directivos serían monitorizados a través del mercado. Este artículo es seguido en número de citas por Dyck y Zingales (2004) con 140

citas y en él se establece la existencia de una correlación inversa entre los beneficios privados de los directivos y un mercado poco desarrollado con la estructura de propiedad de las compañías concentrada. A mucha distancia en número de citas de estos dos primeros artículos se encuentra Doidge et al. (2004) con un total de 80 citas, donde se argumenta que las empresas extranjeras que cotizan en Estados Unidos tienen menos riesgo de expropiación por parte de accionistas mayoritarios y que gozan de una mayor oportunidad de crecimiento.

Dado que el tiempo es un factor a tener en cuenta para el número de citas recibidas se ha elaborado una segunda clasificación en la que se ha incorporado dicho factor, Tabla 8. En este caso se ha construido un indicador de citas recibidas medias al mes, resultado de dividir el número de citas absolutas entre los meses transcurridos desde su publicación hasta diciembre de 2010. Con este indicador obtenemos resultados ligeramente distintos: los tres artículos más relevantes son los mismos que en el caso anterior pero en un orden de importancia distinto, siendo Dyck y Zingales (2004) el primero, Ball et al. (2000) el segundo y el tercero el mismo para ambos indicadores. El mayor cambio llega en la cuarta



posición donde encontramos el artículo de Meyer et al. (2009) que ha desplazado en el *ranking* a otro artículo diez años más antiguo.

Tabla 7

Artículos más relevantes por número de citas absolutas

Autores	Institución	Año	Título	Revista	Citas (ISI WoS)	Media citas año
Ball Kothari Robin	<i>University of Chicago, EEUU</i> <i>Sloan School of management (MIT), EEUU</i> <i>Rochester Institute of technology, EEUU</i>	2000	<i>The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings</i>	<i>Journal of Accounting &amp; Economics</i>	241	21,91
Dyck Zingales	<i>Harvard Business School, EEUU</i> <i>University of Chicago, EEUU</i>	2004	<i>Private benefits of control: An international comparison</i>	<i>Journal of Finance</i>	210	30,00
Doidge Karolyi Stulz	<i>Rotman School of Management, Canada</i> <i>Fisher College of Business, EEUU</i> <i>Fisher College of Business, EEUU</i>	2004	<i>Why are foreign firms listed in the US worth more?</i>	<i>Journal of Financial Economics</i>	140	20,00
Lins Servaes	<i>University of Utah, EEUU</i> <i>London Business School, RU</i>	1999	<i>International evidence on the value of corporate diversification</i>	<i>Journal of Finance</i>	80	7,27
Klapper Love	<i>The World Bank, EEUU</i> <i>The World Bank, EEUU</i>	2004	<i>Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets</i>	<i>Journal of Corporate Finance</i>	75	10,71

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ISI WOS.

Tabla 8

## Artículos más relevantes por número de citas mensuales

Autores	Institución	Mes	Año	Título	Revista	Citas (ISI WoS)	Media citas año	Media citas mensual
Dyck Zingales	<i>Harvard Business School, EEUU</i> <i>University of Chicago, EEUU</i>	4	2004	<i>Private benefits of control: An international comparison</i>	<i>Journal of Finance</i>	210	30,00	2,63
Ball Kothari Robin	<i>University of Chicago, EEUU</i> <i>Sloan School of management (MIT), EEUU</i> <i>Rochester Institute of technology, EEUU</i>	2	2000	<i>The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings</i>	<i>Journal of Accounting &amp; Economics</i>	241	21,91	1,85
Doidge Karolyi Stulz	<i>Rotman School of Management, Canada</i> <i>Fisher College of Business, EEUU</i> <i>Fisher College of Business, EEUU</i>	2	2004	<i>Why are foreign firms listed in the US worth more?</i>	<i>Journal of Financial Economics</i>	140	20,00	1,71
Meyer Estrin Bhaumik Peng	<i>School of Management, University of Bath, Bath, RU</i> <i>London School of Economics, RU</i> <i>Brunel University, Middlesex, RU</i> <i>School of Management, University of Texas, EEUU</i>	1	2009	<i>Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies</i>	<i>Strategic Management Journal</i>	24	12,00	1,04
Klapper Love	<i>The World Bank, EEUU</i> <i>The World Bank, EEUU</i>	11	2004	<i>Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets</i>	<i>Journal of Corporate Finance</i>	75	10,71	1,03

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ISI WoS.



### 3.3. Autores y colaboración científica

Para conocer el grado de especialización de los autores se ha construido la Tabla 9 donde se ha clasificado a los autores según el criterio de gran autor (3 o 4 artículos publicados), mediano y pequeño. La élite, es decir los grandes autores, son 7 sobre un total de 642 autores que firman los 338 artículos de la muestra representando un 2,65% del total. Los denominados autores medianos (2 artículos publicados) representan un 5,76% de la muestra. La gran mayoría de los autores, 588 autores, han publicado un solo artículo, lo que representa que un 91,59% de los autores que publican sobre Gobierno Corporativo Internacional pueden ser clasificados de autores ocasionales.

Tabla 9

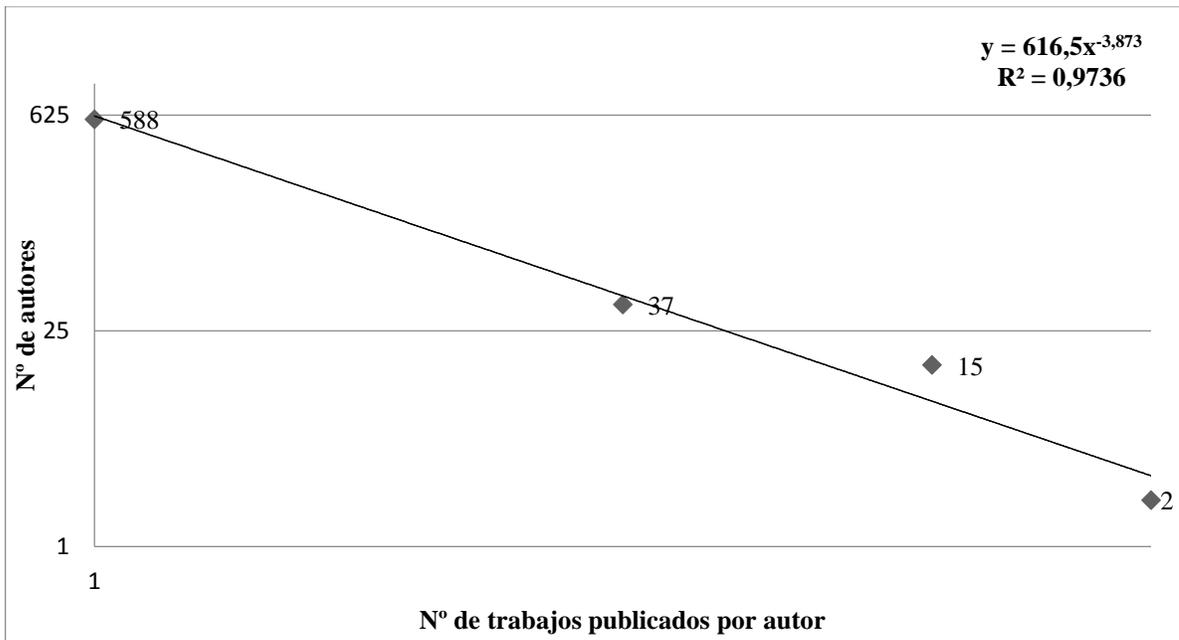
Productividad de los autores

Tipología de autor	Número artículos por autor	Autores	% sobre la muestra
Gran autor	4	2	2,65%
	3	15	
Mediano autor	2	37	5,76%
Autor ocasional	1	588	91,59%
Número total de autores estudiados		642	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

Figura 2

Productividad de los autores



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

La productividad de los autores queda bien reflejada en la Figura 2 donde se muestra como ésta sigue la Ley Cuadrática Inversa de la productividad de los autores de Lotka.

En el área de investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional los autores más productivos cuentan con cuatro artículos publicados cada uno de ellos, Tabla



9. A continuación les siguen quince autores con tres artículos publicados. Con tal de profundizar en la especialización de los autores se han estudiado las líneas de investigación principales de los autores más productivos, información obtenida a través de sus *curriculum vitae*. Así en la última columna de la Tabla 10 se puede ver como los autores más productivos en esta área son además los dos autores que destacan en su página web como su principal línea de investigación el Gobierno Corporativo Internacional, el profesor Trevor Buck de la *Loughborough University* e Igor Filatotchev de la *University of London*. Para el resto de autores, esta línea de investigación parece ser más bien secundaria.

Tabla 10

Autores más productivos en Gobierno Corporativo Internacional

Autor	Artículos publicados	Institución	Línea de investigación
Buck, T	4	<i>Loughborough University (R.U.)</i>	Gobierno Corporativo Internacional, estrategia.
Filatotchev, I	4	<i>University of London (R.U.)</i>	Gobierno Corporativo Internacional, estrategia.
Boubakri, N	3	<i>American University of Sharjah (Emiratos Árabes)</i>	Gestión financiera, fusiones y adquisiciones.
Cheung, YL	3	<i>City University of Hong Kong (Republica Popular China)</i>	Finanzas corporativas, inversión, desarrollo de mercados financieros.
Deeg, R	3	<i>Temple University (EE.UU.)</i>	Ciencias políticas, Gobierno Corporativo (especialmente en Alemania y resto de Europa).

Doidge, C	3	<i>Rotman School of Management (Canadá)</i>	Gobierno Corporativo, finanzas internacionales.
Ferris, SP	3	<i>Trulaske College of Business (EE.UU.)</i>	Mercados capitales.
Hoskisson, RE	3	<i>The University of Oklahoma (EE.UU.)</i>	Estrategia corporativa internacional, Gobierno Corporativo Internacional, estrategia en las economías emergentes, emprendeduría corporativa.
Karolyi, GA	3	<i>Johnson Graduate School (EE.UU.)</i>	Mercados financieros internacionales.
Laeven, L	3	<i>International Monetary Fund (EE.UU.)</i>	Banca internacional, finanzas corporativas.
Li, SM	3	<i>Old Dominion University (EE.UU.)</i>	Gestión, negocios internacionales.
Lins, KV	3	<i>University of Utah (EE.UU.)</i>	Gobierno Corporativo, finanzas internacionales.

Rau, PR	3	<i>Krannert Graduate School of Management, Purdue University (EE.UU.)</i>	Finanzas corporativas, precios de activos, economía de la información, finanzas del comportamiento, la teoría del juego.
Servaes, H	3	<i>London Business School (R.U.)</i>	Control de empresas, diversificación de las empresas, OPV, estructura de capital, fondos de pensiones.
Stouraitis, A	3	<i>City University of Hong Kong (Republica Popular China)</i>	No disponible.
Strange, R	3	<i>University of Sussex (R.U.)</i>	Gobierno Corporativo, inversión extranjera directa, competitividad de las empresas, externalización de la producción.
Stulz, RM	3	<i>Ohio State University (EE.UU.)</i>	Gobierno Corporativo, fusiones y adquisiciones, sector bancario, flujos de capital, globalización financieras.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS y de los *curriculum vitae* de los autores.

También cabe señalar, comparando las Tablas 7, 8 y 10 que, en este caso los autores más productivos no coinciden con los autores de los trabajos más citados.

Para poder estudiar la colaboración científica y su evolución, se ha extraído el número de autores que firman cada uno de los artículos de cada uno de los años de la muestra. Los resultados agrupados se muestran en la Tabla 11, donde se puede apreciar como 236 artículos de los 338 publicados están firmados por más de un autor, por tanto se puede afirmar que existe colaboración científica, siendo los artículos con dos firmantes los más predominantes con 123 artículos.

Tabla 11

Número de firmantes por artículo

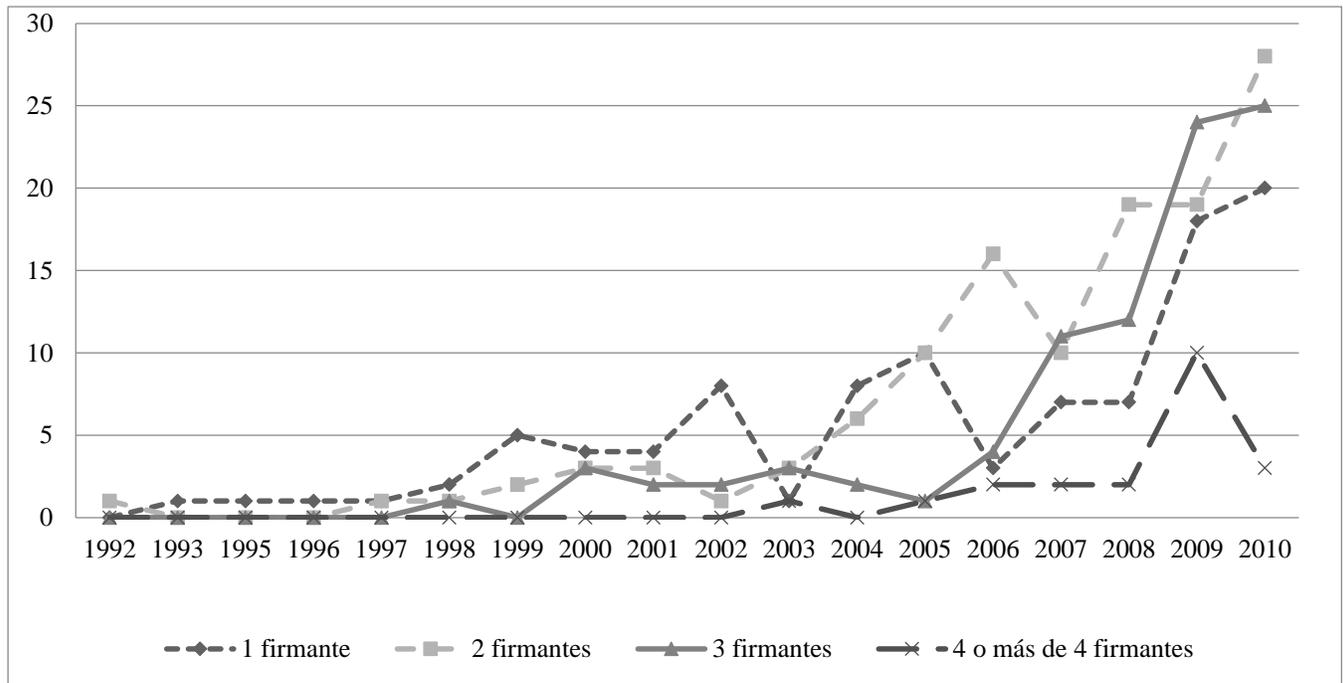
Número de firmantes	Número de artículos
Trabajos con 1 firmante	102
Trabajos con 2 firmante	123
Trabajos con 3 firmante	90
Trabajos con 4 firmante	19
Trabajos con 5 firmante	3
Trabajos con 6 firmante	1

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

De la relación entre el número de firmas totales y el número de artículos publicados resulta un promedio de 2,10 firmas por artículo. El Figura 3 muestra la evolución en el número de autores firmantes. Se puede apreciar cómo en las primeras publicaciones predomina la firma de un solo autor y que la colaboración entre dos autores solo comienzan a ser frecuente a partir de 1997. Los artículos firmados por tres autores no surgen hasta el año 1998, siendo frecuentes a partir del año 2000 y creciendo exponencialmente a partir del 2006. En cambio, los artículos firmados por cuatro o más autores, no se encuentran hasta el 2003, y no se superan los cinco artículos publicados por año, exceptuando el 2009 en el que se publicaron diez artículos con cuatro o más autores. Cabe destacar que los artículos publicados por un único autor predominan hasta el año 2005, donde los artículos publicados por dos autores superan en número de artículos publicados por año, y siendo superado también en el 2006 por los artículos publicados por tres autores.

Figura 3

Número de firmantes por artículo y año



Fuente: Elaboración propia a partir de datos ISI WOS.

### 3.4. Revistas y la Ley de Bradford

Como se puede observar en la Tabla 12, los 338 artículos que conforman la muestra han sido publicados en 156 revistas científicas diferentes siendo las revistas donde más artículos se han publicado sobre Gobierno Corporativo Internacional: el *Journal of International Business Studies* (26 artículos),



*Corporate Governance: an International Review* (25 artículos) y el *Journal of Business Ethics* (19 artículos). Estas tres revistas representan el 20,70% de la producción científica publicada (Figura 4 y Tabla 7). Les siguen en orden de importancia el *Journal of Banking & Finance* (15 artículos) y el *Journal of Financial Economics* (13 artículos), representando el 28,97% de la producción añadiendo estas dos revistas marcadamente financieras al acumulado anterior. El resto de artículos están publicados en las 151 revistas restantes de las cuales 104 han publicado un solo artículo.

Tabla 12  
Revistas más populares para publicar

Revistas	Número de artículos publicados	Porcentaje de artículos publicados	Porcentaje acumulado	Nivel de impacto de la revista JCR 2009 <small>(Factor impacto 5 años)</small>	Área de conocimiento
<i>Journal of International Business Studies</i>	26	7,69%	7,69%	5,727	Dirección de empresas.
<i>Corporate Governance: An International Review</i>	25	7,39%	15,08%	3,117	Dirección de empresas.
<i>Journal of Business Ethics</i>	19	5,62%	20,70%	1,692	Ética.
<i>Journal of Banking &amp; Finance</i>	15	4,43%	25,13%	2,2	Finanzas y contabilidad.
<i>Journal of Financial Economics</i>	13	3,84%	28,97%	5,675	Finanzas y contabilidad.
<i>Journal of Finance</i>	7	2,07%	31,04%	6,536	Finanzas y contabilidad.
<i>International Business Review</i>	6	1,77%	32,81%	No disponible	Negocios.
<i>Journal of Corporate Finance</i>	6	1,77%	34,58%	2,073	Dirección de empresas.
<i>Review of Financial Studies</i>	6	1,77%	36,35%	4,465	Dirección de empresas.
Número total de artículos recogidos en esta Tabla	123	36,39%			

Fuente: Elaboración a través de ISI WoS

El área de conocimiento de las revistas que mayoritariamente publican artículos está reflejado en la última columna de la Tabla 12. Destaca que la mayoría de estas publicaciones se encuentran especializadas en la dirección de empresas y negocio. A continuación están las revistas especializadas en finanzas, con las revistas más importantes del área, el *Journal of Banking & Finance*, el *Journal of Financial Economics* y el *Journal of Finance*, que además cuentan con un importante nivel de impacto según *Journal Citation Report* (JCR). Teniendo en cuenta el área de conocimiento de estas revistas, parece ser que la investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional se está desarrollando desde un punto de vista de la dirección de empresas primero y de las finanzas después, siendo la investigación desde otras áreas como la ética y la legal reducida.

Aplicando la *Ley de Bradford* a la distribución de los artículos publicados por revista y tomando como núcleo las revistas *Journal of International Business Studies* y *Corporate Governance: an International Review*, se han establecido seis zonas de distribución de los artículos, Tabla 13. La elección del núcleo se justifica por tres motivos. El primero de ellos viene dado por el hecho de que ambas destacan en el número de artículos publicados, por lo que difícilmente se podría estudiar la producción científica consultando una de ellas y descartando la otra. El



segundo motivo es su carácter internacional, por el grado de especialización de estas revistas en las comparativas internacionales. Por último, *Corporate Governance: an International Review* es una revista especialista en el tema. Una vez establecido el núcleo, éste ha determinado la magnitud de las zonas lo que ha establecido 6 zonas de distribución de artículos.

Tabla 13

Productividad de las revistas

	Número de revistas	Número de artículos	Porcentaje de revistas por zona	Porcentaje acumulado de revistas	Porcentaje de artículos por zona	Porcentaje acumulado de artículos
Núcleo	2	51	1,28%	1,28%	15,09%	15,09%
Zona 1	3	47	1,92%	3,21%	13,91%	28,99%
Zona 2	10	49	6,41%	9,62%	14,50%	43,49%
Zona 3	19	49	12,18%	21,79%	14,50%	57,99%
Zona 4	31	49	19,87%	41,67%	14,50%	72,49%
Zona 5	46	48	29,49%	71,15%	14,20%	86,69%
Zona 6	45	45	28,85%	100,00%	13,31%	100,00%

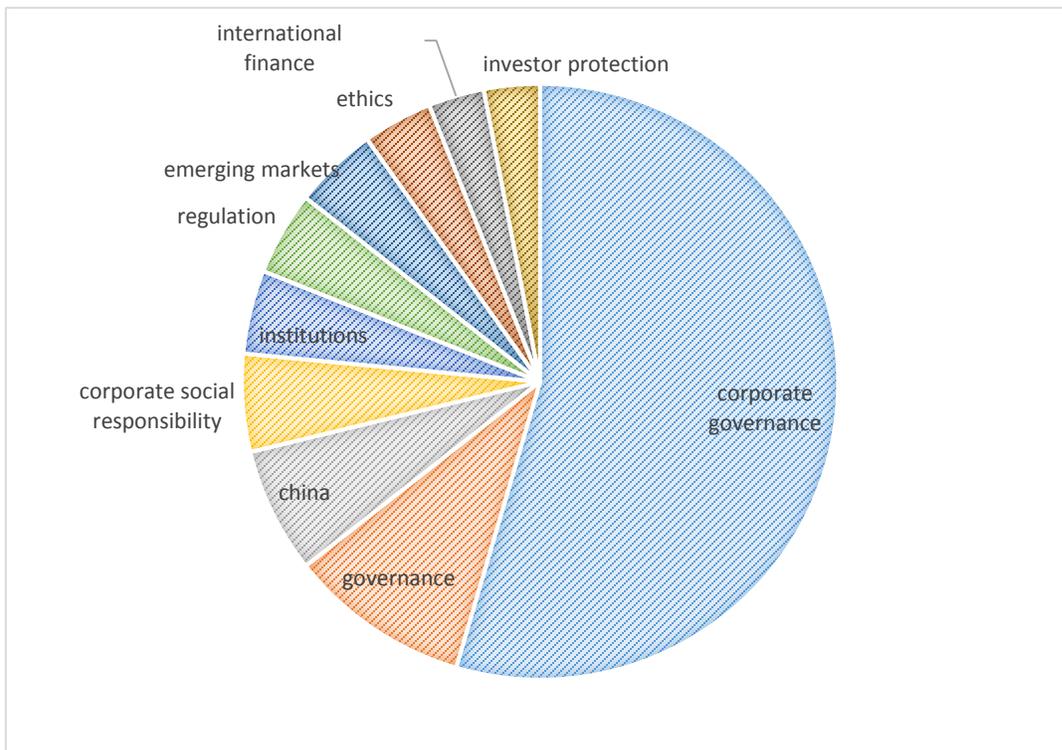
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

Para ejemplificar la dispersión de las revistas se analiza el caso más extremo, se tendrían que leer 45 revistas, las pertenecientes a la zona 6, para consultar los mismos artículos sobre Gobierno Corporativo Internacional que utilizando como fuente de información las revistas del núcleo.

Por último, se realizó un estudio de las palabras clave, Figura 4.

Figura 4

Palabras clave más recurrentes



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

Hay que resaltar que los artículos analizados poseían 642 palabras clave y que la Figura 4 muestra las diez más recurrentes. Éstas representan un 15,12% del total. La palabra clave más recurrente es *Corporate Governance* apareciendo un 8,22%



de las veces, porcentaje muy por encima del resto que oscilan entre el 1,48% y el 0,42%.

#### 4. Contribuciones científicas

Las contribuciones científicas obtenidas de esta parte de la investigación realizada para esta tesis doctoral fueron las siguientes:

Publicación del artículo “20 años de investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional” en la *Revista General de Información y Documentación*, vol. 22 (2012), 267-278. *La Revista General de Información y Documentación* es fue creada en 1991 y recoge trabajos relacionados con las Ciencias de la Documentación estando indexada en diferentes bases de datos, entre ellas SCOPUS, Francis e ISOC-Ciencias Sociales y Humanidades. También está presente en diferentes plataformas de evaluación, como por ejemplo, In-Recs. Se puede consultar el artículo en el Anexo 1.

En una fase previa a la redacción final del artículo, se presentó para su crítica en el *IV Congrés Català de Comptabilitat i Direcció*, que tuvo lugar en la Universitat Pompeu Fabra durante el mes mayo de 2011. En el Anexo 2 se adjuntó el certificado de presentación al congreso.



**PARTE 2:**

**EL INFORME DE AUDITORÍA CON SALVEDADEES  
Y SU CONTENIDO INFORMATIVO;  
IMPACTO DE LA APLICACIÓN DE  
LA LEY FINANCIERA 44/2002.**

## **1. La función de la auditoría y la auditoría en España**

La auditoría contable externa se creó como un instrumento para paliar la asimetría existente entre la información financiera interna de las compañías y aquella que se muestra a los *stakeholders*, (Ball, 1989). Así, y tal y como se establece tanto en la Ley de Reforma del Sistema Financiero 44/2002 como en la Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria (BOE 1 de julio de 2010), en adelante Ley 12/2010, se entiende por auditoría de cuentas aquella actividad que tiene por objeto la emisión de un informe independiente, imparcial y experto acerca de la fiabilidad y la imagen fiel de los documentos contables de una compañía.

La fiabilidad del auditor ha quedado en entredicho en numerosas ocasiones tras grandes escándalos financieros como el caso Enron, empresa que contribuyó notablemente a la pérdida de confianza y credibilidad en los mercados de capital y en los auditores en particular. Enron era considerada la séptima compañía de los

EE.UU. y en principio cumplía todos los requisitos legales exigidos, tenía un código ético de empresa, su información financiera estaba supervisada por Arthur Andersen, en aquel momento la empresa auditora de mayor prestigio, y además contaba con informes de auditoría limpios. Sin embargo Enron fue a la quiebra en 2001 tras conocerse que utilizaba técnicas contables fraudulentas, y Arthur Andersen, salpicada por el escándalo, se disolvió poco después.

Los escándalos financieros producidos en EE.UU. a comienzos del siglo XXI, como el ya citado de Enron o el de la empresa de telecomunicaciones WorldCom, fueron la principal causa de la aprobación en 2002 de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX). El objetivo de esta Ley era imponer a las empresas mecanismos de control interno más rígidos y eficientes. Entre las medidas aprobadas se incluye la creación de comités de auditoría, el endurecimiento de la responsabilidad civil de los auditores y favorecer la transparencia informativa, con el objetivo de evitar nuevos escándalos contables. Normativas similares fueron adoptadas en otros países occidentales para restaurar la confianza de los inversores. Así, España no se quedó atrás y modificó su legislación para velar por la independencia del auditor con la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

## **2. Legislación española y calidad de la auditoría**

La auditoría se estableció como requisito obligatorio a partir de la Ley de Auditoría 19/1988 de 12 de julio y el Real Decreto 1636/1990 el 20 de diciembre. Esta Ley establecía la obligatoriedad de llevar a cabo auditoría de cuentas externa a las empresas grandes y medianas. El auditor se define como aquella figura independiente e inscrita en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas (ROAC) del Instituto Español de Contabilidad y Auditoría de Cuentas que revisa y verifica toda la documentación contable de la empresa a auditar con el objetivo de comprobar si ésta refleja la imagen fiel de la compañía, y así poder formular un informe de opinión que pueda tener efecto en terceros. La Ley establece que esta opinión, que se emite al mercado junto con los estados financieros, debe ir firmada por el auditor que la haya realizado.

Como se mencionó anteriormente, con una motivación similar a la SOX, España modificó la Ley 19/1988 en 2002 mediante la aprobación de la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero en la que se abogaba por una mayor independencia del auditor con medidas como la obligatoriedad de constituir un Comité de Auditoría. Dicho comité tendría entre sus funciones relacionarse con

los auditores externos para recibir información sobre aquellas cuestiones que pudieran poner en riesgo la independencia de éstos y cualesquiera otras relacionadas con el proceso de desarrollo de la auditoría de cuentas. La Ley 44/2002 también estableció la introducción de nuevas incompatibilidades para los auditores de cuentas y medidas para su rotación como la limitación de los servicios adicionales que la empresa auditora pudiera ofrecer y la obligatoriedad de rotación del socio auditor cada siete años. Cabe destacar, sin embargo, que como resultado de presiones del sector auditor se eliminó la rotación obligatoria de la empresa auditora. Se citaba también como recomendación la necesidad de informar de los honorarios por trabajos ajenos a la auditoría realizados por los auditores.

En 2006 la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en adelante, CNMV aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno que, en materia de auditoría externa, establecía varios criterios como la elección o sustitución del auditor externo por parte del Consejo de Administración, la necesidad de informar al Consejo regularmente sobre el plan de auditoría y sus resultados y por último algunas medidas para asegurar la independencia del auditor. Estas medidas incluyen la comunicación a la CNMV del cambio de auditor y el porqué, garantizar que tanto el auditor como la sociedad cumplieran la legislación en

cuanto a la prestación de servicios externos, comunicación de las causas de renuncia del auditor y responsabilidad de todas las empresas del grupo por parte del auditor en caso de haberlas.

Los cambios económicos y financieros acontecidos en los 22 años posteriores a la aprobación de la Ley 19/1988 en un mercado cada vez más global e internacional, y la revisión de la Octava Directiva de la Comunidad Económica Europea, en la que los 27 estados miembros debían adaptar sus sistemas legales nacionales culminó con la Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas y, posteriormente, del Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas. Este nuevo cuerpo normativo supuso un importante paso para alcanzar una mayor armonización de los requisitos que se exigen para el ejercicio de la actividad de auditoría en el ámbito de la UE.

Las sucesivas reformas legales han perseguido reforzar la figura del auditor y, particularmente, su independencia. Puesto que la independencia constituye uno de los dos pilares de la clásica definición de calidad en la auditoría realizada por DeAngelo (1981), se esperaría que la calidad de los informes de auditoría hubiera

aumentado desde la aprobación de la Ley de 1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas (BOE del 15 de julio de 1988). Una mayor calidad del informe de auditoría debería llevar asociada también un mayor contenido informativo.

De acuerdo con Gonzalo (1995) el motivo de la desconfianza entre el usuario del informe de auditoría y el auditor venía dado por un “gap de expectativas” entre lo que espera el usuario y lo que ofrece el auditor, en el contexto de la Ley de Auditoría española 18/1988 y destaca “la insatisfacción del usuario con el servicio que el auditor le ofrece, en relación con la confianza que ha depositado en él”. A su vez, Duréndez (2001) enumera cinco causas que ocasionan el “gap de expectativas”. La primera la atribuye a problemas de estructura y contenido del informe de auditoría; la segunda al hecho de que la sociedad desconoce la profesión y la función del auditor; la tercera a la creencia de que el auditor no ejerce su trabajo con la suficiente diligencia profesional; la cuarta causa hace referencia a la falta de independencia del auditor; y por último menciona la dificultad que encuentra la profesión en adaptarse a los cambios en la economía y en la sociedad.

Por ello el gobierno español acometió mediante la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, la reforma de algunos de los aspectos de la

auditoría, modificando la Ley de Auditoría de Cuentas de 1988 (LAC) y otros textos normativos en que se hace referencia a las funciones de los auditores. Esta modificación de la Ley, introdujo cambios significativos cuyo objetivo consistía en reforzar la competencia y la independencia del auditor con el fin de recuperar la confianza de los inversores en la auditoría (Fernández, 2001).

En la clásica definición de DeAngelo (1981), la competencia del auditor permite que éste sea capaz de detectar la existencia de irregularidades contables mientras que la independencia garantiza la divulgación a los usuarios de la información contable y de las posibles irregularidades encontradas. En consecuencia, la calidad de la auditoría depende de la independencia y la competencia del auditor, entendiéndose que a mayor competencia e independencia, mayor es la calidad de la auditoría realizada. En Krishnamurthy et al. (2006) los autores observan que aquellas empresas que despidieron a Arthur Andersen como auditor mostraron rendimientos anormales significativos cuando contrataron a un Big 4 respecto a cuándo nombraron a un no Big 4 o no anunciaron el nombre del nuevo. Los autores concluyen que la reputación del auditor y su independencia tienen un impacto material en la calidad percibida de la auditoría y en la credibilidad de la

cuentas auditadas de la empresa, y el mercado, consecuentemente, lo valora. Se puede encontrar evidencia adicional en esta línea en el trabajo de Brandon et al. (2004), donde los autores muestran una relación negativa entre la magnitud facturada por servicios diferentes a los de auditoría por parte del auditor y la calificación crediticia obtenida por la empresa auditada. Los autores concluyen que la prestación de estos servicios pondría en tela de juicio la independencia del auditor y se traduciría en una peor calificación por parte de los analistas financieros.

Las medidas propuestas para mejorar el ejercicio de auditoría y su transparencia respecto a la legislación anterior, la Ley de Auditoría 19/1988, se pueden clasificar en dos bloques, las que buscaban un incremento en las competencias del auditor y las que buscaban la independencia del mismo.

Para reforzar las competencias se convirtió en requisito obligatorio la formación continuada de los auditores (art. 49) y se unificó el examen de competencias para acceder a la profesión (art. 48).

Los cambios acometidos para garantizar la independencia del auditor fueron los siguientes:

- a) Obligación de publicar en la memoria de las cuentas anuales los honorarios facturados a cada cliente, distinguiendo los de auditoría de los recibidos por otros servicios, y a cualquier sociedad del grupo de sociedades a que pertenezca el auditor o con las que esté vinculado por propiedad común, gestión o control.
- b) Obligación de la rotación del socio responsable de la auditoría y de su equipo, pero no de la firma.
- c) Obligación de crear un Comité de Auditoría en las empresas cotizadas.
- d) Modificación del artículo 8 de la Ley LAC de 1988, para ampliar los supuestos de incompatibilidad con la prohibición de prestación de determinados servicios adicionales a la empresa auditada, entre los que destacan, la preparación de documentación contable, los servicios de valoración, diseño y aplicación de sistemas de tecnología financiera, auditorías internas, servicios de abogacía y participación en las decisiones de RRHH relacionadas con puestos claves.
- e) Endurecimiento de las sanciones impuestas por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC).
- f) Controles de calidad del trabajo de auditoría bajo al supervisión del ICAC.

La justificación de esta modificación de la legislación también estaba alineada con la estrategia de la Unión Europea (UE) de avanzar en la convergencia de los sistemas contables de los países miembros, teniendo como referencia las Normas Internacionales de Contabilidad (Gonzalo, 2002).

Recapitulando, con esta reforma de Ley se perseguía la recuperación de la confianza de los inversores en la auditoría, tras sucesivos escándalos financieros, con medidas que iban en línea con las recomendaciones de la UE.

Tras la modificación de la legislación en 2002, varios fueron los cambios introducidos posteriormente. En 2003 se publicó el Informe Aldama donde se recomendaba al Consejo de Administración la elaboración de un informe anual sobre las actividades de auditoría. Más recientemente, en 2006, la CNMV aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno, que vela por asegurar la independencia del auditor con diversas recomendaciones de control, como la elección del auditor por parte del Consejo de Administración, la elaboración de informes regulares por parte del auditor para el Consejo y nuevas medidas para reforzar la independencia del auditor.

Pasados unos años de su implementación, Heras et al. (2012) evidencian empíricamente que, tras la implementación de la Ley 44/2002, en España se incrementó la calidad de los trabajos de auditoría en comparación con años anteriores a la misma. Los autores atribuyen este cambio de calidad en la información contable publicada a la implementación de las medidas anteriormente mencionadas en materia de auditoría. Ante todos los cambios a los que se vio sometida la legislación española tras la implementación de la Ley 44/2002, y a partir de los resultados de Heras et al. (2012), parece razonable argumentar que los inversores puedan haber cambiado su forma de percibir la calidad de la información suministrada por los auditores. De esta forma, si los inversores perciben una mayor calidad en el informe de auditoría se entiende que lo valorarán y depositarán una mayor confianza en la opinión emitida por el auditor. Esta situación contrastaría con los resultados de Monterrey et al. (2003) obtenidos en periodos anteriores donde los autores concluyen que el mercado no reacciona ante la presentación de un informe con salvedades debido a la falta de confianza en el auditor.

Es por ello que se ha creído oportuno y es objetivo de este trabajo analizar si el incremento de las competencias y la independencia del auditor tienen un efecto en el contenido informativo de un informe de auditoría con salvedades, en este caso, para el mercado español. En esta línea, Gassen y Skaife (2009) argumentan que cuando la legislación obliga a las empresas a mejorar sus objetivos de auditoría, a realizar informes más concretos, a aplicar medidas estrictas en la contratación de los auditores y se aumentan las responsabilidades jurídicas, se incrementan los beneficios asociados al contenido informativo del informe de auditoría en países donde tradicionalmente tenía tan solo una función de notificación obligatoria. Las investigaciones previas para España utilizando períodos muestrales que abordan hasta el año 1999, y por tanto anteriores a la Ley 44/2002, muestran que los informes con salvedades no cuentan prácticamente con contenido informativo.

Existen diversos estudios en España que analizan el impacto que tienen los informes de auditoría en la toma de decisiones de inversores en relación con la compañía auditada en España. Duréndez (2003), a través de una encuesta a *brokers* y banqueros, encuentra que el informe de auditoría es un instrumento útil en la toma de decisiones de estos profesionales. Pucheta y Vico (2008) realizan una encuesta a analistas de riesgos comerciales sobre los informes de auditoría,

llegando a la conclusión de que éstos son relevantes en la toma de decisiones sobre concesión de préstamos, garantías a solicitar y cantidades a prestar, al igual que a la hora de cuantificar el riesgo de la compañía. Duréndez y Sánchez (2008) llegan a una conclusión similar a través de un estudio econométrico con datos de panel, afirmando que el informe de auditoría juega un papel relevante en la obtención de financiación ajena procedente de entidades crediticias, siendo menos probable la obtención de crédito para aquellas empresas con informes de auditoría con objeciones. Por último, Monterrey et al. (2003) concluyen que el mercado parece valorar de forma distinta los resultados contables dependiendo de la existencia o no de salvedades en el informe de auditoría.

Este estudio se plantea en un escenario distinto respecto a los estudios españoles previos, y analiza una situación donde entró en vigor una Ley en la que se pretendía dar más independencia y asegurar más competencia del auditor que en etapas anteriores para recuperar la credibilidad perdida tras numerosos escándalos, por lo que no se deberían presuponer que los resultados obtenidos anteriormente se vayan a mantener con el nuevo escenario. Todos los trabajos previos para España son anteriores a la Ley 44/2002, que tal y como se argumenta en Heras et al. (2012), aumentó la calidad contable de las empresas españolas.

Así, creemos es razonable argumentar que se espere una reacción diferente por parte del inversor ante los informes de auditoría emitidos con posterioridad al 2002. De hecho, la idea de la delimitación temporal de los resultados encontrados en trabajos previos ya es apuntada en el apartado de conclusiones de Andres et al. (2007).

### **3. El informe de auditoría con salvedades y su contenido informativo**

El informe de auditoría posee, en teoría, contenido informativo para los *stakeholders* de una compañía y por lo tanto su publicación debería transmitir esta información al mercado. Así, un informe limpio verifica que las cuentas anuales de la compañía auditada reflejan su imagen fiel.

El informe plantea dos posibilidades; La primera es que no tenga consecuencias para la compañía al no aportar información negativa que pudiera afectar a sus *stakeholders*. La segunda, es que tenga consecuencias, al aportar información relevante. En el caso que la empresa reciba un informe calificado, (desfavorable, opinión denegada o con salvedades) muestra a los *stakeholders* que las cuentas anuales no reflejan la imagen fiel de la compañía.

Para la empresa auditada la recepción de un informe calificado puede tener severas implicaciones, como por ejemplo el cambio de su calificación crediticia y por tanto de su coste de capital (Fargher y Wilkins, 1998; Brío, 1998), una limitación en su capacidad de endeudamiento, tanto bancario como con proveedores y acreedores y una revisión del precio de sus acciones a la baja, debido a que el riesgo de la compañía ha cambiado (Estes y Reimer, 1979; Banks y Kinney, 1982; Fleak y Wilson, 1994).

De todas las consecuencias derivadas de un informe calificado la más estudiada, sin que exista un consenso en la literatura, ha sido la reacción del valor de la acción. Los trabajos realizados reflejan también la importancia de los factores de tipo institucional ligados a la tradición legal del país en el que se lleva a cabo el análisis. Mientras que las investigaciones existentes para países de tradición legal común, muestran una reacción del mercado de valores a la publicación de informes de auditoría calificados (Loudder et al., 1992; Fleak y Wilson, 1994; Jones, 1996; Chen y Church, 1996; Hammersley et al., 2008), los trabajos que analizan el caso español, país de tradición legal civil, tienden a concluir en sentido contrario (Brío, 1998; Pucheta et al., 2004).

Existen diversas razones que justifican el porqué de las diferentes reacciones en función del país. Numerosos trabajos argumentan que la calidad de la información contable y por ende la calidad de la auditoría es mayor en países con un sistema legal estricto que protege al inversor, siendo éste el caso de los países de tradición legal común (Ball et al., 2000; Kothari, 2000). En la misma línea (Francis y Wang, 2008) matizan que la calidad aumenta todavía más cuando la firma auditora es una *Big 4*. Otros autores como Leuz et al. (2003) explican que esta divergencia de los sistemas legales entre países es la causa de que exista mayor manipulación contable en los países con sistemas legislativos más débiles en la protección al inversor.

El riesgo de litigio que asume el auditor ante un informe de auditoría erróneo o manipulado también es más elevado en los países de ley común que en los de tradición legal civil. Las diferencias en los niveles de riesgo de litigio pueden provocar que los informes de auditoría en los países anglosajones reflejen mejor la realidad económica de la empresa (Venkataraman et al., 2008).

Por último, el hecho que la estructura de propiedad en Europa, y particularmente en España, está más concentrada que en los países anglosajones (La Porta et al., 1998; Navarro, 2007; Tribó et al., 2007) podría explicar una menor reacción a los informes de auditoría debido a que los accionistas mayoritarios podrían disponer de dicha información con anterioridad.

Existen trabajos que, aunque no analizan el efecto de las salvedades en el mercado, han demostrado que resultados en el ámbito del buen gobierno empresarial aceptados en el contexto de los países de ley común no se cumplen en el contexto español. En García-Blandón et al. (2012) se analiza el contenido informativo de las Juntas Generales de Accionistas en España observándose que, al contrario de lo que sucede en Reino Unido o EE.UU., en el contexto español no se detecta transmisión de información relevante al mercado en el día de celebración de la Junta.

Algunos autores han estudiado las posibles explicaciones a la ausencia de reacción por parte del mercado ante una opinión desfavorable, denegada o con salvedades. Es el caso de Monterrey et al. (2003) que, estudiando el caso español, afirman que la falta de reacción podría deberse a la filtración de la información previa a la publicación del informe. Otra posible explicación sería la pérdida de confianza de

los inversores en los auditores, tras los notorios fraudes contables causantes de sonados fracasos empresariales que no habían sido detectados por los propios auditores (Humphrey et al., 1993 para Reino Unido; García-Benau, 1994; Vico, 1997 para España). Desarrollando esta explicación, otros autores atribuyen la falta de confianza a la relación que puede existir entre los directivos y el auditor y a los posibles conflictos de interés que pueden surgir de la misma, pudiendo los directivos influir en contra de la emisión de informes de auditoría con salvedades (Pastena y Ronen, 1979; Rajgopal et al., 1999 para EE.UU.; Ruiz-Barbadillo et al., 2006 para España).

Otras investigaciones, sin embargo, ponen de manifiesto la importancia de factores como la calidad de la empresa auditora o el tipo de salvedad del informe de auditoría, para explicar la reacción del mercado a la presentación de informes de auditoría calificados. La reacción del mercado sería mayor cuando la empresa auditora pertenece a las *Big 4* (Menon y William, 1991 para EE.UU.; García-Benau y Giner, 2000 para España) y cuando las salvedades del informe de auditoría ponen en duda la continuidad futura de la empresa (Chow y Rice, 1982 para EE.UU).

En el caso de España, tras más de 20 años de obligatoriedad de la auditoría, son tres los trabajos que han analizado el contenido informativo de la publicación del informe de auditoría con salvedades. Dos de ellos, como se verá en el apartado de literatura previa, han concluido que el mercado no reacciona ante la publicación del informe de auditoría calificado.

#### **4. Literatura previa**

Desde los años ochenta, numerosos trabajos han analizado el contenido informativo de los informes de auditoría calificados a nivel internacional, principalmente en países anglosajones, a través de su impacto en el mercado de valores. Estas investigaciones se pueden agrupar en dos grupos en función de los resultados obtenidos: los trabajos que encuentran una reacción del mercado y los que contrariamente a los anteriores no encuentran un comportamiento anómalo.

En este apartado se detallan los principales trabajos clasificándolos en función de la tradición legal del país y de los resultados obtenidos. Además, se analiza en profundidad, y de forma separada, la literatura previa existente para España.

Analizando primero los resultados de las investigaciones en países de ley común, se puede observar que la mayoría de los autores concluyen que tras la publicación del informe de auditoría calificado el mercado reacciona con una bajada en el precio de las acciones. Si bien la mayoría de trabajos han analizado la situación en EE.UU. (Estes y Reimer, 1979; Banks y Kinney, 1982; Dopuch et al., 1986; Fields y Wilkins, 1991; Loudder et al., 1992; Fleak y Wilson, 1994; Jones, 1996; Chen y Church, 1996; Hammersley et al., 2008; Ashbaugh-Skaife et al., 2009; Ittonen, 2010), Ball et al. (1979) han investigado el caso australiano y Taffler et al. (2004) y Citron et al. (2008) han analizado la situación en Reino Unido. Sin embargo, numerosos autores destacan que la reacción del mercado de capitales tras la publicación del informe de auditoría depende de la gravedad de las salvedades que refleje dicho informe (Firth, 1978; Ball et al., 1979; Chow y Rice, 1982; Chen y Church, 1996; Menon y Williams, 2010 para EE.UU.).

Un segundo grupo de estudios concluyen de forma opuesta, es decir, no encuentran un comportamiento anormal en el mercado tras la publicación del informe de auditoría calificado (Baskin, 1972; Dodd et al., 1984; Beneish et al., 2008 para EE.UU.; Firth, 1978; Humphrey et al., 1993 para Reino Unido; Ogneva et al., 2007 para EE.UU. y Reino Unido; y Herbohn et al., 2007 para Australia).

En la línea de la no reacción, diversos autores concluyen que tras la presentación del informe de auditoría no existe reacción del mercado de capitales debido a que éste ya la ha anticipado. Es decir algunos inversores habrían dispuesto de la información con antelación a la publicación del informe. Entre estos trabajos destacan Whittred (1980) para Australia y Davis (1982), Elliot (1982) y Ameen et al. (1994) para EE.UU.

Por último, por lo que respecta a los países de tradición legal civil, cabe destacar en primer lugar que existen pocas investigaciones sobre el tema. Así, Soltani (2000) para Francia, Andrés et al. (2007) analizando el caso español y Hsu et al. (2011) para Taiwan concluyen que el mercado sí reacciona a la publicación del informe. Contrariamente, Brío (1998), Monterrey et al. (2003) y Pucheta et al. (2004), para España, Czernkowski et al. (2010) para China y Hachicha-Eltovzi (2010) para Turquía no observan reacciones significativas a la publicación del informe de auditoría calificado. Brío (1998) explica la falta de reacción a partir de la filtración de la información con anterioridad a la publicación del informe.

Los resultados obtenidos en países que no pertenecen a ninguna de las categorías anteriores (Moradi et al., 2011) para el caso iraní no muestran ninguna reacción del mercado ante las salvedades.

Los trabajos que analizan el caso español mediante el estudio de eventos son Brío (1998), Pucheta et al. (2004) y Andrés et al. (2007). Todos, excepto Andrés et al. (2007), concluyen que no existe reacción ante la presentación de los informes con salvedades. Brío (1998) analiza el período 1991-1994 a partir de las empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid. La autora realiza un análisis general y un análisis segmentado en función del tipo de salvedad. Tanto en el análisis general como en el segmentado la conclusión es la misma: el informe de auditoría no tiene contenido informativo relevante.

Por su parte Pucheta et al. (2004) analiza el período 1992-1995 para todas las empresas cotizadas. Análogamente a Brío (1998), los autores llevan a cabo un estudio segmentado en función del tipo de salvedad. Adicionalmente, también tienen en cuenta la compañía auditora que firma el informe, así como si es la primera vez que la empresa recibe un informe calificado. Pucheta et al. (2004), al igual que Brío (1998), concluyen que el mercado no reacciona ante la publicación del informe de auditoría calificado ni en la muestra global ni en ninguno de los análisis segmentados realizados.

Contrariamente a estos trabajos, Andrés et al. (2007) concluyen que el informe de auditoría proporciona información relevante al observar rentabilidades anormales negativas y estadísticamente significativas asociadas a la publicación del informe. Los autores investigan la existencia de rentabilidades anormales en las compañías cotizadas en la Bolsa de Madrid entre 1993 y 1999. Los autores se limitan a realizar un análisis por subperíodos y obtienen resultados estadísticamente significativos para el subperíodo (-10+10) en el caso de salvedades reiteradas, y a partir únicamente de la aplicación del test de Corrado. Posteriormente analizan en qué medida las características de la empresa auditada inciden en el contenido informativo del informe de auditoría calificado concluyendo que las empresas con mayor rentabilidad y capacidad de generación de recursos presentan mayor sensibilidad.

Sin embargo, existen diversas diferencias entre estos tres trabajos con el presente que merece la pena destacar. La primera de ellas es la falta de cumplimiento de un supuesto de partida del estudio de eventos. El supuesto de partida de esta metodología es que ni el día del evento a estudiar ni en ninguno de los días de la ventana debe ocurrir ningún otro evento relevante para los inversores, para prevenir los efectos concurrentes. En Pucheta et al. (2004), los autores especifican

la eliminación de aquellos eventos contaminados por otros eventos corporativos como sería, un aumento o disminución del número de acciones, fusiones o adquisiciones, reparto de dividendos, anuncios de beneficios extraordinarios, insolvencia, anuncios de nuevos productos y cambios en algún puesto clave. De todas formas, ni Pucheta et al. (2004) ni en ninguno de los otros trabajos que estudian el caso español se elimina el evento más importante para el inversor, y que en numerosos casos coincide con la publicación del informe de auditoría, como es la presentación de resultados anuales.

Otras diferencias son la actualización del período muestral tras importantes modificaciones legislativas y el análisis no sólo de la rentabilidad sino también del volumen de negociación.

Cabe destacar, que los artículos que concluyen que el mercado no reacciona Pucheta et al. (2004), Brío (1998) analizan prácticamente el mismo período de tiempo. Andrés et al. (2007) concluyen de forma contraria estudiando un período de tiempo algo más reciente, si bien dentro de la misma década.

## 5. Objetivo, Motivación y Aportaciones

El objetivo de este trabajo es analizar el contenido informativo de la presentación de informes de auditoría con salvedades de las empresas cotizadas españolas durante el período 2002-2010. Como es habitual en la literatura, se ha realizado en primer lugar un análisis general de la muestra y posteriormente una serie de análisis segmentados. Para el caso de España estos últimos se han llevado a cabo en función del tamaño de compañía auditada, el tipo de salvedad del informe y la frecuencia de la presentación de informes con salvedades por parte de la empresa auditada, tal y como hicieron en su día Brío (1998), Pucheta et al. (2004), Chow y Rice (1982), Dopuch et al. (1986), Soltani (2000), entre otros.

También se ha realizado, un estudio segmentado en función del capital flotante de la compañía auditada y de la situación del mercado bursátil en el momento que la empresa recibe el informe de auditoría con salvedades.

La principal motivación de este trabajo es ampliar la evidencia empírica existente utilizando datos recientes del mercado español. Las investigaciones previas para España utilizan períodos muestrales que abordan hasta el año 1999, siendo así

anteriores a la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero en España. A la luz de estos cambios se hace necesario re-evaluar la reacción del mercado español a la publicación de informes de auditoría con salvedades. La inexistencia de contenido informativo relevante observada en los trabajos que han analizado períodos anteriores a las modificaciones legales comentadas no debería presuponer la inexistencia de un efecto informativo en la actualidad. Una de las razones por las cuales podría encontrarse reacción en este nuevo período es el aumento de la independencia y de la competencia del auditor a partir de la Ley Financiera 44/2002. A ese respecto hemos hecho un esfuerzo importante por dejar claro cuáles fueron los cambios introducidos por la Ley y por qué esos cambios deberían impactar en el contenido informativo del informe de auditoría. Entendemos por lo tanto este estudio como una forma de analizar la nueva regulación, y ver si ésta ha sido capaz de restaurar la credibilidad en el mercado. Por todas estas razones entendemos necesaria la actualización de los resultados obtenidos por las investigaciones previas.

Cabe destacar que este patrón de escasas investigaciones recientes sobre este tema se observa también a nivel internacional. Son muy pocos los trabajos que analizan el efecto informativo de las salvedades, y los existentes en su mayoría estudian

mercados anglosajones y analizan períodos anteriores a la *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) (Ittonen, 2012).

Para llevar a cabo el objetivo de la investigación se considerará el impacto de la presentación de informes de auditoría con salvedades en la rentabilidad y el volumen de negociación de las empresas estudiadas. La existencia de rentabilidades anormales muestra la reacción promedio de los inversores ante la nueva información suministrada al mercado (Beaver, 1968), mientras que la existencia de volúmenes de negociación anormales muestra la respuesta individual e idiosincrática de los inversores a la nueva información (Kim y Verrecchia, 1991).

La principal aportación de este trabajo a la literatura se encuentra en el estudio de las compañías cuya propiedad está más dispersa. Como ya se mencionó anteriormente, cuanto más dispersa este la propiedad de una empresa, más difícil será para muchos accionistas anticipar el contenido del informe. Si bien la literatura previa existente no encuentra reacción por parte del mercado ante un informe de auditoría con salvedades, este hecho podría deberse a que ninguno de los anteriores trabajos tuvieron en cuenta la dispersión de la propiedad. Así, al

analizar todas las empresas conjuntamente, la no reacción de aquellas empresas cuya propiedad está concentrada en muy pocas manos y pudiera anticipar la noticia, restaba significación a aquellas en lo que ocurría lo contrario.

Otra aportación de este trabajo es el estudio del comportamiento del volumen de negociación alrededor de la presentación del informe. Este estudio no se ha realizado en ninguna de las investigaciones previas para España, y tan solo en dos trabajos a nivel internacional (Ameen y Guffey, 1994; Keller y Davison, 1983). Por ello, resulta un factor diferencial de este trabajo, aportando un análisis más completo del comportamiento de los inversores. La rentabilidad muestra la opinión promedio del mercado, bien sea positiva o negativa, que se traduce en una subida, mantenimiento o bajada del precio de las acciones, mientras que un aumento o disminución en el volumen de negociación muestra las diversas reacciones contrapuestas que han tenido los inversores, opiniones idiosincráticas, debido a expectativas previas diferentes. Un evento puede aportar contenido informativo relevante y provocar, en consecuencia un aumento en los volúmenes de negociación, y al mismo tiempo no provocar variaciones significativas en los precios. Karpoff (1987) establece que los cambios en los precios son interpretados como la valoración del mercado sobre la nueva información, mientras que el

volumen de negociación es considerado un indicador del nivel de desacuerdo de los inversores ante la nueva información. Kim y Verrecchia (1991) defienden el uso de la medida del volumen en conjunción con la rentabilidad para identificar las distintas reacciones a la información pública anunciada para las distintas firmas o para los distintos tipos de anuncios.

En esta línea, Ittonen (2012) se refiere explícitamente a la necesidad de analizar los volúmenes de negociación, conjuntamente con el estudio de la rentabilidad en las futuras investigaciones sobre la reacción del mercado ante informes de auditoría calificados. Resumiendo, el análisis conjunto de precios y volúmenes de negociación, proporciona un marco de análisis más potente para analizar los efectos informativos de la presentación de informes de auditoría con salvedades.

La tercera aportación de este trabajo se refiere a una de las principales limitaciones del Estudio de Eventos, metodología utilizada en esta investigación y en los trabajos anteriores. Tal y como señalan McWilliams y Siegel (1997), uno de los supuestos de partida es la inexistencia de eventos concurrentes durante la ventana del evento. Cuando ése no es el caso, los resultados observados en los precios, no pueden ser atribuidos en exclusiva al evento que se está analizando. La mayoría

de las investigaciones previas, tanto nacionales como internacionales, seleccionan como fecha de estudio la presentación del informe de auditoría, sin tener en consideración que en numerosos casos la presentación del informe de auditoría constituye también el momento en que la empresa informa por primera vez sobre sus principales magnitudes del ejercicio, en particular, sobre los beneficios obtenidos. Esta coincidencia en las fechas constituye, en nuestra opinión, un caso extremo de eventos concurrentes, puesto que la presentación de las cuentas tiene lugar no solo dentro de la ventana del evento, sino el mismo día del evento. Además, cabe tener en cuenta que la presentación de las cuentas anuales no es un evento más, sino el más importante.

En la medida que las investigaciones previas no parecen haber tenido en cuenta este problema, sus resultados son cuestionables. En esta línea, Herbohn et al. (2007) destaca la importancia de separar los efectos de presentación de resultados anuales y del informe de auditoría calificado. En el caso concreto de nuestra investigación, se han excluido de la muestra todas aquellas compañías cuya primera presentación de resultados anuales al mercado coincide con la presentación del informe de auditoría. Esto ha supuesto la exclusión de la tercera parte los informes de auditoría calificados.

La última aportación a la literatura previa se encuentra en el análisis de la existencia de un impacto diferencial de las salvedades en función del momento del ciclo bursátil. La justificación de este análisis se basa en que en los períodos de crisis aumenta la aversión al riesgo de los inversores, por lo que el impacto de la presentación de informes de auditoría calificados debería ser mayor en esos años (Melvin, 2009).

Adelantando lo que será parte de los resultados, esta investigación muestra que el mercado español reacciona en la dirección esperada, si bien de forma leve, ante la presentación de informes con salvedades. Aunque dicha reacción aumenta muy significativamente cuando tan solo analizamos las empresas cuya propiedad está más dispersa.

## 6. Hipótesis

Es importante resaltar que como es habitual en la literatura que analiza el contenido informativo de eventos corporativos, este trabajo asume que el mercado es eficiente, y por ello se parte de la asunción básica de que si los resultados no son significativos es debido a que efectivamente la opinión del auditor no tiene contenido informativo adicional para los inversores. Las investigaciones sobre el contenido informativo de eventos corporativos realizados para el caso español han constatado una creciente eficiencia del mercado de valores español. Por ejemplo, Arcas-Pellicer (1994) estudia la reacción del mercado español ante los anuncios de beneficios entre 1986 y 1990 encontrando una reacción del mercado la semana posterior al anuncio, mostrando así un mercado poco eficiente. Sin embargo la misma autora realiza con posterioridad el mismo estudio Arcas-Pellicer y Rees (1999), en los primeros cinco años de la década de los noventa, encontrando una reacción del mercado inmediata. García et al. (2008) observan una reacción inmediata del mercado ante la presentación de beneficios anuales en el período 2000-2002. Por todo ello parece correcto afirmar que el mercado español es eficiente por lo menos en su consideración intermedia y que su eficiencia ha aumentado en la última década.

Siguiendo la metodología clásica de Brown y Warner (1985) para el estudio de eventos, se han planteado las siguientes hipótesis:

*H01: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce rentabilidades anormales estadísticamente significativas en las acciones de la compañía que recibe el informe de auditoría con salvedades, en comparación con un día ordinario.*

*H02: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce un volumen de negociación anormal significativo de las acciones de la compañía que recibe el informe de auditoría con salvedades, en comparación con un día ordinario.*

A partir de la discusión de los apartados anteriores, se puede esperar que la presentación de salvedades tenga dos resultados posibles que afecten a la primera hipótesis: por un lado, puede tener efecto en la rentabilidad con un descenso de los precios si el conjunto del mercado considera que el informe transmite información o bien no reaccionar, si la presentación no transmite información. Respecto a la segunda hipótesis se puede esperar un incremento en el volumen de negociación si se transmite información al mercado que genera controversia, o

bien, encontrar un volumen de negociación normal, si no se transmite información.

Para enriquecer el análisis, se ha complementado la investigación, realizando un análisis segmentado en función del capital flotante de la compañía auditada, el tipo de salvedad, el tamaño de la compañía auditada, de si la empresa había presentado informes calificados con anterioridad, del tipo de salvedad del informe y de la fase del ciclo bursátil.

La estructura de propiedad puede tener un efecto sobre el contenido informativo del informe, habiendo autores que señalan que la concentración de la propiedad hace que éste se pierda. Es por ello que se han planteado las mismas hipótesis pero para las empresas cuyo capital flotante se encuentre por encima de la media de las empresas de la muestra. Se espera que existan diferencias con los resultados generales si la estructura de propiedad es un elemento importante en la transmisión de información pública. Con este análisis se quiere verificar que cuanto más disperso esté el accionariado existirá menos capacidad de anticipar los resultados por lo que la reacción de éstos será mayor. Por ello se espera una reacción

significativa y negativa en rentabilidad y un aumento significativo también del volumen de negociación.

*H03: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce rentabilidades anormales estadísticamente significativas en las acciones de las compañías cuyo capital flotante está por encima de la media y que reciben informes de auditoría, en comparación con un día ordinario.*

*H04: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce un volumen de negociación anormal significativo de las compañías cuyo capital flotante está por encima de la media y que reciben informe de auditoría, en comparación con un día ordinario.*

Se ha segmentado la muestra en función del tipo de salvedad. Parece razonable asumir que el contenido informativo del informe de auditoría será mayor en los casos en los que la salvedad pone en duda la continuidad de la compañía auditada, salvedades de empresa en funcionamiento, que cuando se trata de otras salvedades que ponen de manifiesto errores numéricos en la contabilidad, Chow y Rice (1982), o incumplimiento de un principio y norma contable generalmente aceptado. De esta manera, se esperan resultados estadísticamente significativos

con signo negativo en rentabilidad y positivo en volumen en mayor medida en las empresas con salvedades por empresa en funcionamiento.

*H05: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce rentabilidades anormales estadísticamente significativas en las acciones de las compañías que reciben informes de auditoría con salvedades por empresa en funcionamiento, en comparación con un día ordinario.*

*H06: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce un volumen de negociación anormal significativo de las compañías que reciben informe de auditoría con salvedades por empresa en funcionamiento, en comparación con un día ordinario.*

*H07: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce rentabilidades anormales estadísticamente significativas en las acciones de las compañías que reciben informes de auditoría con otro tipo de salvedades, en comparación con un día ordinario.*

*H08: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce un volumen de negociación anormal significativo de las compañías que reciben*

*informe de auditoría con otro tipo de salvedades, en comparación con un día ordinario.*

La segmentación por tamaño se justifica a partir de los resultados de Monterrey et al. (2003) que observan que las empresas de menor tamaño reaccionan en menor medida a la presentación del informe con salvedades. Por ello, se ha dividido la muestra en las empresas que cotizan en el IBEX Small Cap y las que lo hacen en el IBEX Medium Cap o el IBEX 35. Así, se esperan resultados estadísticamente significativos con signo negativo en rentabilidad y positivo en volumen en mayor medida en las empresas grandes y medianas. Las hipótesis correspondientes a esta segmentación serían las siguientes:

*H09: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce rentabilidades anormales estadísticamente significativas en las acciones de las compañías pertenecientes al IBEX 35 e IBEX Medium Cap que reciben el informe de auditoría con salvedades, en comparación con un día ordinario.*

*H010: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce un volumen de negociación anormal significativo de las compañías pertenecientes al*

*IBEX 35 e IBEX Medium Cap que reciben el informe de auditoría con salvedades, en comparación con un día ordinario.*

*H011: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce rentabilidades anormales estadísticamente significativas en las acciones de las compañías pertenecientes al IBEX Small Cap que reciben el informe de auditoría con salvedades, en comparación con un día ordinario.*

*H012: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce un volumen de negociación anormal significativo de las compañías pertenecientes al IBEX Small Cap que reciben el informe de auditoría con salvedades, en comparación con un día ordinario.*

Se ha diferenciado aquellas compañías que reciben un informe con salvedades por primera vez de las que las que han tenido salvedades en dos o más años consecutivos. Se ha considerado como primera vez, si es la primera vez en los últimos cinco años que la compañía recibe un informe con salvedades. Autores como Dopuch et al. (1986) y Soltani (2000) argumentan que el contenido informativo de las salvedades es mayor cuando estas se producen por primera vez. Asimismo, se esperan resultados estadísticamente significativos con signo

negativo en rentabilidad y positivo en volumen en mayor medida en las empresas que reciben un informe con salvedades por primera vez.

*H013: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce rentabilidades anormales estadísticamente significativas en las acciones de las compañías que reciben por primera vez el informe de auditoría con salvedades, en comparación con un día ordinario.*

*H014: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce un volumen de negociación anormal significativo de las compañías que reciben por primera vez el informe de auditoría con salvedades, en comparación con un día ordinario.*

*H015: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce rentabilidades anormales estadísticamente significativas en las acciones de las compañías que reciben de manera consecutiva informes de auditoría con salvedades, en comparación con un día ordinario.*

*H016: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce un volumen de negociación anormal significativo de las compañías que reciben de*

*manera consecutiva informe de auditoría con salvedades, en comparación con un día ordinario.*

También se ha analizado por separado el período comprendido por la actual crisis financiera, para comprobar si el aumento de aversión al riesgo en épocas de inestabilidad financiera ocasiona, como cabría esperar, una mayor reacción del mercado. Así, se esperan resultados estadísticamente significativos con signo negativo en rentabilidad y positivo en volumen en mayor medida en las empresas con salvedades en épocas de inestabilidad financiera.

*H017: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce rentabilidades anormales estadísticamente significativas en las acciones de las compañías que reciben informes de auditoría en épocas de crisis financiera, en comparación con un día ordinario.*

*H018: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce un volumen de negociación anormal significativo de las compañías que reciben informe de auditoría en épocas de crisis financiera, en comparación con un día ordinario.*

*H019: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce rentabilidades anormales estadísticamente significativas en las acciones de las compañías que reciben informes de auditoría en épocas de estabilidad financiera, en comparación con un día ordinario.*

*H020: La publicación del informe de auditoría con salvedades no produce un volumen de negociación anormal significativo de las compañías que reciben informe de auditoría en épocas de estabilidad financiera, en comparación con un día ordinario.*

Se planteó también la posibilidad de segmentar la muestra en función de si la compañía era auditada por una auditora de las *Big 4* o no, tal y como plantean las investigaciones previas. Como se constata a partir del Informe sobre la supervisión de los Informes Financieros Anuales de la CNMV (CNMV, 2010), en el período de estudio entre el 90 y 94% de las empresas cotizadas españolas es auditada por una *Big 4*. El reducido número de informes de auditoría con salvedades emitidos por auditores no pertenecientes a los *Big 4*, ha imposibilitado la realización de este análisis.

## 7. Selección de la muestra y metodología

### 7.1. Selección de la muestra

Se han seleccionado los informes de auditoría con salvedades en las cuentas anuales de las empresas cotizadas en el mercado continuo español, ambos para el período 2002-2010.

La muestra está compuesta por todas aquellas empresas con informes de auditoría con salvedades en sus cuentas anuales individuales y consolidadas. En la mayoría de los casos un informe con salvedades en las cuentas anuales coincide con salvedades en la cuentas individuales pero se ha encontrado que en siete casos no coincidían (tres casos corresponden a una misma empresa que no presentaba cuentas consolidadas, solo individuales).

Para comprobar que estos siete casos no afectaban a los resultados de este trabajo se ha realizado un test de robustez eliminando estos siete eventos de la muestra sin que los resultados del trabajo cambien significativamente, por ello se decidió no excluirlos de la muestra. Al final del apartado de resultados se muestran las tablas con los resultados del test de robustez a título informativo.

Los informes de auditoría con salvedades españoles se obtuvieron de la página web de la CNMV, mientras que la fecha en la que se hizo público se obtuvo de la base de datos *Thompson Reuters Knowledge*. Cabe destacar que se eliminaron de la muestra los informes calificados con “salvedades por excepción por uniformidad”, la mayoría de ellos pertenecientes al ejercicio contable del año 2005, cuya salvedad se debió a la introducción de las Normas Internacionales de Información Financiera. En cuanto a la información financiera diaria, los precios de cierre de las acciones, así como el volumen de acciones negociado, han sido obtenidos de la base de datos financiera de *Thompson Reuters 3000Xtra*.

De la muestra inicial de 118 informes se eliminaron todos aquéllos en los que la fecha de publicación coincidía o se encontraba dentro de los cinco días anteriores o posteriores a la presentación de los resultados anuales de la compañía. La muestra final quedó reducida a un total de 80 eventos. Es decir, una tercera parte de las observaciones iniciales estaba contaminada por la coincidencia con la presentación de los resultados anuales. En la Tabla 14 se presentan las empresas que componen la muestra de este trabajo.

Tabla 14

Listado de empresas con salvedades de 2002-2010

Empresa	Ejercicio contable
CIE Automotive SA	2002
Dogi	2002
Ezentis SA	2002
Funespaña	2002
Gamesa	2002
La Seda de Bcn	2002
Natraceutical	2002
Nicolas Correa	2002
Service Point Solution	2002
SNIACE	2002
Urbas Guadahermosa	2002
Vidrala	2002
Amper SA	2003
Antena 3	2003
Dogi	2003
Funespaña	2003
Gamesa	2003
Lingotes	2003
Natraceutical	2003
Service Point Solution	2003
SNIACE	2003
Urbas Guadahermosa	2003
Vidrala	2003
Ezentis SA	2004
Funespaña	2004
Gamesa	2004
Service Point Solution	2004
SNIACE	2004
Urbas Guadahermosa	2004
Vidrala	2004



Barón de ley	2005
Enagas	2005
Ezentis SA	2005
Funespaña	2005
Inmobiliaria Colonial	2005
Promotora de informaciones	2005
SNIACE	2005
Urbas Guadahermosa	2005
Vidrala	2005
Corporación Dermoestética	2006
Enagas	2006
Ezentis SA	2006
Funespaña	2006
La Seda de Bcn	2006
Promotora de informaciones	2006
SNIACE	2006
Corporación Dermoestética	2007
Ezentis SA	2007
Fergo Aisa	2007
Funespaña	2007
Inmobiliaria Colonial	2007
Prim SA	2007
Quabit	2007
Reyal Urbis	2007
SNIACE	2007
Urbas Guadahermosa	2007
Dogi	2008
Funespaña	2008
Montebalito	2008
Promotora de informaciones	2008
Renta corporación	2008
SNIACE	2008
Urbas Guadahermosa	2008
Deoleo	2009
Ezentis SA	2009

Fergo Aisa	2009
Funespaña	2009
Inmobiliaria Colonial	2009
Metrovacesa	2009
Natra	2009
Natraceutical	2009
Nyesa	2009
Prim SA	2009
Promotora de informaciones	2009
Quabit	2009
Renta corporación	2009
Urbas Guadahermosa	2009
Azkoyen	2010
Prim SA	2010
Urbas Guadahermosa	2010

Fuente: Elaboración propia

Tal y como señalan McWilliams y Siegel (1997), uno de los supuestos de partida del estudio de eventos es la inexistencia de efectos concurrentes durante la ventana del evento. Cuando éste no es el caso, los resultados observados en los precios no pueden ser atribuidos en exclusiva al evento que se está analizando.

La mayoría de las investigaciones previas, tanto nacionales como internacionales, seleccionan como fecha de estudio la presentación del informe de auditoría, sin tener en consideración que en numerosos casos la presentación del informe de auditoría constituye también el momento en que la empresa informa sobre sus

principales magnitudes del ejercicio, en particular, sobre el resultado del ejercicio. Esta coincidencia en las fechas constituye, en nuestra opinión, un caso extremo de efectos concurrentes, puesto que la presentación de las cuentas tiene lugar no solo dentro de la ventana del evento, sino el mismo día del evento. Además, cabe tener en cuenta que la presentación de las cuentas anuales no es un evento Corporativo más, sino el más importante. En la medida que, a excepción de Dodd et al. (1984), las investigaciones previas no parecen haber tenido en cuenta este solapamiento con la presentación de resultados, sus conclusiones son cuestionables. Apoyando este argumento, Herbohn et al. (2007) destacan la importancia de separar los efectos de presentación de resultados anuales y del informe de auditoría calificado.

Otro tema conflictivo que se ha observado analizando los trabajos posteriores es la elección de la fecha de publicación del informe. En el caso de esta investigación, y tal y como se explica anteriormente, hemos utilizado la base de datos *Thompson Reuters Knowledge* para la obtención de la fecha. En su guía del usuario de la base de datos, *Thompson Reuters* especifica que la variable *Source Date*, que ha sido la variable utilizada corresponde textualmente a: “*The date on which the source document* (en este caso el informe de auditoría) *was released to the public.*” Siendo la fecha más apropiada para hacer el análisis que se ha llevado a cabo. Se

ha intentado controlar la posible filtración mediante la ampliación de la ventana del evento. Así, los días no utilizados como pre-evento ascienden a los 10 anteriores desde la fecha del evento, y no solo a los mostrados en las tablas de resultados.

Entendemos que, de haber habido una filtración de los resultados de los informes de auditoría por otras fuentes no oficiales, esta filtración aparecería como rendimientos o volúmenes anormales en los días previos a su publicación, pero este hecho no se ha detectado en los cálculos. Una opción muy extendida en la literatura es barajar varias fechas como fecha del evento como por ejemplo la fecha que consta en el informe de auditoría, los días reglamentarios previos a la celebración de la Junta General de Accionistas o la fecha estampada que aparece en los estados financieros en la CNMV. El principal problema que identificamos es que no existe la seguridad de que esa fecha coincida con el día en el que se hace público el informe. Por otra parte, *Thompson Reuters* asegura que la fecha de la que informan en su variable *Source Date* es la fecha en la que se hace público el informe, por lo que nos da mayor seguridad para trabajar que no especular con el resto de fechas.

La recomendación de barajar varias fechas se consideraría una opción más adecuada si no tuviéramos la fecha oficial o si existieran ciertas incertidumbres sobre la misma, debido que así reduciríamos el riesgo de errores. Sin embargo esta investigación carece de estos problemas, siendo la fecha oficial de publicación, la mejor opción para realizar el estudio.

Por ello se cree que nuestra alternativa es superior al resto, y que el desarrollo y el mayor acceso a las bases de datos hacen que se superen las limitaciones que se presentaban en este sentido en investigaciones anteriores.

A continuación, la Tabla 15 muestra la composición de la muestra, y en la Tabla 16 se presenta su distribución sectorial.

Tabla 15  
 Descripción de la muestra

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total
Muestra inicial	18	14	21	30	9	13	21	20	5	151
Eliminadas por NIIF 2005	0	0	13	19	1	0	0	0	0	33
Eliminados por <i>Confounding effects</i> cuentas anuales	7	2	1	2	1	3	14	6	2	38
Salvedades empresa en funcionamiento	0	0	0	1	1	3	0	5	1	11
Otras salvedades	11	12	7	8	6	7	7	9	2	69
Empresas Ibex 35 e IBEX Medium Cap con salvedades	2	3	1	1	1	0	2	0	0	10
Empresas IBEX Small Cap con salvedades	6	5	3	5	4	5	4	7	3	42
Empresas con salvedades por primera vez	3	2	0	2	0	5	3	5	1	21
Empresas con salvedades varios años consecutivos	6	8	6	5	5	5	4	4	1	44
Empresas con salvedades en épocas de decrecimiento bursátil	12	0	0	0	0	0	7	14	3	36
Empresas con salvedades en épocas de crecimiento bursátil	0	12	7	9	7	10	0	0	0	45
<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>3</b>	<b>80</b>

Fuente: Elaboración propia

Tabla 16

Composición sectorial de las empresas de la muestra

Sector	Nº Eventos	% sobre total
Bienes de consumo	23	28,75%
Mat. Básicos, industria y construcción	9	11,25%
Petróleo y energías	3	3,75%
Servicios de consumo	18	22,22%
Servicios financieros e inmobiliarios	20	25,50%
Tecnología y telecomunicaciones	7	8,75%
<b>Total</b>	<b>80</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla 17 y en la Tabla 18 podemos observar la estructura de propiedad de las empresas de la muestra y sus variables contables.

Tabla 17

Estructura de propiedad de las empresas de la muestra 2003-2010

	Capital en manos del consejo	Otros accionistas significativos	Resto del capital
Mínimo	0,01	0,99	3,73
Mediana	31,55	26,99	36,04
Media	32,56	31,03	41,16
Máximo	86,94	80,05	79,55
Desv. Stand.	23,41	22,69	21,09

Fuente: Elaboración propia a través de los datos obtenidos de los Informes de Gobierno Corporativo de las empresas de la muestra disponibles en la página web de la CNMV.

Datos en porcentaje

Cabe destacar que la Tabla 17 abarca el periodo 2003-2010 debido que los

Informes de Gobierno Corporativo están disponibles desde el año 2003.

Tabla 18  
Variables contables de las empresas de la muestra

	Ingresos	Resultado Neto	EBITDA	Total Activos	Patrimonio Neto	ROE	ROA	Capitaliza ción
2002								
Mínimo	0,08	-407,51	-12,09	24,85	-174,89	-39,98	-127,95	7,02
Mediana	149,12	1,61	16,93	168,69	41,71	4,96	0,76	46,22
Media	229,38	-21,86	34,28	351,59	66,74	29,69	-9,52	94,89
Máximo	1.141,69	135,61	265,04	1.951,86	391,91	233,02	9,61	409,80
Desv. Stand.	315,66	127,64	74,10	532,97	133,54	72,49	37,63	114,75
2003								
Mínimo	0,00	-206,53	-1,52	24,56	-11,82	-82,23	-23,44	7,19
Mediana	98,51	0,64	13,89	162,26	48,64	5,34	0,34	70,28
Media	284,38	1,23	48,30	376,72	104,39	-2,30	0,02	296,48
Máximo	1.652,00	201,79	316,30	2.134,62	533,30	37,84	9,45	1.763,48
Desv. Stand.	485,26	91,52	96,96	628,86	160,59	32,04	8,94	516,42
2004								
Mínimo	0,45	-5,48	-13,56	17,87	-9,12	-89,99	-30,70	11,51
Mediana	96,88	3,28	12,81	164,20	50,25	14,72	2,74	168,96
Media	272,26	37,51	46,64	533,90	150,24	8,91	0,41	461,93
Máximo	1.317,89	173,30	245,94	2.699,67	734,72	96,63	20,88	2.340,55
Desv. Stand.	464,97	66,69	90,35	961,66	262,44	55,14	15,84	837,83
2005								
Mínimo	42,79	0,50	3,38	112,49	-8,39	-5,99	0,45	24,04
Mediana	129,41	16,49	13,42	289,09	138,03	15,06	4,45	257,11
Media	469,85	51,42	124,80	851,06	305,56	18,45	4,67	960,70
Máximo	1.531,08	190,96	483,70	3.225,62	1.110,43	72,92	9,24	3.330,34
Desv. Stand.	644,49	75,60	188,11	1.176,73	426,00	23,46	2,81	1.455,34
2006								
Mínimo	71,28	0,04	2,08	110,66	25,47	0,08	0,04	86,68
Mediana	213,87	2,62	14,03	426,21	108,65	3,97	0,81	600,38
Media	823,45	66,44	159,26	1.702,04	445,47	8,84	2,14	1.294,46
Máximo	2.783,96	228,91	582,92	6.024,52	1.235,20	22,99	5,97	4.013,12
Desv. Stand.	1.080,25	106,90	244,70	2.293,33	516,49	9,22	2,30	1.566,37
2007								

Mínimo	49,16	-213,87	-141,43	85,75	18,09	-77,16	-12,49	68,58
Mediana	86,50	3,85	11,58	490,04	129,74	2,19	0,66	400,71
Media	336,90	-21,39	21,76	2.953,78	574,25	-10,08	-0,17	53.771,01
Máximo	1.418,67	74,10	257,64	15.052,10	3.633,10	20,57	11,73	6
Desv. Stand.	449,69	86,28	113,63	5.043,44	1.122,61	32,86	6,30	166.276,2
	2008							
Mínimo	43,91	-111,53	-121,45	114,24	43,83	-135,07	-46,38	54,22
Mediana	117,79	-13,25	1,83	234,18	78,70	-16,83	-6,59	108,75
Media	623,04	-22,01	62,31	1.419,63	225,73	-54,83	-11,55	333,19
Máximo	3.704,24	83,00	600,02	8.107,09	1.156,97	7,17	2,13	1.653,38
Desv. Stand.	1.360,38	62,03	241,71	2.959,58	411,41	68,34	17,38	584,84
	2009-2010							
Mínimo	19,73	-879,75	-81,04	99,98	-158,47	-1.307,14	-25,86	37,40
Mediana	134,62	-47,72	-8,38	369,49	72,51	-47,98	-10,20	154,07
Media	412,39	-121,64	29,06	1.944,16	196,56	-108,26	-8,82	1.868,06
Máximo	3.202,51	50,48	545,86	8.638,03	1.254,48	115,22	10,04	26.781,97
Desv. Stand.	764,50	228,16	155,27	3.186,14	345,93	316,94	10,31	6.435,23
	2002-2010							
Mínimo	0,00	-879,75	-141,43	17,87	-174,89	-1.307,14	-127,95	7,02
Mediana	125,06	1,16	9,04	228,21	70,46	3,66	0,49	168,96
Media	405,70	-19,57	56,95	1.308,22	243,39	-21,80	-3,69	7.546,58
Máximo	3.704,24	228,91	600,02	15.052,10	3.633,10	233,02	20,88	6
Desv. Stand.	709,15	144,03	151,97	2.677,79	507,75	157,46	17,66	59.271,99

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Capital IQ.

Ingresos por Ventas, Resultado Neto, EBITDA, Total Activo y Patrimonio Neto en millones de euros.

La ROE está expresada como el Resultado Neto sobre el Patrimonio Neto, y la ROA como el EBITDA sobre el Total Activos, ambos en porcentaje.

A Capitalización se ha obtenido mediante el producto del número de acciones en circulación de la empresa por el valor medio de cotización en el año analizado. El valor medio se obtuvo por media simple entre el valor de la acción el primer día del año y el último

## 7.2. Metodología

La metodología del estudio de eventos o *Event Studies* ha sido muy utilizada en los últimos tiempos por todas las disciplinas empresariales. En un principio fue empleada mayoritariamente en finanzas con posterioridad se generalizó en todas las áreas de conocimiento. El objetivo del estudio de eventos es comprobar si se ha producido alguna rentabilidad anormal, tanto al alza como en caída, en el activo financiero analizado (por lo general, acciones ordinarias) como consecuencia de una nueva información lanzada al mercado o sobre un determinado evento u acontecimiento. Las fases de un estudio de eventos, como describen Ugedo (2003) son:

- 1) Definición del evento. Lo primero que se debe hacer es definir que acontecimiento que se quiere analizar. Es decir, establecer el objetivo de la investigación.
- 2) Selección de la muestra. La selección de la muestra tiene como limitaciones la selección de los datos necesarios para el análisis. Además, los anuncios pueden estar contaminados por otros eventos que puedan alterar al resultado, por lo que suelen ser excluidos de la muestra.

3) Determinación de la fecha de anuncio y de los periodos de estimación y evento.

En un mercado eficiente, el precio de los activos financieros debe reflejar toda la información pública, razón por la que resulta especialmente importante establecer correctamente la fecha del evento, ya que de observarse rentabilidades extraordinarias deberían darse en ese momento o en los días próximos al mismo.

4) Estimación de la rentabilidad esperada. Tomando como base el comportamiento

de los activos financieros en el periodo de estimación, y a partir de algún modelo de formación de precios (ya sea éste estadístico o económico), se pueden estimar las rentabilidades esperadas para cada activo financiero y día del periodo de evento.

5) Estimación de la rentabilidad extraordinaria. Si llamamos  $R_{it}$ ,  $E(R_{it})$  y  $AR_{it}$  a la

rentabilidad real, la esperada conforme a un determinado modelo y la extraordinaria o anormal (*abnormal return*) del activo financiero  $i$  en el momento  $t$ , respectivamente.

6) Agregación de las rentabilidades extraordinarias. Dado que con este tipo de

análisis se pretende obtener generalizaciones y no resultados aislados de una

empresa y anuncio concreto, una vez estimadas todos los rendimientos anormales,  $AR_{it}$ , se procede a su agregación transversal, centrándose para ello en la fecha de anuncio. Además, se pueden llevar a cabo agregaciones a nivel temporal con el fin de estudiar las rentabilidades anormales para periodos superiores a un día.

- 7) Contrastes de significación estadística de las rentabilidades extraordinarias. Tras estimar y agregar las rentabilidades extraordinarias, se procede a contrastar su significación estadística mediante diferentes tests que se pueden clasificar en paramétricos y no paramétricos. Aunque nuestro interés se centra en las significaciones obtenidas para el conjunto de anuncios que conforman la muestra, algunos tests paramétricos permiten conocer ese dato para cada empresa y fecha analizadas y, con ello, saber si los resultados agregados se encuentran sesgado s por los de unos pocos anuncios. Igualmente los tests no paramétricos poseen la virtud de reducir el sesgo que se puede producir como consecuencia de que unos pocos anuncios sean los causantes de los rendimientos anormales promedio.
- 8) Presentación e interpretación de los resultados. La última fase consiste en la presentación e interpretación de los resultados. Dado que en numerosas ocasiones los resultados obtenidos en el análisis de serie temporal pueden ser consistentes

con varias teorías, se suele incluir un estudio de corte transversal que intenta determinar las causas de las rentabilidades extraordinarias. En el mismo, la variable dependiente es el rendimiento anormal extraordinario obtenido y las variables independientes son características concretas del evento estudiado o de la empresa emisora.

Este trabajo ha seguido la aproximación metodológica clásica de Brown y Warner (1985) para el estudio de eventos, siendo el día del evento el día de la publicación del informe de auditoría calificado. Los cambios en los precios de las acciones muestran, en promedio, las valoraciones del mercado respecto a la información suministrada, mientras que los volúmenes de negociación son la respuesta individual e idiosincrática de cada uno de los inversores que operan en el mercado al suministro de la nueva información. Por lo tanto, ambas medidas aportan información sobre el efecto de la publicación de un informe con salvedades al mercado. Si su publicación está añadiendo información relevante, cabe esperar una reacción, bien sea por cambios anormales y significativos en los precios de las acciones, en los volúmenes negociados, o en ambos a la vez.

Se han calculado las rentabilidades anormales ( $AR$ ) como la diferencia entre la rentabilidad actual y la rentabilidad esperada, siendo la rentabilidad esperada la que se obtiene siguiendo el modelo de mercado.

Así, las rentabilidades diarias anormales para la empresa  $i$  en el día  $t$  se expresa de la siguiente forma:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t) \quad (1)$$

Donde  $R_{it}$  es la rentabilidad actual ajustada por dividendos y *splits* y  $E(R_{it} | X_t)_{it}$  es la rentabilidad esperada para el día  $t$ , donde  $X_t$  es el conjunto de información condicionada para el modelo de rendimiento normal. La rentabilidad esperada se ha calculado asumiendo la existencia de una relación lineal entre la rentabilidad del mercado (medida a partir del Índice General de la Bolsa de Madrid, IGBM) y de la acción.

$$E(R_{it} | X_t)_{it} = a_i + b_i R_{mt} \quad (2)$$

$$R_{mt} = \ln\left(\frac{IGBM_t}{IGBM_{t-1}}\right) \quad (3)$$

a y b son parámetros estimados

Para calcular la rentabilidad esperada se ha utilizado un período pre-evento de 151 días, empezando en el día -170 y terminando en el día -20, siendo el día 0 el día de publicación del informe.

Dada la naturaleza de la información examinada, resulta interesante analizar la reacción del mercado alrededor de la fecha del evento, puesto que podría existir una reacción anticipada debido a posibles filtraciones de la información o también una reacción retardada. Para poder estudiar estos posibles efectos se ha utilizado el período (-5, +5) como ventana de evento.

En una primera versión de los cálculos, la tabla de resultados que se escogió contaba con una ventana de (-10, +10) días siendo el día 0 la fecha del evento. Tal y como ocurrió con las rentabilidades anormales, en un primer instante, se tenía también una tabla de resultados para volúmenes de veintiún días. En esta primera aproximación de resultados con una ventana de (-10,+10) días, los resultados de los días comprendidos en los periodos (-10,-6) y (+6,+10), tanto en

rentabilidad como en volumen, no mostraban ningún valor significativo por lo que se decidió eliminarlos de las tablas de resultados en la versión final del trabajo entendiendo que la inclusión de los resultados de dichos días no aportaban más información de la que ya suministrábamos con una ventana más corta. Se entiende que, de haber habido una filtración de los resultados de los informes de auditoría por otras fuentes no oficiales, esta filtración aparecería como rendimientos o volúmenes anormales en los días previos a su publicación, pero este hecho no se ha detectado en los cálculos.

Una vez estimados los retornos anormales para cada compañía, se ha calculado el promedio para cada día de la ventana del evento ( $AAR$ ) de la siguiente forma:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (4)$$

Para medir el nivel de significación, se ha utilizado el test paramétrico:

$$t - statistic = \frac{AAR_t}{S_p} \quad (5)$$

donde  $S_p$  es la desviación estándar del promedio de los retornos anormales en el período pre-evento.

Además, como es habitual en la literatura, se ha calculado el valor acumulado de los promedios (CAAR) agregando la rentabilidad diaria anormal para varios intervalos dentro de la ventana del evento (-5, +5):

$$CAAR_t = \sum_{t=a}^b AAR_t \quad (6)$$

Tal y como se ha mencionado anteriormente, se ha completado el análisis con el estudio de los efectos del evento en el volumen de negociación.

Siguiendo Menéndez (2005), se ha calculado el volumen de negociación anormal (AV) para la acción  $i$  en el día  $t$  como:

$$AV_{it} = \frac{V_{it}}{\left( \sum_{t=-94}^{-20} V_{it} + \sum_{t=30}^{t=104} V_{it} \right) * \frac{1}{150}} \quad (7)$$

Donde  $V_{it}$  es el volumen negociado en euros de las acciones de la empresa  $i$  en el día  $t$ . Los volúmenes diarios anormales han sido calculados para cada compañía  $i$ ,

mientras que el promedio de los volúmenes negociados en el día  $t$  ( $AAV$ ) se ha calculado como:

$$AAV_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AV_{it} - 1 \quad (8)$$

Por su parte, el nivel de significación del estadístico  $t$  se ha obtenido mediante:

$$t - statistic = \frac{AAV_t}{S_p} \quad (9)$$

El promedio de volumen anormal acumulado ( $CAAV$ ) se obtiene a partir de la agregación del volumen anormal para diferentes intervalos ( $a, b$ ) dentro de la ventana del evento (-5,+5).

$$CAAV_t = \sum_{t=a}^b AAV_t \quad (10)$$

Las hipótesis de este estudio se han analizado mediante la utilización de un test paramétrico y de un test no paramétrico.

Para el test paramétrico, como se ha mencionado con anterioridad, se ha utilizado la metodología propuesta por Brown y Warner (1985).

Adicionalmente, para completar el análisis, se aplica el test de Corrado (1989), consistente ante no normalidad. A diferencia de los paramétricos, no asume ningún supuesto acerca de la distribución de las rentabilidades. La utilización del test no paramétrico se justifica, por un lado, por el pequeño tamaño de muestra de algunos de nuestros análisis. Por otro lado, Ahern (2009) muestran que los tests paramétricos en muestras no escogidas al azar presentan sesgos estadísticos. Por este motivo, en los resultados obtenidos con tamaños de muestra pequeños o agrupados siguiendo algún criterio de análisis, solo se mostrarán los resultados del test no paramétrico, que es el único que nos permite validar dichos resultados.

La expresión adaptada para corregir la negociación infrecuente, Corrado y Zivney (1992), es la siguiente:

$$\frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[ K_{it} - \frac{1}{2}(\tau+1) \right]}{S(K)} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[ K_{it} - \frac{1}{2}(\tau+1) \right]}{\sqrt{\frac{1}{\tau} \sum_{t=1}^{\tau} \left[ \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[ K_{it} - \frac{1}{2}(\tau+1) \right] \right]^2}} \quad (11)$$

Donde  $K_{it}$  es el rango asignado a la rentabilidad anormal del título  $i$  en el día  $\tau$ ,  $\tau$  es el número de días que componen el período de estimación y de evento.

## 8. Resultados

A efectos de la consideración de la significación de los resultados obtenidos mediante los dos test utilizados se ha considerado un resultado como significativo si presenta una significación estadística igual o superior al 5% por alguno de los dos tests, o del 10% por ambos tests.

Las tablas muestran la media de las rentabilidades y volúmenes anormales con sus correspondientes estadísticos t y Corrado para cada día de la ventana del evento (-5, +5). Esta Tabla también muestra las rentabilidades y los volúmenes anormales acumulados, junto con sus correspondientes estadísticos de significación, para los subperíodos (-5, -1), (0, 5), (0, +1) y (-5, +5). El primer subperíodo recoge una posible anticipación del mercado a la publicación del informe, en el segundo se recogen reacciones retardadas, el tercero permite tener en cuenta situaciones en que el informe se ha publicado aún en horario de mercado pero próximo al cierre. El último subperíodo informa del efecto de la presentación del informe con salvedades en el conjunto del período de estudio.

Tabla 19

Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para la totalidad de la muestra. n= 80

Día del evento	Panel 1			Panel 2		
	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	t-Student	Corrado	AAV	t-Student	Corrado
-5	-0,0006	-0,1722	-0,0229	0,1138	0,4707	0,7552
-4	-0,0016	-0,4205	0,4716	0,1036	0,4285	1,3417
-3	0,0010	0,2710	-0,1600	-0,1449	-0,5992	0,3088
-2	-0,0003	-0,0815	-0,1413	0,3839	1,5873	0,8566
-1	0,0023	0,6099	0,3615	0,0013	0,0052	0,6556
0	-0,0016	-0,4297	0,0332	-0,1003	-0,4148	0,6808
1	-0,0028	-0,7603	-0,8351	-0,1108	-0,4582	0,1769
2	-0,0014	-0,3886	-1,0616	-0,2112	-0,8730	0,0264
3	-0,0025	-0,6810	-1,2174	-0,2236	-0,9244	-0,0580
4	-0,0064	-1,7305 *	-1,1945	-0,1476	-0,6103	-0,3457
5	-0,0041	-1,1084	-0,6627	-0,1629	-0,6734	-0,5027
Acumulado de -5 a -1	0,0008	0,0924	0,2276	0,4577	0,8463	1,7521 *
Acumulado de 0 a +5	-0,0189	-2,0814 **	-2,0160 **	-0,4986	-0,6216	-0,0091
Acumulado de 0 a +1	-0,0044	-0,8414	-0,5670	-0,2111	-0,6173	0,6065
Acumulado de -5 a +5	-0,0181	-1,4749	-1,3354	-0,4986	-0,6216	1,1745

\* Significativo al 10%

\*\* Significativo al 5%

\*\*\* Significativo al 1%

Fuente: Elaboración propia

### 8.1. Análisis sobre la totalidad de la muestra

Analizando, en primer lugar, el efecto sobre la rentabilidad de la acción, no se observa una rentabilidad anormal estadísticamente diferente de cero el día de la publicación del informe. En consecuencia no se rechaza la primera hipótesis nula planteada. Este resultado indica que el mercado en su conjunto no reacciona el día de la presentación de los informes de auditoría con salvedades. Sin embargo, cabe destacar los resultados de los días posteriores a la presentación del informe, ya que en todos ellos se observan rentabilidades negativas siendo estadísticamente significativa la rentabilidad anormal del cuarto día tras la publicación del informe según el test de t a un nivel de significación del 5%. Se puede entender como una reacción tardía a la presentación del informe. Estas rentabilidades, exceptuando la del día cuatro, no son significativas de forma individual pero sí lo son en términos acumulados. El subperíodo (0,+5) presenta un valor negativo y significativo estadísticamente al 5% tanto en el test de t como en el de Corrado, lo que demuestra que existe una reacción por parte de los inversores que se traduce en una bajada de los precios de las acciones tras la publicación del informe de auditoría.

La segunda hipótesis nula planteada hace referencia al efecto en el volumen de negociación. Como muestra el segundo panel de la Tabla 19, no se puede rechazar la hipótesis nula para el día del evento. El análisis de subperíodos no muestra ningún resultado significativo al 5% o superior.

Pucheta et al. (2004) y Brío (1998) no observaban rentabilidades anormales significativas en ninguno de los días de la ventana del evento, ni en los subperíodos analizados. Posteriormente, Andrés et al. (2007) obtienen resultados significativos, si bien únicamente para las salvedades reiteradas en el límite del 5% de significación a través del test de Corrado. Los autores no muestran los resultados obtenidos para la totalidad de las salvedades.

Nuestros resultados van en la línea de Andrés et al. (2007) si bien muestran una mayor reacción a la presentación de salvedades. En primer lugar, porque obtenemos resultados estadísticamente significativos para el conjunto de la muestra así como para la mayoría de análisis segmentados; en segundo lugar porque la significación estadística queda reforzada a partir de un test paramétrico y uno no paramétrico.

La evidencia disponible para el caso español, incluyendo los resultados de esta investigación, mostraría así un aumento del contenido informativo de las salvedades, si bien éste sigue siendo en la actualidad reducido.

Cabe destacar, sin embargo, que en ninguna de las tres investigaciones previas mencionadas el período de análisis iba más allá del año 1999. Este hecho es relevante, puesto que la primera década del siglo XXI ha sido testigo de importantes acontecimientos como, modificaciones en la Ley, Ley 44/2002, dos crisis bursátiles además un aumento de la participación del pequeño inversor en el mercado bursátil. ¿En qué medida pueden afectar estos factores a la relevancia informativa del informe de auditoría con salvedades? Las crisis económicas, particularmente las que tienen especial virulencia y un origen financiero como la actual, aumentan el grado de aversión al riesgo de los agentes económicos. A mayor aversión al riesgo, mayor debería ser también el impacto en el mercado financiero de un informe de auditoría con salvedades. Además, las modificaciones de la Ley Financiera, así como las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de las Empresas Cotizadas (CNMV, 2006), han perseguido el objetivo de mejorar la calidad del informe de auditoría. Si, como consecuencia de estas regulaciones, ha aumentado la calidad del informe de auditoría durante la

última década, mayor debería ser también su relevancia informativa. Por último, el pequeño inversor, en mayor medida que los accionistas institucionales, es un usuario final potencial del informe de auditoría.

La creciente importancia del pequeño inversor en el mercado bursátil español a partir de los años 90, sugeriría también una mayor relevancia informativa potencial del informe de auditoría. Por todo ello, cabría esperar una mayor reacción del mercado financiero en la última década en relación con los períodos iniciales que siguieron al establecimiento de la obligación de auditoría en España. Nuestros resultados muestran que el mercado reacciona negativamente en precios a la publicación del informe con salvedades. Sin embargo, cabe destacar, que este resultado, si bien van en la línea de lo esperado no es tan evidente como los que se encuentran en estudios similares analizando otros eventos Corporativos. Así pues, los inversores parecen valorar más ahora, tras la modificación de la Ley 44/2002, el contenido informativo de los informes de auditoría con salvedades. La modesta reacción observada podría obedecer a la Norma Internacional de Trabajos de Revisión 2410 aprobada en 2007 por la cual el auditor realiza un trabajo de revisión de la información financiera intermedia emitiendo un informe.

Así, la reacción esperada tras la Ley 44/2002 se puede ver debilitada con la anticipación de la información revisada de las cuentas intermedias.

Otra posible explicación a la tímida reacción del mercado podría venir de la mano de las dudas que suscita todavía en la actualidad la independencia real del auditor como muestran las conclusiones del Libro Verde sobre Política de Auditoría publicado en 2010 por la Comisión Europea (CE, 2010).

Cabe destacar que se han considerado los informes con salvedades en las cuentas anuales consolidadas. De todos los informes con salvedades en las cuentas consolidadas, en tan solo siete casos no presentaba salvedades en las cuentas individuales. Por otro lado, en ningún caso se han encontrado salvedades en el informe individual cuando no las había en el consolidado. Se ha realizado un test de robustez eliminando estos siete eventos de la muestra sin que los resultados del trabajo cambien significativamente.

## 8.2 Análisis segmentado

### 8.2.1. Análisis de la estructura de capital sobre el efecto informativo del informe de auditoría con salvedades.

La Tabla 20, muestra la reacción del mercado cuando el capital flotante de las empresas está por encima de la muestra, o lo que es lo mismo cuando la propiedad está más dispersa (En la Tabla 17 podemos observar la estructura de propiedad de las empresas de la muestra).

Se ha querido ahondar en una posible causa que sea una explicación plausible al poco contenido informativo que muestran los resultados. Por ello, se han analizado los resultados en función de la estructura de propiedad de la empresa, dado que la concentración de la propiedad es una característica que podría explicar la falta de reacción. Se ha obtenido la estructura de propiedad para cada empresa y año desde el ejercicio contable 2003, primero disponible, hasta el 2010 del Informe Anual de Gobierno Corporativo de la página web de la CNMV. La Tabla 17 muestra el valor mínimo, la mediana, la media, el valor máximo y la desviación estándar del porcentaje de propiedad en manos del consejo, de otros accionistas



mayoritarios y del resto del capital de las empresas. A partir de la media del período (41,16%), se han analizado los eventos cuyo capital flotante se encuentra por encima de dicha media.

Tabla 20

Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con capital flotante por encima de la media. n= 35

Día del evento	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	T-Student	Corrado	AAV	T-Student	Corrado
-5	-0,0062	-1,0926	-0,4996	-0,3790	-1,1981	-1,4836
-4	-0,0011	-0,1978	0,6778	-0,3409	-1,0777	-1,3509
-3	-0,0015	-0,2635	-0,8878	-0,5224	-1,6515	-1,8621
-2	0,0014	0,2416	0,1018	-0,3563	-1,1261	-1,2509
-1	0,0022	0,3845	-0,0446	-0,2305	-0,7286	-1,1421
0	-0,0055	-0,9728	-1,4702	0,7550	2,3866	-0,9463
1	-0,0111	-1,9598 *	-2,5871 **	0,3895	1,2313	-0,7788
2	-0,0042	-0,7456	-0,9929	0,2618	0,8276	-0,5482
3	-0,0039	-0,6895	-1,2092	0,4808	1,5197	-0,8810
4	-0,0015	-0,2706	0,2991	0,0578	0,1827	-0,9659
5	-0,0068	-1,1931	-0,9960	-0,0932	-0,2947	-0,4916
Acumulado de -5 a -1	-0,0053	-0,4149	-0,2917	-1,8292	-2,5858 ***	-3,1706 **
Acumulado de 0 a +5	-0,0331	-2,3807 **	-2,8399 ***	1,8517	2,3896 **	-1,8828
Acumulado de 0 a +1	-0,0166	-2,0737 **	-2,8690 ***	1,1446	2,5583 ***	-1,2198
Acumulado de -5 a +5	-0,0383	-2,0380 **	-2,2941 **	0,0225	0,0215	-3,5281 ***

\* *Significativo al 10%*

\*\* *Significativo al 5%*

\*\*\* *Significativo al 1%*

Fuente: Elaboración propia

Se puede observar una rentabilidad significativa y negativa el día posterior a la publicación del informe de auditoría, que se mantiene en los cuatro días siguientes, como muestran los acumulados. Esta reacción, mucho más evidente que la reacción encontrada para la totalidad de la muestra, vendría a confirmar que cuanto más dispersa está la propiedad de las empresas, mayor incertidumbre tienen los accionistas ante la opinión de los auditores y consecuentemente mayor es su reacción ante la publicación de la misma. Por lo que si podríamos rechazar la hipótesis nula  $H_0$ .

En cuanto al volumen de negociación, no se observa ninguna reacción significativa en la ventana del evento, pero si en los acumulados. El periodo acumulado previo a la publicación del evento muestra una disminución significativa del volumen de negociación. Este hecho podría justificarse por la incertidumbre ante la publicación de la opinión del auditor, por lo que los accionistas mantienen posiciones hasta conocerla. Sin embargo, sí se encuentra un aumento del volumen de negociación los periodos acumulados que recogen el día de la publicación y los días posteriores, aunque en este caso tan solo con el test paramétrico.

Estos resultados no son comparables con estudios previos debido que no se ha realizado con anterioridad esta segmentación, por ello no podemos ver el alcance de la nueva ley de auditoría en este caso en concreto.

Pero sí podemos afirmar que la estructura de propiedad de las empresas influye en la forma en la que reaccionarán sus accionistas ante la opinión del auditor. Ya que cuando la propiedad está concentrada, los accionistas, en su mayoría miembros del Consejo de Administración, ya conocen el contenido del informe. Mientras que por el contrario, cuando la propiedad está más dispersa, los accionistas no pueden anticipar la opinión del auditor por lo que su reacción se produce con posterioridad a la publicación del informe y con mayor grado de sorpresa.

#### 8.2.2. Análisis del tipo de salvedad sobre el efecto informativo del informe de auditoría con salvedades.

Las Tablas 21 y 22 muestran los resultados en función del tipo de salvedad. La Tabla 21 muestra los resultados obtenidos ante la presentación de salvedades de empresa en funcionamiento. En la Tabla 22 se muestran los resultados para el



resto de salvedades, que acostumbran a hacer referencia a discrepancias en la aplicación de criterios contables entre el auditor y la dirección de la empresa. A diferencia de la Tabla 19, la Tabla 21 solo muestra los resultados del test de Corrado debido a que el número de eventos no era suficiente para considerar una distribución normal de los residuos y por lo tanto se descartó la utilización del test de t. En estos casos el test no paramétrico resulta más apropiado para detectar comportamientos anormales. La Tabla 22 presenta la misma estructura que la Tabla 19.

Tabla 21

Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con salvedades por empresa en funcionamiento. n=11

Día del evento	Panel 1		Panel 2	
	Rentabilidad		Volumen	
	AAR	Corrado	AAV	Corrado
-5	0,0190	1,2883	0,6501	1,3790
-4	-0,0016	0,5079	0,6527	1,5150
-3	0,0004	-0,5760	0,7936	1,1657
-2	-0,0044	-0,1177	0,6161	1,9850 **
-1	0,0098	1,3564	0,4740	1,4347
0	-0,0025	-0,0372	0,1574	0,4792
1	0,0130	2,0006 **	0,7731	0,6029
2	-0,0015	-0,6441	0,1045	0,5782
3	-0,0126	-2,0006 **	0,1376	1,0111
4	-0,0130	-0,5327	-0,1489	-0,3154
5	-0,0152	-1,2759	0,1200	0,9585
Acumulado de -5 a -1	0,0233	1,0996	3,1864	3,3449 ***
Acumulado de 0 a +5	-0,0318	-1,0165	1,1436	1,3532
Acumulado de 0 a +1	0,0105	1,3883	0,9305	0,7652
Acumulado de -5 a +5	-0,0085	-0,0093	4,3301	3,2545 ***

\* *Significativo al 10%*

\*\* *Significativo al 5%*

\*\*\* *Significativo al 1%*

Fuente: Elaboración propia

Tabla 22

Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con salvedades que no sean empresa en funcionamiento. n= 70

Día del evento	Panel 1			Panel 2		
	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	t-Student	Corrado	AAV	t-Student	Corrado
-5	-0,0034	-0,9129	-0,4939	-0,0493	-0,1902	0,4714
-4	-0,0016	-0,4117	0,3270	0,0436	0,1679	1,1363
-3	0,0011	0,2878	0,0361	-0,2061	-0,7944	0,0582
-2	0,0003	0,0751	-0,1105	0,3181	1,2260	0,4586
-1	0,0012	0,3127	-0,1015	0,0875	0,3372	0,3808
0	-0,0015	-0,3869	0,0496	-0,0394	-0,1520	0,6608
1	-0,0051	-1,3442	-1,6351	-0,2513	-0,9688	-0,0372
2	-0,0014	-0,3802	-0,9179	-0,2265	-0,8729	-0,1677
3	-0,0011	-0,2872	-0,5931	-0,0817	-0,3149	-0,2245
4	-0,0055	-1,4450	-1,1028	-0,2025	-0,7804	-0,4315
5	-0,0025	-0,6648	-0,2548	-0,1973	-0,7604	-0,8562
Acumulado de -5 a -1	-0,0025	-0,2902	-0,1533	0,1937	0,3338	1,1203
Acumulado de 0 a +5	-0,0170	-1,8405 *	-1,8184 *	-0,9987	-1,5715	-0,4313
Acumulado de 0 a +1	-0,0065	-1,2241	-1,1211	-0,2908	-0,7925	0,4409
Acumulado de -5 a +5	-0,0195	-1,5550	-1,4463	-0,8050	-0,9356	0,4368

\* *Significativo al 10%*

\*\* *Significativo al 5%*

\*\*\* *Significativo al 1%*

Fuente: Elaboración propia

Dada la especial gravedad de las salvedades que ponen en duda la continuidad de la empresa, sería de esperar que tuvieran un efecto particularmente importante sobre el comportamiento de los inversores. Como puede observarse en el panel 1 de la Tabla 21, la emisión de un informe de auditoría que cuestiona la continuidad de la empresa tiene un inesperado efecto positivo en la rentabilidad del día  $t=+1$  que se corrige dos días después. En términos agregados el mercado no reacciona en precios en ninguno de los subperíodos considerados. Por lo que no se podría rechazar la hipótesis nula  $H05$ . Sin embargo, el examen de los volúmenes de negociación muestra resultados estadísticamente significativos, para el día  $t=-2$ , y para los subperíodos  $(-5, -1)$  y  $(-5, 5)$  significativos al 5% en el primer caso y al 1% en los dos últimos. Además, diez de los once días de la ventana del evento muestran un volumen de negociación superior al promedio diario del período pre-evento. Por lo que sí podríamos rechazar la hipótesis nula  $H06$ . Sin embargo, cabe destacar que de todas las compañías con informes de auditoría con salvedades de la muestra tan sólo ocho tenían salvedades del tipo empresa en funcionamiento, contabilizando un total de 11 eventos. Al tratarse, además de empresas de reducido tamaño y elevada volatilidad, estos resultados han de ser interpretados con suma prudencia.

El análisis realizado para el resto de salvedades no muestra resultados significativos para ninguno de los días de la ventana del evento. Cabe destacar, tal y como se puede apreciar en el panel 1 de la Tabla 22, que la mayoría de las rentabilidades diarias son negativas, aunque no resulten estadísticamente significativas. Sin embargo, al analizar la rentabilidad anormal acumulada por subperíodos se observa una rentabilidad anormal negativa estadísticamente significativa al 10% por ambos tests para el subperíodo (0, +5), indicando una reacción negativa de los inversores a la presentación del informe, de forma similar a lo que muestra la Tabla 19. El examen de los volúmenes de negociación, panel 2, no muestra ningún comportamiento anormal por parte de los inversores, ni con anterioridad ni con posterioridad a la publicación del informe. Concluimos, en consecuencia, que la publicación de este tipo de informes no modifica las decisiones de inversión, no pudiendo rechazar así ni la hipótesis nula  $H07$  ni la  $H08$ .

En el apartado de hipótesis se planteó una mayor reacción asociada a las salvedades de empresa en funcionamiento. Los resultados obtenidos apoyan esta hipótesis puesto que el nivel de significación estadística es mayor para este tipo de salvedades. Estos resultados plantean también, en nuestra opinión, dos

cuestiones interesantes: en primer lugar, la reacción a las salvedades de empresa en funcionamiento se produce en el volumen, mientras que en el resto de salvedades se observa una reacción en rentabilidad; en segundo lugar, en el primer caso la reacción es anticipada, mientras que en el segundo la reacción es retardada. No podemos apuntar ninguna posible explicación a estas reacciones diferenciales más allá de tener en cuenta en nuestra muestra las salvedades de empresa en funcionamiento estaban asociadas en todos los casos a empresas muy pequeñas.

### 8.2.3. Análisis del tamaño sobre el efecto informativo del informe de auditoría con salvedades.

La Tabla 23 muestra las rentabilidades y los volúmenes de negociación anormales con sus correspondientes estadísticos de Corrado para todas las empresas del IBEX 35 y del IBEX Medium Cap. La Tabla 24 muestra la misma información para las empresas pertenecientes al IBEX Small Cap y además, los resultados del test de t. Del total de 80 informes de auditoría con salvedades analizados, únicamente 10 corresponden a empresas del IBEX 35 o IBEX Medium Cap y 42 a empresas del IBEX Small Cap. Como se discutió para el caso de las salvedades

de empresa en funcionamiento, el reducido número de casos en el primer grupo justifica la utilización únicamente del test de Corrado.

Los índices utilizados, IBEX 35, IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap, son índices ponderados por capitalización representando las empresas grandes, medianas y pequeñas respectivamente. Estos índices son revisados semestralmente con lo que se consideran cada uno de ellos una buena representación del tamaño al que representan.

Así, por lo que respecta a la muestra de este trabajo, se seleccionaron estos índices ya que se consideró oportuna la utilización de una segmentación ya existente y aceptada.

De todas formas, se realizó de nuevo una segmentación de la muestra analizando la reacción de las empresas de menor capitalización del mercado continuo (último cuartil, 4Q). Los resultados obtenidos con estas empresas fueron comparados con los obtenidos mediante la utilización de las empresas del IBEX SMALL Cap, sin encontrar ninguna diferencia entre ambos resultados.



La tabla 25 muestra los resultados de los dos criterios utilizados. Los cambios no son estadísticamente significativos, lo que demuestra que el indicador utilizado para segmentar por tamaño funciona tan bien como cualquier otro.

Tabla 23

Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con salvedades pertenecientes al IBEX 35 y al IBEX Medium Cap.

n= 10

Día del evento	Panel 1		Panel 2	
	Rentabilidad		Volumen	
	AAR	Corrado	AAV	Corrado
-5	0,0077	1,7849 *	-0,0811	0,6203
-4	-0,0065	-1,1453	-0,3919	-0,3005
-3	0,0071	1,2718	-0,6953	-1,6283
-2	-0,0041	-0,6396	-0,2339	-0,2035
-1	-0,0010	-0,0744	-0,2593	-0,2326
0	0,0082	1,3015	-0,2190	-0,4265
1	-0,0029	-0,9892	-0,0128	0,1745
2	-0,0048	-0,8627	-0,3187	-0,1066
3	-0,0074	-1,3313	-0,5708	-0,9111
4	-0,0015	-0,2082	-0,2561	0,2132
5	0,0037	0,8330	-0,1500	0,6397
Acumulado de -5 a -1	0,0031	0,5355	-1,1337	-0,7802
Acumulado de 0 a +5	-0,0047	-0,5131	-1,0423	-0,1701
Acumulado de 0 a +1	0,0053	0,2209	-0,1582	-0,1782
Acumulado de -5 a +5	-0,0016	-0,0179	-2,1760	-0,6517

\* *Significativo al 10%*

\*\* *Significativo al 5%*

\*\*\* *Significativo al 1%*

Fuente: Elaboración propia

Tabla 24

Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas

con salvedades pertenecientes al IBEX Small Cap.

n= 42

Día del evento	Panel 1			Panel 2		
	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	t-Student	Corrado	AAV	t-Student	Corrado
-5	-0,0012	-0,2118	0,1310	0,1583	0,5312	0,6806
-4	-0,0027	-0,4721	0,1965	0,1909	0,6405	1,6099
-3	-0,0007	-0,1177	-0,8200	-0,1338	-0,4490	0,8103
-2	0,0030	0,5178	0,7830	0,3738	1,2543	0,6167
-1	-0,0001	-0,0174	0,6064	0,1428	0,4794	0,6109
0	0,0004	0,0677	-0,1253	-0,0627	-0,2105	0,6748
1	-0,0056	-0,9765	-1,0136	-0,0712	-0,2390	0,5566
2	-0,0063	-1,0891	-1,6741 *	-0,2286	-0,7672	0,1055
3	-0,0031	-0,5337	-0,9823	-0,3027	-1,0157	-0,4114
4	-0,0057	-0,9837	-0,1879	-0,1514	-0,5079	-0,4134
5	-0,0084	-1,4668	-1,6713 *	-0,3317	-1,1130	-0,5605
Acumulado de -5 a -1	-0,0017	-0,1347	0,4011	0,7320	1,0985	1,9357 *
Acumulado de 0 a +5	-0,0287	-2,0339 **	-2,3084 **	-1,1483	-1,5731	-0,0198
Acumulado de 0 a +1	-0,0052	-0,6426	-0,8053	-0,1339	-0,3178	0,8707
Acumulado de -5 a +5	-0,0304	-1,5930	-1,4345	-0,4163	-0,4212	1,2904

\* Significativo al 10%

\*\* Significativo al 5%

\*\*\* Significativo al 1%

Fuente: Elaboración propia

Analizando en primer lugar las empresas del IBEX 35 y del IBEX Medium Cap, no se observa una reacción significativa el día del evento ni ningún otro día de la ventana. El análisis realizado por subperíodos coincide en mostrar la ausencia de rentabilidades significativas asociadas a la presentación del informe. En esta misma línea, no se observa ninguna reacción significativa del volumen de negociación, ni en días individuales ni en subperíodos. Por ello, no se puede rechazar ninguna de las hipótesis referentes a estas empresas la H09 y la H010.

En cuanto a las empresas pertenecientes al IBEX Small Cap, a partir de la Tabla 24, se observa que 10 de los 11 días de la ventana del evento, la rentabilidad anormal es negativa, si bien en ningún caso son estadísticamente significativos a niveles del 5% o superiores. Por lo que no se puede rechazar la hipótesis nula H011. De forma similar a las Tablas 19 y 22, el análisis por subperíodos muestra una rentabilidad negativa en (0, +5) significativa al 5% por ambos tests. Por último, el comportamiento de los volúmenes de negociación, no muestra ningún resultado estadísticamente significativo a niveles del 5% o superior, por lo que tampoco se puede rechazar la hipótesis nula H012.

Sin embargo, estos resultados serían contrarios a la hipótesis que se planteó en base a los resultados de Monterrey et al. (2003) que observan que las empresas de menor tamaño reaccionan en menor medida a la presentación de informes con salvedades.

Como se mencionó anteriormente, a efectos de contrastar la robustez de estos resultados ante otros posibles indicadores del tamaño de la empresa, se realizó un análisis de la muestra para el último cuartil (4Q) en función de la capitalización bursátil. Los resultados obtenidos para los dicho cuartil extremo confirma la evidencia anterior ya que se mantienen los signos negativos.

Tabla 25

Test de robustez comparando promedio diario de las rentabilidades anormales para las empresas con salvedades pertenecientes al IBEX Small Cap y empresas pertenecientes al 4Q en capitalización

Día del evento	Rentabilidad IBEX Small Cap			Rentabilidad empresas capitalización 4Q		
	AAR	T-Student	Corrado	AAV	T-Student	Corrado
-5	-0,0012	-0,2118	0,1310	0,0085	1,0922	1,4005
-4	-0,0027	-0,4721	0,1965	-0,0064	-0,8238	-0,2938
-3	-0,0007	-0,1177	-0,8200	0,0010	0,1321	-0,4880
-2	0,0030	0,5178	0,7830	0,0073	0,9403	1,3852
-1	-0,0001	-0,0174	0,6064	0,0050	0,6445	0,7289
0	0,0004	0,0677	-0,1253	-0,0099	-1,2700	-0,8815
1	-0,0056	-0,9765	-1,0136	-0,0045	-0,5837	-0,6373
2	-0,0036	-1,0891	-1,6741	0,0064	0,8199	0,8395
3	-0,0031	-0,5337	-0,9823	-0,0064	-0,8247	-1,2326
4	-0,0057	-0,9837	-0,1879	-0,0046	-0,5903	-0,6335
5	-0,0084	-1,4668	-1,6713	0,0046	-0,5929	-0,3663

\* *Significativo al 10%*

\*\* *Significativo al 5%*

\*\*\* *Significativo al 1%*

Fuente: Elaboración propia



#### 8.2.4. Análisis de la habitualidad de las salvedades sobre el efecto informativo del informe de auditoría con salvedades.

Las Tablas 26 y 27 contrastan el efecto informativo diferencial del informe de auditoría con salvedades dependiendo de la habitualidad de las salvedades. Estas Tablas tienen la misma estructura que la Tabla 19.

Tabla 26

Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas que presentan informe con salvedades por primera vez.

n= 21

Día del evento	Panel 1			Panel 2		
	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	t-Student	Corrado	AAV	t-Student	Corrado
-5	-0,0014	-0,1634	-0,1898	0,3107	0,5974	0,7510
-4	-0,0054	-0,6446	-1,2157	0,0874	0,1682	1,1328
-3	-0,0030	-0,3633	-0,5129	-0,2106	-0,4050	0,2288
-2	0,0003	0,0382	0,2989	0,0852	0,1639	0,4765
-1	0,0094	1,1189	0,5695	-0,2961	-0,5695	0,0805
0	0,0000	0,0003	1,0097	-0,3467	-0,6667	0,0663
1	0,0024	0,2833	-0,1090	-0,0581	-0,1117	-0,1925
2	0,0055	0,6578	-0,2100	-0,1039	-0,1997	0,9640
3	-0,0084	-1,0030	-1,0662	-0,2943	-0,5658	0,6327
4	-0,0152	-1,8083 *	-1,2601	-0,2421	-0,4656	0,0316
5	0,0005	0,0565	0,4766	-0,2086	-0,4011	0,4859
Acumulado de -5 a -1	-0,0001	-0,0063	-0,4696	-0,0234	-0,0201	1,1939
Acumulado de 0 a +5	-0,0152	-0,7403	-0,4732	-1,2536	-0,9841	0,8116
Acumulado de 0 a +1	0,0024	0,2006	0,6368	-0,4048	-0,5504	-0,0893
Acumulado de -5 a +5	-0,0153	-0,5510	-0,6661	-1,2770	-0,7404	1,4043

\* *Significativo al 10%*

\*\* *Significativo al 5%*

\*\*\* *Significativo al 1%*

Fuente: Elaboración propia

Tabla 27

Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con varios años seguidos con informes con salvedades.

n= 44

Día del evento	Panel 1			Panel 2		
	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	t-Student	Corrado	AAV	t-Student	Corrado
-5	-0,0035	-0,6603	-0,7800	-0,0489	-0,1587	0,2841
-4	-0,0036	-0,6886	1,0630	0,0552	0,1793	0,8552
-3	0,0040	0,7501	0,4156	-0,1359	-0,4414	0,0161
-2	0,0000	0,0091	-0,2289	0,6395	2,0774 **	1,1584
-1	-0,0024	-0,4591	-0,6746	0,0870	0,2828	0,9877
0	-0,0013	-0,2370	-0,0241	0,0360	0,1169	1,1885
1	-0,0060	-1,1452	-1,4214	-0,1018	-0,3307	0,4537
2	-0,0032	-0,6025	-0,7860	-0,2205	-0,7162	-0,3573
3	-0,0005	-0,0948	-0,0964	-0,1747	-0,5674	-0,4156
4	-0,0048	-0,9126	-0,4156	-0,2189	-0,7110	-0,7047
5	-0,0056	-1,0683	-1,1865	-0,4401	-1,4297	-1,6201
Acumulado de -5 a -1	-0,0055	-0,4691	-0,0916	0,5970	0,8673	1,4765
Acumulado de 0 a +5	-0,0214	-1,6576 *	-1,6044	-1,1199	-1,4852	-0,5942
Acumulado de 0 a +1	-0,0073	-0,9774	-1,0221	-0,0658	-0,1511	1,1612
Acumulado de -5 a +5	-0,0270	-1,5405	-1,2466	-0,5229	-0,5122	0,5566

\* *Significativo al 10%*

\*\* *Significativo al 5%*

\*\*\* *Significativo al 1%*

Fuente: Elaboración propia

Los resultados de las compañías que recibieron salvedades por primera vez en los últimos cinco años, Tabla 26, muestran que no existen reacciones significativas ni en precios ni en volúmenes a la presentación del informe. Por lo que no se puede rechazar la hipótesis nula H013 y la H014.

Los resultados de la Tabla 27, no muestran ningún resultado significativo, más allá de un volumen anormalmente elevado en  $t=-2$ . Por lo que tampoco podemos rechazar la hipótesis nula H015 y la H016.

Contrariamente a nuestras expectativas de una mayor reacción en el caso de salvedades no habituales debido a la sorpresa que les puede ocasionar a los inversores, los resultados no muestran una reacción diferencial.

#### 8.2.5. Análisis del efecto del ciclo económico sobre el efecto informativo del informe de auditoría con salvedades.

Las Tablas 28 y 29 analizan el efecto informativo diferencial de los informes de auditoría en función de la fase del ciclo bursátil. De esta forma la Tabla 28 muestra los resultados correspondientes a períodos de retroceso y la Tabla 29 muestra los años de recuperación o crecimiento del mercado de valores.

Tabla 28

Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales en época de crisis bursátil n=36

Día del evento	Panel 1			Panel 2		
	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	t-Student	Corrado	AAV	t-Student	Corrado
-5	0,0000	-0,0046	0,0954	0,2852	0,8540	1,1493
-4	0,0003	0,0566	0,2831	0,0741	0,2219	1,7304 *
-3	-0,0002	-0,0351	0,1847	-0,2256	-0,6753	0,4261
-2	0,0052	0,9009	1,3201	0,7076	2,1186 **	0,5596
-1	0,0067	1,1558	1,0012	0,1828	0,5474	1,2311
0	-0,0036	-0,6183	0,0834	-0,0773	-0,2315	0,9283
1	-0,0006	-0,1089	0,0566	-0,1358	-0,4066	0,5036
2	-0,0032	-0,5458	-0,9625	-0,2424	-0,7258	0,8451
3	-0,0013	-0,2181	-0,3337	-0,2355	-0,7050	0,2396
4	-0,0110	-1,8865 *	-2,1931 **	0,0054	0,0162	0,3386
5	-0,0011	-0,1974	-0,0417	0,0625	0,1872	-0,2841
Acumulado de -5 a -1	0,0121	0,9274	1,2900	1,0242	1,0242	2,2792 **
Acumulado de 0 a +5	-0,0208	-1,4595	-1,3844	-0,6231	-0,7616	1,0497
Acumulado de 0 a +1	-0,0042	-0,5142	0,0990	-0,2131	-0,4512	1,0125
Acumulado de -5 a +5	-0,0087	-0,4527	-0,1527	0,4011	0,3621	2,3119 **

\* Significativo al 10%

\*\* Significativo al 5%

\*\*\* Significativo al 1%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 29

Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales en época de crecimiento económico n= 45

Día del evento	Panel 1			Panel 2		
	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	t-Student	Corrado	AAV	t-Student	Corrado
-5	-0,0011	-0,2403	-0,1231	-0,0233	-0,0779	0,3934
-4	-0,0031	-0,6551	0,3779	0,1273	0,4259	0,8902
-3	0,0020	0,4207	-0,3979	-0,0804	-0,2692	0,1784
-2	-0,0048	-1,0215	-1,4629	0,1250	0,4182	0,8802
-1	-0,0014	-0,2943	-0,4638	-0,1440	-0,4819	0,2042
0	0,0000	0,0103	-0,0344	-0,1187	-0,3974	0,4159
1	-0,0046	-0,9720	-1,2053	-0,0908	-0,3040	-0,0542
2	0,0000	-0,0040	-0,5382	-0,1862	-0,6231	-0,4668
3	-0,0035	-0,7496	-1,3570	-0,2141	-0,7164	-0,2351
4	-0,0027	-0,5653	0,4609	-0,2700	-0,9037	-0,7018
5	-0,0065	-1,3783	-0,8732	-0,3432	-1,1486	-0,5635
Acumulado de -5 a -1	-0,0085	-0,8007	-0,9257	0,0045	0,0067	1,1388
Acumulado de 0 a +5	-0,0173	-1,4938	-1,4481	-1,2230	-1,6710 *	-0,6554
Acumulado de 0 a +1	-0,0045	-0,6800	-0,8766	-0,2096	-0,4959	0,2558
Acumulado de -5 a +5	-0,0258	-1,6431 *	-1,6936 *	-1,2184	-1,2296	0,2837

\* *Significativo al 10%*

\*\* *Significativo al 5%*

\*\*\* *Significativo al 1%*

Fuente: Elaboración propia

Es lógico esperar que en años de crisis, los informes de auditoría con salvedades tengan un mayor efecto informativo que en años de crecimiento, ya que en los primeros aumenta la aversión al riesgo. Este supuesto se corrobora en la Tabla 28, donde se muestran los resultados de los años de crisis y se observa que, a pesar de no poder rechazar la hipótesis nula  $H017$  en el día de la presentación del informe, se observan rentabilidades anormales significativas por ambos tests en el día  $t=+4$ . Sin embargo este resultado individual no se ve confirmado con el análisis por subperíodos. Este hecho indicaría una disminución del precio de las acciones aunque con un cierto retraso. En referencia a los volúmenes de negociación, existe un volumen anormal estadísticamente significativo el día  $t=-4$  según el test de  $t$  y en el volumen acumulado para los subperíodos  $(-5,-1)$  y  $(-5, +5)$  con el test de Corrado, lo cual significaría, que los inversores revisan sus carteras en base a la nueva información.

En los años de crecimiento y recuperación, como muestra la Tabla 29, tan solo se aprecia una única rentabilidad estadísticamente significativa en el subperíodo  $(-5,+5)$  por ambos tests al 10%, con el esperado signo negativo. En cuanto al volumen de negociación no se observa ninguna reacción significativa. Por lo que no se podría rechazar ni la hipótesis nula  $H019$  ni  $H020$ .



Este resultado estaría de acuerdo con la discusión realizada en la introducción y en la metodología, puesto que en épocas de crisis, se esperaría que la publicación de un informe con salvedades llevara a un mayor número de inversores a vender sus acciones, que en períodos de bonanza. Sin embargo, la aprobación de la Norma Internacional de Trabajos de Revisión 2410 aprobada en 2007, y que no afectaría a los resultados de la Tabla 23, puede ser la principal causa de que los resultados en épocas de crisis bursátil, 2008 a 2010, donde aumenta la aversión al riesgo, no sean tan significativos como se esperaban.

### 8.3 Análisis de robustez

A continuación se presentan los resultados del test de robustez realizado.

Merece la pena recordar una vez más que la muestra está compuesta por todas aquellas empresas con informes de auditoría con salvedades en sus cuentas anuales consolidadas e individuales. De todas estas empresas con salvedades en tan solo siete casos no coincidía la calificación del informe de auditoría consolidado con el individual.

Para comprobar que estos siete casos no afectaban a los resultados de este trabajo se ha realizado un test de robustez eliminando estos siete eventos de la muestra sin que los resultados del trabajo cambien significativamente, por ello se decidió no excluirlos de la muestra.

Las tablas que analizan los estudios segmentados por capital flotante, por salvedades de “empresas en funcionamiento”, por salvedades en empresas pertenecientes al IBEX 35 y al Ibex Medium Cap, no contaban en su muestra con empresas con ninguna salvedad no coincidente entre el informe consolidado con el individual. Por este motivo no forman parte del test de robustez.

La Tabla 30 muestra los resultados para el total de muestra eliminando los 7 eventos donde el informe de auditoría consolidado no coincidía con el individual.

Tabla 30

Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para la totalidad de la muestra.

Día del evento	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	T-Student	Corrado	AAV	T-Student	Corrado
-5	-0,0010	-0,2469	-0,1330	0,1235	0,4692	0,7022
-4	-0,0022	-0,5554	0,2574	0,1461	0,5550	1,2502
-3	0,0025	0,6398	0,4798	-0,1301	-0,4944	0,1130
-2	-0,0005	-0,1200	-0,2595	0,3964	1,5062	0,5474
-1	0,0030	0,7635	0,8004	0,0284	0,1080	0,5468
0	-0,0016	-0,4152	0,2312	-0,0926	-0,3520	0,5952
1	-0,0032	-0,8074	-0,6958	-0,0907	-0,3445	0,0598
2	-0,0022	-0,5443	-1,3370	-0,1999	-0,7593	0,0592
3	-0,0039	-0,9718	-1,2846	-0,2278	-0,8653	-0,1954
4	-0,0065	-1,6399	-1,0905	-0,1290	-0,4903	-0,4160
5	-0,0037	-0,9420	-0,3926	-0,1411	-0,5362	-0,5606
Acumulado de -5 a -1	0,0019	0,2151	0,5121	0,5643	0,9589	1,4131
Acumulado de 0 a +5	-0,0211	-2,1721 **	-1,8654 *	-0,8811	-1,3666	-0,1869
Acumulado de 0 a +1	-0,0048	-0,8645	-0,3285	-0,1833	-0,4925	0,4632
Acumulado de -5 a +5	-0,0192	-1,4592	-1,0325	-0,3168	-0,3629	0,8147

\* Significativo al 10%

\*\* Significativo al 5%

\*\*\* Significativo al 1%



Como se puede observar, si se compara la Tabla 19, que analiza los promedios de rentabilidades y volúmenes anormales de la totalidad de la muestra con la Tabla 30 que analiza lo mismo pero eliminando los siete eventos en los que no coincide el informe de auditoría individual con el consolidado podemos concluir que no experimentan cambios significativos.

Tabla 31

Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con salvedades que no sean “Empresa en funcionamiento”.

Día del evento	Rentabilidad		Volumen	
	AAR	Corrado	AAV	Corrado
-5	0,0190	1,2883	0,6501	1,3790
-4	-0,0016	0,5079	0,6527	1,5150
-3	0,0004	-0,5760	0,7936	1,1657
-2	-0,0044	-0,1177	0,6161	1,9850 **
-1	0,0098	1,3564	0,4740	1,4347
0	-0,0025	-0,0372	0,1574	0,4792
1	0,0130	2,0006 **	0,7731	0,6029
2	-0,0015	-0,6441	0,1045	0,5782
3	-0,0126	-2,0006 **	0,1376	1,0111
4	-0,0130	-0,5327	-0,1489	-0,3154
5	-0,0152	-1,2759	0,1200	0,9585
Acumulado de -5 a -1	0,0233	1,0996	3,1864	3,3449 ***
Acumulado de 0 a +5	-0,0318	-1,0165	1,1436	1,3532
Acumulado de 0 a +1	0,0105	1,3883	0,9305	0,7652
Acumulado de -5 a +5	-0,0085	-0,0093	4,3301	3,2545 ***

\*Significativo al 10%

\*\*Significativo al 5%

\*\*\*Significativo al 1%

La Tabla 31 muestra los resultados para el análisis segmentado de empresas con salvedades que no sean “empresa en funcionamiento” de muestra eliminando los 7 eventos donde el informe de auditoría consolidado no coincidía con el individual.



Como se puede comprobar estos resultados no difieren significativamente de los encontrados en la Tabla 22.

La Tabla 32 muestra los resultados para el análisis segmentado de empresas con salvedades pertenecientes al Ibex Small Cap eliminando 5 eventos donde el informe de auditoría consolidado no coincidía con el individual.

Como se puede comprobar estos resultados no difieren significativamente de los encontrados en la Tabla 24.

Tabla 32

Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con salvedades pertenecientes al IBEX Small Cap.

Día del evento	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	T-Student	Corrado	AAV	T-Student	Corrado
-5	-0,0027	-0,4368	-0,3101	0,1404	0,4331	0,5932
-4	-0,0046	-0,7433	-0,1968	0,2427	0,7489	1,4463
-3	0,0008	0,1352	-0,2892	-0,1064	-0,3283	0,6347
-2	0,0032	0,5137	0,9242	0,4347	1,3414	0,3861
-1	0,0000	-0,0063	0,8676	0,1770	0,5463	0,4294
0	-0,0001	-0,0202	-0,0417	-0,0508	-0,1568	0,4878
1	-0,0064	-1,0474	-0,7155	-0,0475	-0,1465	0,4689
2	-0,0076	-1,2378	-1,9051 *	-0,2433	-0,7506	0,0471
3	-0,0029	-0,4666	-0,7692	-0,2899	-0,8945	-0,5198
4	-0,0048	-0,7891	0,0239	-0,1103	-0,3402	-0,2260
5	-0,0086	-1,4040	-1,1713	-0,3264	-1,0071	-0,5612
Acumulado de -5 a -1	-0,0033	-0,2404	0,4453	0,8884	1,2259	1,5606
Acumulado de 0 a +5	-0,0304	-2,0270 **	-1,9924 **	-1,0681	-1,3455	-0,1238
Acumulado de 0 a +1	-0,0065	-0,7549	-0,5355	-0,0983	-0,2145	0,6765
Acumulado de -5 a +5	-0,034	-1,6591	-1,4345	-0,1797	-0,1672	0,9607

\* Significativo al 10%

\*\* Significativo al 5%

\*\*\* Significativo al 1%

La Tabla 33 muestra los resultados para el análisis segmentado de empresas que reciben un informe con salvedades por primera vez eliminando 3 eventos donde el informe de auditoría consolidado no coincidía con el individual.

Como se puede comprobar estos resultados no difieren significativamente de los

encontrados en la Tabla 26.

Tabla 33

Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas que presentan informe con salvedades por primera vez.

Día del evento	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	T-Student	Corrado	AAV	T-Student	Corrado
-5	-0,0026	-0,2784	-0,1536	0,3202	0,6373	0,8073
-4	-0,0060	-0,6416	-0,9487	0,1374	0,2735	1,1887
-3	-0,0005	-0,0539	-0,0994	-0,1597	-0,3179	0,0258
-2	-0,0012	-0,1309	-0,0678	0,1678	0,3339	0,3367
-1	0,0089	0,9468	0,3659	-0,2417	-0,4811	0,0292
0	-0,0040	-0,4267	0,4021	-0,3292	-0,6552	-0,0481
1	-0,0009	-0,0936	-0,2891	-0,0154	-0,0307	-0,1031
2	0,0095	1,0144	0,4879	-0,0647	-0,1288	1,1457
3	-0,0100	-1,0645	-1,0481	-0,2615	-0,5204	0,4964
4	-0,0149	-1,5916	-1,0074	-0,2093	-0,4165	0,2027
5	-0,0008	-0,0831	0,1581	-0,1562	-0,3109	0,6115
Acumulado de -5 a -1	-0,0015	-0,0707	-0,4041	0,2239	0,1993	1,0678
Acumulado de 0 a +5	-0,0210	-0,9166	-0,5293	-1,0363	-0,8420	0,9411
Acumulado de 0 a +1	-0,0049	-0,3679	0,0799	-0,3446	-0,4850	-0,1069
Acumulado de -5 a +5	-0,0225	-0,7246	-0,6633	-0,8123	-0,4875	1,4149

\* Significativo al 10%

\*\* Significativo al 5%

\*\*\* Significativo al 1%

La Tabla 34 muestra los resultados para el análisis segmentado de empresas que reciben un informe con salvedades por primera vez eliminando 2 eventos donde

el informe de auditoría consolidado no coincidía con el individual.

Como se puede comprobar estos resultados no difieren significativamente de los encontrados en la Tabla 27.

Tabla 34

Test de robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales para las empresas con varios años seguidos con informes con salvedades.

Día del evento	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	T-Student	Corrado	AAV	T-Student	Corrado
-5	-0,0035	-0,6395	-0,7263	-0,0250	-0,0773	0,3291
-4	-0,0046	-0,8464	0,6986	0,0717	0,2212	0,8338
-3	0,0063	1,1567	0,9694	-0,1103	-0,3405	0,1296
-2	0,0003	0,0591	-0,2370	0,5984	1,8475 *	0,9445
-1	-0,0013	-0,2315	-0,2462	0,1187	0,3664	1,0887
0	0,0000	-0,0069	0,4339	0,0438	0,1352	1,2120
1	-0,0049	-0,9035	-1,0002	-0,0979	-0,3021	0,3866
2	-0,0051	-0,9437	-1,2987	-0,2331	-0,7196	-0,3845
3	-0,0010	-0,1895	-0,1570	-0,1891	-0,5839	-0,5663
4	-0,0042	-0,7823	-0,0923	-0,2001	-0,6177	-0,6541
5	-0,0053	-0,9852	-1,0372	-0,4198	-1,2961	-1,4439
Acumulado de -5 a -1	-0,0027	-0,2243	0,2051	0,6534	0,9022	1,4873
Acumulado de 0 a +5	-0,0207	-1,5559	-1,2866	-1,0962	-1,3816	-0,5920
Acumulado de 0 a +1	-0,0049	-0,6438	-0,4004	-0,0541	-0,1180	1,1304
Acumulado de -5 a +5	-0,0234	-1,3003	-0,8119	-0,4428	-0,4122	0,5655

\* Significativo al 10%

\*\* Significativo al 5%

\*\*\* Significativo al 1%



La Tabla 35 muestra los resultados para el análisis segmentado de empresas que reciben un informe con salvedades por primera vez eliminando 2 eventos donde el informe de auditoría consolidado no coincidía con el individual.

Como se puede comprobar estos resultados no difieren significativamente de los encontrados en la Tabla 28.

Tabla 35

Test de Robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales en época de crisis bursátil.

Día del evento	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	T-Student	Corrado	AAV	T-Student	Corrado
-5	0,0000	0,0061	0,0993	0,3274	0,9297	1,0743
-4	0,0006	0,1064	0,3792	0,1176	0,3339	1,6351
-3	0,0001	0,0251	0,3040	-0,1950	-0,5537	0,4116
-2	0,0041	0,6883	1,0895	0,7792	2,2122 *	0,4618
-1	0,0067	1,1231	0,8999	0,2033	0,5772	1,1933
0	-0,0042	-0,7108	-0,1023	-0,0828	-0,2349	0,6956
1	0,0001	0,0132	0,2709	-0,1109	-0,3149	0,3801
2	-0,0027	-0,4503	-0,7975	-0,2270	-0,6446	0,7157
3	-0,0015	-0,2544	-0,4454	-0,2138	-0,6069	0,1506
4	-0,0105	-1,7643 *	-1,9923 **	0,0490	0,1392	0,2811
5	-0,0012	-0,1984	-0,0752	0,1065	0,3025	-0,3328
Acumulado de -5 a -1	0,0116	0,8716	1,2396	1,2325	1,5649	2,1360 **
Acumulado de 0 a +5	-0,0201	-1,3738	-1,2827	-0,4789	-0,5551	0,7717
Acumulado de 0 a +1	-0,0042	-0,4933	0,1192	-0,1937	-0,3888	0,7606
Acumulado de -5 a +5	-0,0084	-0,4270	-0,1116	0,7536	0,6451	2,0100 **

\* Significativo al 10%

\*\* Significativo al 5%

\*\*\* Significativo al 1%

La Tabla 36 muestra los resultados para el análisis segmentado de empresas que reciben un informe con salvedades por primera vez eliminando 4 eventos donde el informe de auditoría consolidado no coincidía con el individual.



Como se puede comprobar estos resultados no difieren significativamente de los encontrados en la Tabla 29.

Tabla 36

Test de Robustez: Promedio diario de las rentabilidades y volúmenes anormales en época de crecimiento económico.

Día del evento	Rentabilidad			Volumen		
	AAR	T-Student	Corrado	AAV	T-Student	Corrado
-5	-0,0009	-0,1788	0,0650	-0,0475	-0,1451	0,4918
-4	-0,0032	-0,6274	0,4423	0,1700	0,5187	0,9216
-3	0,0045	0,8695	-0,0309	-0,0757	-0,2310	-0,0292
-2	-0,0058	-1,1183	-2,0012 **	0,0754	0,2302	0,6327
-1	0,0003	0,0562	0,1763	-0,1183	-0,3609	0,1504
0	0,0018	0,3568	0,5320	-0,1009	-0,3081	0,4651
1	-0,0040	-0,7773	-1,1011	-0,0737	-0,2249	-0,0026
2	-0,0019	-0,3771	-1,0856	-0,1771	-0,5404	-0,2528
3	-0,0051	-0,9956	-1,2774	-0,2395	-0,7309	-0,4522
4	-0,0036	-0,7039	0,3557	-0,2784	-0,8497	-0,6379
5	-0,0063	-1,2287	-0,8660	-0,3489	-1,0647	-0,5227
Acumulado de -5 a -1	-0,0051	-0,4467	-0,6031	0,0039	0,0053	0,9693
Acumulado de 0 a +5	-0,0192	-1,5211	-1,4054	-1,2184	-1,5181	-0,5728
Acumulado de 0 a +1	-0,0022	-0,2973	-0,4024	-0,1746	-0,3769	0,3271
Acumulado de -5 a +5	-0,0243	-1,4246	-1,4446	-1,2145	-1,1176	0,2304

\* Significativo al 10%

\*\* Significativo al 5%

\*\*\* Significativo al 1%

## 9. Contribuciones científicas

Las contribuciones científicas obtenidas de esta parte de la investigación realizada para esta tesis doctoral fueron las siguientes:

Se presentó la comunicación “Contenido Informativo de los Informes de Auditoría con Salvedades en el Mercado Español” en el mes de octubre de 2012 en el marco del *IX Workshop on Empirical Research in Financial and Accounting, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*. Anexo 3.

Una parte del contenido de esta investigación ha formado parte del artículo aceptado para su publicación en la *Revista de Contabilidad- Spanish Accounting Review* “El incremento de la independencia y la competencia del auditor: ¿Incrementa el contenido informativo del informe de auditoría?” Anexo 4.



PERSONA CIENCIA EMPRESA  
Universitat Ramon Llull

---

## RESUMEN Y CONCLUSIONES



En la primera parte de esta tesis doctoral se ha realizado un estudio de la producción científica sobre Gobierno Corporativo Internacional, aportando resultados que muestran la evolución de la investigación en los últimos veinte años, aproximadamente.

Una de las primeras conclusiones que se obtiene es que dicha producción sigue claramente la Ley de Crecimiento Exponencial de Price. A la espera de que la producción científica de los próximos años acabe de confirmarlo, parece que tras iniciar su etapa de máxima producción científica a partir del año 2004, ésta disciplina podría estar entrando en una etapa de crecimiento logístico.

Del análisis de los artículos más citados, se puede concluir que los artículos publicados con posterioridad al año 2004 son los más citados, incluso sobre artículos más antiguos. Este hecho mostraría la investigación actual en Gobierno Corporativo Internacional se está desarrollando a partir de los artículos publicados a partir de dicha fecha.



El trabajo también señala a los dos autores de referencia, tanto por el número de artículos publicados como por el hecho de que su principal línea de investigación es precisamente la del tema estudiado. Estos autores, vale la pena destacar sus nombres, son los profesores Trevor Buck e Igor Filatotchev. A pesar de ser los autores más productivos, no están entre los autores de los artículos más citados.

En cuanto al análisis de las revistas, se ha podido constatar que las revistas más utilizadas para la publicación son aquellas que están circunscritas al ámbito de la dirección de empresas y las finanzas, con un carácter marcadamente internacional. Se puede concluir, por lo tanto, que la investigación se realiza mayoritariamente desde la aproximación de la dirección de empresas. También se ha constatado que el *Journal of International Business Studies* y *Corporate Governance: an International Review* son las principales revistas que recogen la producción científica por lo que son las dos revistas principales de consulta para estar al día de los avances de la investigación en este tema.

De esta primera fase también se aprendió que las regulaciones pueden ayudar a mejorar el gobierno de las empresas y la percepción que se tiene de él por parte de las accionistas. La profundización en el ámbito del Gobierno Corporativo

Internacional también permitió conocer que las regulaciones no tienen igual impacto en función del origen legal de los países. Aprovechando el momento en el que la figura del auditor estaba siendo muy cuestionada, pareció interesante intentar aportar a la investigación en contabilidad española unos resultados sobre los que basar futuras investigaciones, teniendo muy presente que la tradición legal de los países suele ser un condicionante que se tiene que tener en cuenta para escoger la literatura y el marco teórico de análisis.

Así, esta tesis doctoral también investiga el impacto de la publicación de informes de auditoría con salvedades en el precio de las acciones y en el volumen de negociación tras un cambio legislativo en materia de auditoría.

Este cambio está caracterizado por mejoras importantes en la regulación de la auditoría para reforzar la calidad del informe mediante el incremento de la competencia y la independencia del auditor tras un período en el que la fiabilidad de éste ha estado muy cuestionada (Ley 44/2002). Los cambios, de haber alcanzado su finalidad, deberían favorecer un aumento del contenido informativo de un informe calificado en comparación con ámbitos temporales anteriores.



La principal aportación de este trabajo a la literatura se encuentra en el estudio del contenido informativo del informe en función de su estructura de capital de las empresas. Como ya se mencionó anteriormente, cuanto más dispersa está la propiedad de la empresa, más difícil es para muchos accionistas anticipar el contenido del informe. Si bien la literatura previa existente en España no encuentra reacción por parte del mercado ante un informe de auditoría con salvedades, este hecho podría deberse a que ninguno de los anteriores trabajos tuvieron en cuenta la dispersión de la propiedad.

Al analizar todas las empresas conjuntamente, la no reacción de aquellas empresas cuyo propiedad se concentra en muy pocas manos y que por tanto pueden anticipar el contenido informativo del informe, restaba significación a aquellas en lo que ocurría lo contrario. Por lo tanto, donde más valor están aportando los auditores al mercado es en la emisión de los informes sobre empresas cuya propiedad está más dispersa. Cuando el capital flotante de la empresa está por encima de la media, los inversores de estas empresas, que mayoritariamente no han podido anticipar su contenido, reaccionan con un descenso significativo de los precios lo que indica que el informe tiene un contenido informativo valioso para la toma de decisiones.

Este resultado puede explicar en parte la falta de reacción encontrada en investigaciones previas para España.

Otra aportación de este trabajo en el contexto español ha sido la utilización del volumen de negociación como indicador complementario del precio de la acción. La consideración conjunta de precios y volúmenes posibilita un análisis más completo que el realizado en los estudios anteriores. A diferencia de las investigaciones previas, en este trabajo se ha tenido en cuenta la existencia de factores concurrentes, cuando la publicación del informe de auditoría coincide con la presentación de beneficios anuales.

El análisis realizado indica que el mercado español reacciona con un cierto retraso y con un descenso de precios a la presentación del informe con salvedades. Esta reacción va también acompañada de un descenso del volumen negociado, lo que indicaría que los inversores requieren de algún tiempo para acabar de tomar una decisión respecto a la información suministrada. Los resultados señalan que el informe presenta mayor contenido informativo que en ámbitos temporales anteriores, dado que los trabajos que analizan períodos precedentes en el tiempo no encuentran ningún tipo de reacción. Se puede concluir que, a pesar de que la

reacción no es tan clara como era de esperar a raíz de los cambios introducidos, se ha restaurado parcialmente la utilidad de los informes emitidos por los auditores durante este período de tiempo analizado.

El análisis realizado se ha complementado segmentando la muestra en función del tipo de salvedad, el tamaño de la empresa auditada, la frecuencia de presentación de informes con salvedades y en función de la fase del ciclo bursátil.

El resto de estudios segmentados muestran que los inversores valoran más los informes cuando el tipo de salvedad que contiene es especialmente negativa, empresa en funcionamiento, y los emitidos sobre empresas de poca capitalización. Contrariamente, la presentación de salvedades por primera vez es irrelevante.

Hubiese sido interesante poder analizar el efecto conjunto de la estructura de propiedad y las salvedades por empresa en funcionamiento, salvedades por primera vez o en función del tamaño de la empresa pero precisamente una de las limitaciones de este estudio se encuentra en que el tamaño de la muestra no permite dichos análisis.

Por tanto, parece que la introducción de medidas para incrementar la competencia y la independencia del auditor han trabajado en la dirección correcta para incrementar la relevancia del informe de auditoría, aunque los resultados encontrados muestran que no han aportado un incremento sustancial, conforme a las expectativas. Los resultados también muestran que este incremento no es sustancial porque la concentración de la propiedad en las empresas españolas tiene un fuerte efecto mitigador sobre el contenido informativo marginal del informe el día de su publicación.

Respecto a las limitaciones de esta investigación, cabe destacar el reducido tamaño de la muestra en los estudios segmentados por salvedades de empresa en funcionamiento y empresas pertenecientes al IBEX 35 e IBEX Medium Cap. En consecuencia, los resultados obtenidos en estos análisis deben ser tomados con mucha prudencia. El reducido tamaño de la muestra ha imposibilitado analizar, a diferencia de algunos trabajos anteriores, la reacción del mercado cuando una empresa deja de tener salvedades de empresa en funcionamiento. La elevada concentración del mercado español de auditoría en las *Big 4* ha impedido la realización de un análisis segmentado en función del tipo de empresa auditora.



Futuras líneas de investigación podrían estudiar y comparar las reacciones ante la publicación de informes con salvedades en función de la tradición legal del país. En la revisión de la literatura previa se constató el escaso número de países en los que se ha analizado esta cuestión. La realización de un estudio comparado, de forma análoga a los realizados sobre el contenido informativo de la presentación de beneficios, permitiría analizar la importancia del contexto institucional del país. En esta misma línea, la falta de trabajos que investiguen el nuevo contexto creado a partir de la SOX justificaría la actualización de los resultados existentes en la mayoría de países.

Otro estudio interesante sería el análisis del contenido informativo de los informes intermedios de auditoría. También sería relevante el estudio del contenido informativo de las salvedades en función de si éstas podían ser anticipadas a partir del informe intermedio.



PERSONA CIENCIA EMPRESA  
**Universitat Ramon Llull**

---

## **REFERENCIAS**

Acosta, M., Gómez Aguilar, N., Larrán Jorge, M. & Ruiz Barbadillo, E. (2000). Una evaluación de la relevancia valorativa del informe de auditoría en el mercado de capitales español. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 9 (4), 93-112.

Ahern, K.R. (2009). Sample selection and event study estimation. *Journal of Empirical Finance*, 16, 466-482.

Ameen, E.C., Chan, K. & Guffey, D.M. (1994). Information content of qualified audit opinions for over-the-counter firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, October, 997-1011.

Andrés, J., Cabal, E. & Fernández, C. (2007). Efectos económicos de las calificaciones de auditoría. Factores determinantes de las reacciones del mercado ante las salvedades. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 36 (133), 73-96.

Arcas-Pellicer, M.J. (1994). Reacción del precio de las acciones a la publicación de los beneficios anuales: Análisis empírico. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 14 (78), 181-201.

Arcas-Pellicer, M.J. & Rees, W. (1999). Regularities in the equity Price response to earnings announcements in Spain. *The European Accounting Review*, 8 (4), 585-607.

Ashbaugh-Skaife, H. Collins, D., Kinney, W. & LaFond, R. (2009). The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity. *Journal of Accounting Research*, 47 (1), 1–43.

Ball, R., Walker, R.G. & Whittred, G.P. (1979). Audit qualifications and share prices. *Abacus*. June, 23-34.

Ball, R. (1989). The firm as a specialist contracting intermediary: Application to accounting and auditing. Working paper, University of Rochester.

Ball, R., Kothari, S.P. & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting & Economics*, February, 29. 1-51.

Ball, R., Kothari, S.P. & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 1–51.

Banks, D. & Kinney, W.R. (1982). Loss contingency reports and stock prices: an empirical study. *Journal of Accounting Research*, 20, 240-254.

Baskin, E.F. (1972). The communicative effectiveness of consistency exceptions. *The Accounting Review*, 57, 38-51.

Beaver, W. (1968). The information content of Annual Earnings Announcements. *Empirical Research in Accounting, a supplement to Journal of Accounting Research*. 67-92.

Becht, M., Bolton, P. & Röel, A. (2003). Corporate Governance and Control. *Handbook of the Economics of Finance*, n.d, 1, 1-109.

Bedchuck, A.L. & Weisbach, M.S. (2010). The State of Corporate Governance Research. *Review of Financial Studies*, n.d, 23, 939-961.

Beneish, M., Billings, M. & Hodder, L. (2008). Internal control weaknesses and information uncertainty. *The Accounting Review*, 83 (3), 665–703.

Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*, Macmillan, Nueva York.

Brandon, D.M., Crabtree, A.D. & Maher, J.J. (2004). Non audit fees, auditor independence, and bond rating. *Auditing: a Journal of practice and theory*, 23 (2), 89-103.

Brío, E. (1998). Efectos 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*, 27, 129-170.

Brown, S.J. & Warner, W.B. (1985). Using daily stock return: the case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14 (1), 3-31.

Cañibano Calvo, L. & de las Heras Cristóbal, E. (2009). La Ley 44/2002: ¿Supuso realmente un aumento en la calidad de los trabajos de auditoría? *Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 88 (noviembre), 10-13.

Chen, C. W., & Church, B. K. (1996). Going concern opinions and the market's reaction to bankruptcy filings. *The Accounting Review*, 7, 117-128.

Chew, D.H. (1997). *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford, Nueva York.



Chow, C. & Rice, S.J. (1982). Qualified audit opinions and share prices: an investigation. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, winter, 35-53.

Citron, D.B., Taffler, R.J. & Vang, J.Y. (2008). Delays in Reporting Price-Sensitive information. The case of Going Concern. *Journal of Accounting and Public Policy*. 27 (1), 19-37.

CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores). (2006). Código Unificado de Buen Gobierno de las Empresas Cotizadas. Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid.

Corrado, C.J. (1989). A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies. *Journal of Financial Economics*, 23 (2), 385-395.

Correa, M., Garcia, J. & Úbeda, R. (2009). Análisis de la producción científica en Economía Financiera. *Revista Española de Documentación Científica*, Junio, 32. 83-104.



Czernkowski, R., Green, W. & Wang, Y. (2010). The value of audit qualifications in China. *Managerial Auditing Journal*, 25 (5), 404-426.

Davis, R. (1982). An empirical evaluation of auditors "subject-to" opinions. *Auditing: a Journal of Practice and Theory*, autumn, 13-32.

DeAngelo, L.E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3 (3), 183-199.

Demb, A. & Neubauer, F.F. (1992). The Corporate Board: Confronting the Paradoxes, *Long Range Planning*, June, 25, 9-20.

Denis, D.K. & Mcconnell, J.J. (2003). International Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, January, 38, 1-36.

Dodd, P., Dopuch, N., Holthausen, R. & Leftwich, R. (1984). Qualified audit opinions and stock prices: information content, announcement dates, and concurrent disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 6, 3-38.

Doidge, C., Karolyi, G.A. & Stulz, R.M. (2004). Why are foreign firms listed in the US worth more?, *Journal of Financial Economics*, February, 71, 205-238.

Dopuch, R.W., Holthausen, R.W. & Leftwich, F. (1986). Abnormal stock returns associated with media disclosures of subject to qualified auditor opinions. *Journal of Accounting and Economics*, 8,1-17.

Duréndez Gómez-Guillamón, A. (2001). La auditoría de cuentas en España: Un estudio empírico sobre la función, utilidad y comprensión del informe de auditoría. *Tesis Doctoral, Universidad de Murcia*.

Duréndez Gómez-Guillamón, A. (2003). The usefulness of the audit report in investment and financing decisions. *Managerial Auditing Journal*, 18 (6/7), 550-559.

Duréndez Gómez-Guillamón, A. & Sánchez Vidal, J. (2008). La influencia del informe de auditoría en la obtención de financiación bancaria. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. 37 (138), Abril-Junio 255-278.

Durisin, B. & Puzone, F. (2009). Maturation of Corporate Governance Research, 1993-2007: An Assessment, *Corporate Governance an International Review*, n.d, 17(3), 266-291.

Dyck, A. & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison, *The Journal of Finance*, April, 59, 537-600.

EC (European Commission). (2010). Green Paper-Audit Policy: Lessons from the Crisis. October (Brussels: EC)

Elliott, J.A. (1982). Subject to audit qualifications and abnormal security returns -outcomes and ambiguities. *Journal of Accounting Research*, 20, 617-638.

Estes, R. & Reimer, M. (1979). An experimental study of the differential effect of standard and qualified auditors' opinions on investors' price decisions. *Accounting and Business Research*, 9, 157-162.

Fargher, L. & Wilkin, M.S. (1998). Evidence on risk changes around audit qualification and qualification withdrawal announcements. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 25 (7-8), 829-847.

Fernandez, M. (2001). Más control para asegurar la calidad. *Expansión*, Madrid, 14/06/2001.

Fields, L. P. & Wilkins, M.S. (1991). The information content of withdrawn audit qualifications: new evidence on the value of subject to opinions. *Auditing: a Journal of practice & theory*, 10 (2), 62-69.

Firth, M. (1978). Qualified audit report: their impact on investment decisions. *The Accounting Review*, 53, 642-650.

Fleak, K. & Wilson, E.R. (1994). The incremental information content of the going-concern audit opinion. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 9, 149-166.

Francis, J. & D. Wang. (2008). The joint effect of investor protection and Big 4 audits on earnings quality around the world. *Contemporary Accounting Research* 25: 1-39.

García-Benau, M. A. (1994). La pregunta, ¿dónde estaban los auditores? Ha llegado a España. *Boletín de AECA*, 36, 4-7.

García-Benau, M. A. & Giner-Inchausti, B. (2000). Perspectiva de investigación de la contabilidad financiera en el ámbito internacional. Artículo presentado en el IX Encuentro de profesores universitarios de Contabilidad, Las Palmas de Gran Canaria, España, Mayo.

García-Blandón, J., Martínez-Blasco, M. & González Sabaté, L. (2012). Does the Annual General Meeting involve the release of relevant information in non-common law markets? Evidence from Spain. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XLI (154), 209-232.

García, C.J., Herrero, B. & Ibañez, A. (2008). Contenido Informativo del Beneficio Empresarial: Información Financiera vs Información Contable. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXXVII (140), 765-793.

Gassen, J. & Skaife, H. (2009). Can Audit Reforms Affect the Information Role of Audits? Evidence from the German Market. *Contemporary Accounting Research*, 26 (3), 867–98.

Guiral Contreras, A. & Gonzalo Angulo, J.A. (2005). Informe de auditoría y comportamiento de los analistas de riesgos: el modelo de revisión de creencias. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 501-536

Gonzalo Angulo, J.A. (1995). La auditoría una profesión en la encrucijada de los noventa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 14 (84), 595-629.

Gonzalo Angulo, J.A. (2002). La reforma contable en España. *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 59 (mayo-agosto), pp. 44-47.

Hachicha-Eltovzi, N. (2010). Reactions of Tunisian Capital Market to audit reports: A comparison between reports established by the Big Four and No Big Four auditors. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 2 (4), 344-363.

Hammersley, J., Myers, L. & Shakespeare, C. (2008). Market reactions to the disclosure of internal control weaknesses and to the characteristics of those weaknesses under Section 302 of the Sarbanes Oxley Act of 2002. *Review of Accounting Studies*, 13 (1), 141–165.

Heras, E. de las., Cañibano, C. & Moreira, J.A. (2012). The impact of the Spanish Financial Act (44/2002) on audit quality. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 41 (156), 521-546.

Herbohn, K., Rangunathan, V. & Garsden, R. (2007). The horse has bolted: revisiting the market reaction to going concern modifications of audit reports. *Accounting and Finance*, 47 (3), 473–493.

Hsu, JM., Young, WJ. & Chu, CH. (2011). Price behavior of qualified companies around the audit report and report announcement days: The case of Taiwan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22 (2), 114-130.



Humphrey, C.G., Moizer, P. & Turley, S. (1993). Protecting against detection: the case of auditors and fraud. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 6 (1), 39–62.

Ittonen, K. (2010). Investor Reactions to Disclosures of Material Internal Control Weaknesses. *Managerial Auditing Journal*, 25 (3), 259-268.

Ittonen, K. (2012). Market Reactions to Qualified Audit Reports: Research Approaches. *Accounting Research Journal*, *Forthcoming*.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, December, 3, 305-360.

Jimenez, C.E. & Moya, A.F. (1999). Análisis de la autoría en revistas españolas de Bibliometría y Documentación, 1975-1995, *Revista Española de Documentación Científica*, Julio-Septiembre, 20 (3), 252-267.

Jones, F.L. (1996). The information content of the auditor's going concern evaluation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 15, 1-27.

Karpoff, J.M. (1987). The relation between price changes and trading volume: a survey. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22, 109–126.

Keller, S. & Davidson, L. (1983). An assessment of individual investor reaction to certain qualified audit opinions. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 3 (1), 1–22.

Kim, O. & Verrecchia, R. E. (1991). Market reaction to anticipated announcements. *Journal of Financial Economics*, 30 (2), 273-309.

Kothari, S. (2000). Role of financial reporting in reducing financial risks in the market. In: Rosengren, E.S., Jordan, J.S. (Eds.). *Building an Infrastructure for Financial Stability*. Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston, 89–102.

Krishnamurthy, S., Zhou, J. & Zhou, N. (2006). Auditor reputation, auditor independence and the stock market impact on Andersen's indictment on its clients firms. *Contemporary Accounting Research*, 23, 465-490.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.

Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505–527.

Ley 19/1988, de 12 de Julio, de Auditoría de Cuentas (BOE de 15 de julio).

Ley 44/2002, de 22 de noviembre 2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE 23 de noviembre).

Ley 12/2010, de 30 de junio 2010, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria (BOE 1 de julio).

Lotka, A.J. (1926). The Frequency Distribution of Scientific Productivity, *J Washington Acad Sci*, n.d., 16, 317-324.



Loudder, M. L., Khurana, I.K., Sawyers, R.B., Cordery, C., Johnson, C., Lowe, J. & Wunderle, R. (1992). The information content of audit qualification. *Auditing: a Journal of practice & theory*, 11 (1), 69-82.

McWilliams, A. & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*, 40 (3).

Melvin, M. (2009). The crisis in the foreign exchange market. *Journal of International Money and Finance*, 28 (8), 1317-1330.

Menendez, S. (2005). Market valuation of the analysts' recommendations: the Spanish stock market. *Applied Financial Economics*, 15 (7), 509-518.

Menon, K. & Williams, D. (1991). Auditor credibility and initial public offerings. *The Accounting Review*, 2, 313-332.

Menon, K. & Williams, D. (2010). Investor reaction to Going Concern Audit Reports. *The accounting Review*. 85 (6), 2075-2105.

Meyer, K.E., Estrin, S., Bhaumik, S.K. & Peng, M.W. (2009). Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies, *Strategic Management Journal*, February, 30. 61-80.

Monterrey, J., Pineda, C. & Sánchez, A. (2003). La función de señalización de las salvedades en el mercado de capitales español. Un análisis empírico. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 38 (117), 467-499.

Moradi, M., Salehi, M., Rigi, M. & Moeinizade, M. (2011). The effect of qualified audit reports on share prices and returns: Evidence from Iran. *African Journal of Business Management*, 5 (8), 3354-3360.

Navarro Arancegui M. (2007). El entorno económico y la competitividad en España. Bilbao: Universidad de Deusto.

Ogneva, M., Subramanyam, K.R. & K. Raghunandan. (2007). “Internal control weakness and cost of equity: Evidence from SOX Section 404 disclosures. *The Accounting Review*, 82 (5), 1255–1297.

Pastena, V. & Ronen, J. (1979). Some Hypotheses on the Pattern of Management's Informal Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 17 (2), 550-564.

Pucheta, M.C., Vico, A. & García, M.A. (2004). Reactions of the Spanish Capital Market to Qualified Audit Reports. *European Accounting Review*, 13 (4). 689-711.

Pucheta, M.C. & Vico, A. (2008). ¿Reaccionan los analistas de riesgos comerciales de las empresas españolas ante los informes de auditoría calificados?. *Revista de Contabilidad*, 11 (1), 67-92.

Rajgopal, S., Venkatachalam, M. & Jiambalvo, J. (1999). Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings? Universidad de Washington.

Richart, A., Martínez, M. & Garcia, J. (2011). Análisis de la producción científica sobre Gobierno Corporativo a través de ISI Web of Science, *Revista Española de Documentación Científica*, Enero-Marzo, 34. 80-101.

Ruiz-Barbadillo, E., Gómez-Aguilar, N. & Biedma-López, E. (2006). Long-term audit engagements and opinion shopping: Spanish evidence. *Accounting Forum*, 30 (1), 61-79.

Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, June, 52, 737-783.

Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, W. Strahan & T. Cadell, Londres.

Soltani, B. (2000). Some empirical evidence to support the relationship between audit report and stock prices- the French case. *International Journal of Auditing*, 4, 269-291.

Taffler, R., Lu, J. & Kausar, A. (2004). In denial? Stock market underreaction to going-concern audit report disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 38, 263–296.

Tribó, J.A., Berrone. P. & Surroca, J. (2007). Do the Type and Number of Blockholders Influence R&D Investments? New evidence from Spain. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (5) 828-842.

Ugedo, J. F. M. (2003). Metodología de los estudios de sucesos: una revisión. *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 9(3), 197-244.

Venkataraman, R., Weber, J. & Willenborg, M. (2008). Litigation risk, audit quality, and audit fees: Evidence from initial public offerings. *The Accounting Review*, 83 (5), 1315-1345.

Vico, A. (1997). Expectativas ante la auditoría: la independencia del auditor, Universidad Jaume I, Castellón, Tesis doctoral.



Vico, A. & Pucheta, M.C. (2005). Un estudio empírico acerca de la relevancia del informe de auditoría entre los analistas de riesgos de las entidades de crédito. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 124, 45-76

Whittred, G.P. (1980). Audit qualifications and the timeliness of corporate annual reports. *The Accounting Review*, 55 (4), 563–577.



PERSONA CIENCIA EMPRESA  
**Universitat Ramon Llull**

---

## ANEXOS



**Anexo 1. Artículo “20 años de investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional” en la Revista General de Información y Documentación.**

A continuación se adjunta el artículo.



## 20 años de investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional

Laura VIVAS-CRISOL

IQS School of Management-Universitat Ramon Llull  
Departamento de Economía y Finanzas lauravivasc@iqs.edu

Mónica MARTÍNEZ-BLASCO

IQS School of Management-Universitat Ramon Llull  
Departamento de Economía y Finanzas monica.martinez@iqs.edu

Josep GARCÍA-BLANDÓN

IQS School of Management-Universitat Ramon Llull  
Departamento de Economía y Finanzas josep.garcia@iqs.edu

Recibido: Noviembre 2011

Aceptado: Junio 2012

**Resumen:** El Gobierno Corporativo Internacional es un tema de creciente interés en el área de Economía y Finanzas, ya que a pesar de todos los resultados que han supuesto décadas de investigación, este tema sigue estando en el centro de atención y en ello mucho ha tenido que ver la crisis financiera desatada a finales del 2007. El presente artículo analiza la producción científica sobre gobierno corporativo internacional desde que se publicó el primer artículo en 1992 hasta 2010. Los datos se han obtenido de la base de datos ISI Web of Science dando por resultado 338 artículos que se han analizado obteniendo los artículos más citados, la evolución temporal del número de publicaciones, los autores y revistas más citados y el índice de colaboración científica.

**Palabras clave:** Gobierno Corporativo Internacional; producción científica; ISI WoS; índice de colaboración.

### 20 years of International Corporate Governance research

**Abstract:** International Corporate Governance is a topic of growing interest. Despite all the results that have led years of research, this issue remains an interesting topic in Economics and Finance. This article examines the scientific literature on international corporate governance since the first article was published in 1992. The data is obtained from the database ISI Web of Science, resulting in 338 articles that have been analyze to obtain the most cited articles, the evolution in the number of publications, the authors and journals cited and Index of Scientific Collaboration.

**Keyword:** International corporate governance; scientific production; ISI WoS, Scientific; Collaboration Index.

## 1 INTRODUCCIÓN

A mediados de los años setenta Jensen y Meckling (1976) intentan dar respuesta a una pregunta que se plantea de forma persistente al analizar el gobierno de las empresas: cuando la propiedad y el control de una compañía no coinciden ¿cómo conseguir minimizar los conflictos de interés que se plantean entre los propietarios y los administradores? Esta pregunta, que a finales de los años setenta quedaba limitada a la relación entre los directores de las compañías y sus accionistas, se amplió sustancialmente durante la década de los noventa, con la incorporación de otros grupos de interés que también se podían ver afectados por dichos conflictos. Este hecho hace que se desarrolle una nueva línea de investigación en finanzas corporativas conocida como “Gobierno Corporativo”. En la que es probablemente una de las definiciones más utilizada para explicar el concepto de gobierno corporativo, Shleifer y Vishny (1997) lo presentan como “todo aquello que permite a los suministradores de recursos financieros de las empresas asegurarse un rendimiento a su inversión”.

Como en casi todos los temas de investigación que atañen a la economía financiera, la investigación sobre el gobierno de las empresas se inicia en Estados Unidos durante la década de los años 70 y se extiende durante la década de los 80 bajo la perspectiva de la teoría de la agencia. No será hasta los años 90 cuando se generalice la investigación al resto de países, dado que los numerosos escándalos financieros y contables que se registraron en múltiples países con sistemas financieros desarrollados que hicieron proliferar leyes, normativas y recomendaciones para proteger a los accionistas y al resto de grupos de interés relacionados con la empresa de los posibles abusos de poder por parte de los directivos. Así, a finales de los noventa, el gobierno corporativo constituye uno de los temas más investigados en los ámbitos académicos de economía y empresa, (Correa et al., 2009) dando lugar a una investigación cada vez más especializada.

La línea de investigación que analiza las diferencias sobre gobierno corporativo en función del origen legal de los países se conoce como Gobierno Corporativo Internacional (GCI). Las publicaciones sobre GCI comenzaron en la década de los noventa coincidiendo con la apertura del debate en Estados Unidos sobre la eficiencia de los diferentes sistemas de gobierno corporativo existentes. Así, en sus inicios, los artículos sobre GCI analizaban individualmente diferentes países que no fuesen Estados Unidos poniendo en evidencia las

diferencias existentes entre los mecanismos de gobierno corporativo empleados y su eficiencia en función del país analizado: lo que Denis y McConnell (2003) denominan la primera generación de investigación sobre GCI. Los mismos autores identifican una segunda etapa de la investigación donde los estudios se hacen más complejos, más amplios, y en los cuales se analizan varios países a la vez para determinar las diferencias subyacentes en sus sistemas de gobierno corporativo.

Filatotchev y Boyd (2009) enumeran cuatro problemas por los cuales la investigación de gobierno corporativo desde una perspectiva internacional no se generalizó hasta mediados de los noventa. El primer problema fue el difícil acceso a la información contable-financiera fuera de los EE.UU, hecho que fue revertido a mediados de los noventa gracias al acceso a las bases de datos financieras y a la gran divulgación de los cambios en las normativas contables y financieras. El segundo problema fue la procedencia de los autores, los primeros artículos que investigan sobre GCI eran esencialmente estadounidenses y británicos. Este problema se superó con la incorporación de investigadores sobre gobierno corporativo que empezaron a investigar en sus respectivos países y comparándolos internacionalmente. Otra problemática a la cual hacía frente esta línea de investigación era las grandes diferencias entre países ya que tan solo se intentaba investigar qué modelo de gobierno corporativo era el más adecuado. Y por último, el aspecto interdisciplinario de este tema, ya que puede abordarse desde disciplinas como la legal, la económica, ética, sociológica, etc.

Pese a la extensa literatura científica existente sobre gobierno corporativo y más concretamente sobre gobierno corporativo internacional, existen pocos trabajos que analicen su producción científica. 20 años de producción científica nos devuelve una cantidad de trabajos que empieza a ser interesante analizar y que, hasta donde nosotros hemos llegado, aún no se ha hecho. Bien es cierto que existen trabajos que recopilan y resumen las ideas más destacadas de grandes autores sobre este tema, mostrando de esta forma el avance del conocimiento. Chew (1997) realiza una revisión de la literatura en la que analiza 28 artículos relacionados con el gobierno corporativo de Estados Unidos, Japón y Europa. Ese mismo año Shleifer y Vishny (1997) resumen las principales líneas y autores sobre gobierno corporativo dándole especial importancia a la protección jurídica de los inversores y a la concentración de la propiedad en los sistemas de gobierno corporativo en todo el mundo. Becht et al. (2003), revisan la investigación teórica y empírica sobre los mecanismos de control corporativo, examinan las principales instituciones legales y

reguladoras en diferentes países y analizan la literatura comparada sobre gobierno corporativo. Tal y como se ha mencionado en párrafos anteriores, Dennis y McConnell (2003) repasan la literatura sobre GCI segmentándola en dos generaciones; la primera generación de artículos basados fundamentalmente en estudios donde se analiza de forma individual el gobierno corporativo en distintos países y una segunda generación de artículos donde se considera el impacto de los diferentes sistemas legales en la estructura y el funcionamiento del gobierno corporativo comparando estos sistemas entre países. Más recientemente, Bedchuck y Weisbach (2009) estudian el estado de la investigación sobre gobierno corporativo, dividiendo la investigación en siete áreas, discutiendo la importancia de cada una de ellas, destacando la contribución que los autores aportan a cada área y mencionando las futuras líneas de investigación. Durisin y Puzone (2009), realizan una revisión de la literatura sobre gobierno corporativo con el objetivo de delimitar si la investigación sobre gobierno corporativo constituye en sí misma una disciplina. Por último cabe destacar el trabajo de Richart et al (2011) donde se realiza un estudio bibliométrico de 2.147 publicaciones sobre gobierno corporativo sin entrar a analizar las diferentes líneas de investigación.

El presente trabajo continua la línea de investigación abierta por el artículo anteriormente mencionado de Richart et al. (2011). En él se establece que la investigación sobre gobierno corporativo se fundamenta principalmente en el artículo de La Porta et al (1998), siendo este el artículo el más citado, en el que justifican que un factor determinante en las medidas y leyes que regulan el gobierno corporativo es el contexto institucional de cada país, siendo más estrictos los países de tradición legal Común que los países de tradición legal Civil. Por esta razón, resulta interesante realizar un nuevo estudio bibliométrico sobre GCI como subdisciplina del Gobierno Corporativo, para establecer si la comunidad científica ha contrastado los resultados encontrados por La Porta et al. (1998).

El objetivo de este trabajo es realizar un recorrido por los últimos 20 años de producción científica sobre GCI con la finalidad de mostrar su evolución y aportar resultados descriptivos y bibliométricos que sean útiles para fundamentar futuras investigaciones. El análisis nos permitirá obtener los artículos más citados, los autores que están especializados en este tema y las revistas de referencia en el área y así poder hacer una composición de lugar de lo que ha sido la investigación científica en este ámbito. El presente trabajo se realiza con la ayuda de la base de datos científica de referencia ISI Web of Science y con datos actualizados hasta 2010.

El trabajo está estructurado de la siguiente forma: en el siguiente apartado se encuentra la metodología donde se explica la fuente de obtención de los datos y su tratamiento matemático, en el punto 3 se presentan los resultados obtenidos del análisis y en el punto 4 se exponen las principales conclusiones.

## 2 METODOLOGÍA

Los datos necesarios para poder cumplir con el objetivo planteado han sido obtenidos de la base de datos ISI Web of Science (ISI WoS) que recoge información bibliográfica de revistas indexadas en Science Citation Index Expanded, Sciences Citation Index y el Arts & Humanities Citation Index, lo que supone cerca de 10.000 revistas.

La búsqueda se realizó introduciendo en la línea *Topic* de la base de datos ISI WoS el término *International Corporate Governance* sin limitaciones en la fecha de inicio y estableciendo como fecha final 2010. A pesar de que la búsqueda principal de artículos se realizó en el mes de noviembre de 2010, ésta se actualizó con las incorporaciones de publicaciones correspondientes a 2010 que fueron introducidas hasta finales de febrero de 2011. Esta búsqueda se refinó posteriormente excluyendo todo tipo de documentos que no fueran artículos dando lugar a una muestra final de 338 artículos.

Toda la información que suministra ISI WoS de cada artículo, incluido el resumen y las referencias citadas, se descargó en un archivo delimitado por tabulaciones desde la página web mediante la aplicación que hace posible exportar la información, incluyendo el registro completo y las referencias citadas. Una vez volcada toda esta información a una hoja de cálculo se procedió a la extracción y ordenación de los datos de forma que fuesen útiles para el estudio.

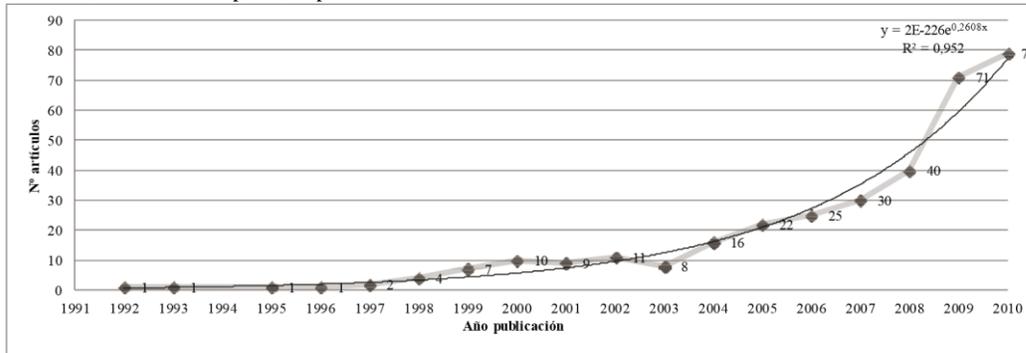
## 3 RESULTADOS

### 3.1 ARTÍCULOS

El número de artículos publicados sobre GCI sigue una tendencia creciente en los últimos años tal y como se puede apreciar en el gráfico 1. El primer artículo que aparece publicado

data de 1992 (Demb y Neubaue, 1992) y trata sobre las diferencias y las similitudes de los consejos de administración de diferentes países.

Gráfico 1: Número de artículos publicados por año



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

En el año 2004 se aprecia un gran aumento de las publicaciones, duplicándose durante ese año la cifra de artículos respecto al año anterior. El 83% de la producción científica sobre GCI (280 artículos de 338) se ha publicado precisamente en esta etapa, siendo el 2010 el año con mayor número de publicaciones (21,19% de la muestra). Aplicando la ley de crecimiento exponencial de Price sobre la producción anual de artículos, función que se muestra en la figura 1, se obtiene una tasa de crecimiento anual del 29,70%.

Por lo que respecta a los artículos más utilizados por el resto de autores para fundamentar sus investigaciones (Tabla 1), se constata que el artículo más citado es el correspondiente a Ball et al. (2000) con 241 citas acumuladas. En él, los autores argumentan que las diferencias contables internacionales afectan en la manera en que se incorporan los ingresos económicos y compara las diferencias en función de la adscripción de cada país a su sistema legal.

Tabla 1: Artículos más relevantes de Gobierno Corporativo Internacional según ISI WoS

Autores	Institución	Año	Título	Revista	Citas (ISI WoS)	Media citas año
Ball Kothari Robin	University of Chicago, EEUU Sloan School of management (MIT), EEUU Rochester Institute of technology, EEUU	2000	The effect of international institutional factors on properties of accounting	Journal of Accounting & Economics	241	21,91
Dyck Zingales	Harvard Business School, EEUU University of Chicago, EEUU	2004	Private benefits of control: An international comparison	Journal of Finance	210	30,00

Doidge Karolyi Stulz	<i>Rotman School of Management, Canada</i> <i>Fisher College of Business, EEUU</i> <i>Fisher College of Business, EEUU</i>	2004	<i>Why are foreign firms listed in the US worth more?</i>	<i>Journal of Financial Economics</i>	140	20,00
Lins Servaes	<i>University of Utah, EEUU</i> <i>London Business School, R.U</i>	1999	<i>International evidence on the value of corporate diversification</i>	<i>Journal of Finance</i>	80	7,27
Klapper Love	<i>The World Bank, EEUU</i> <i>The World Bank, EEUU</i>	2004	<i>Corporate governance, investor protection, and performance in emerging</i>	<i>Journal of Corporate Finance</i>	75	10,71

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

El segundo artículo en número de citas corresponde a Dyck y Zingales (2004) con 210 citas y en él se establece la existencia de una correlación inversa entre los beneficios privados de control y un mercado poco desarrollado, propiedad concentrada y numerosas privatizaciones y al contrario, que en existencia de un alto cumplimiento de la ley, una alta difusión en prensa, gran competencia y gran cumplimiento tributario los beneficios de control son menores. A mucha más distancia en número de citas de estos dos primeros artículos se encuentra Doidge et al. (2004) con 140, quienes argumentan que los accionistas mayoritarios de empresas extranjeras que cotizan en los EE.UU tienen menores beneficios de control. Por lo tanto se debe tratar de compañías donde los intereses de los accionistas mayoritarios estén más alineados con los intereses del resto de accionistas. También demuestra que estas compañías que cotizan en su mercado de origen y EE.UU aprovechan mejor las oportunidades de crecimiento porque tan solo una mínima parte de los flujos de caja será apropiada por los accionistas mayoritarios. El cuarto artículo más citado es de Lins y Servaes (1999) con 80 citas, donde estudian el efecto de la diversificación de las empresas alemanas, japonesas y del Reino Unido. Por último el quinto artículo más citado es el de Klapper y Love (2004), que estudia el nivel de práctica del gobierno corporativo en compañías de mercados emergentes y demuestra que un buen gobierno corporativo está altamente correlacionado con una mejor actuación operativa y una mejor valoración del mercado.

### 3.2 AUTORES

Para conocer el grado de especialización de los autores (Tabla 2), éstos se han clasificado según el número de artículos publicados siguiendo el criterio de gran autor (3-4 artículos), mediano (2 artículos) y pequeño (1 artículo). La élite son siete sobre un total de 642 autores que firman los 338 artículos de la muestra representando un 2,67% del total, mientras que los denominados autores medianos representan un 5,82% de la muestra. La gran mayoría

de ellos, 588, han publicado un solo artículo, lo que significa que un 91,50% de los autores que publican sobre GCI pueden ser clasificados de ocasionales.

**Tabla 2: Productividad de los autores**

Tipología de autor	Nº artículos por autor	Autores	% sobre la muestra
Gran autor	4	2	2,67%
	3	15	
Mediano autor	2	37	5,82%
Autor ocasional	1	588	91,49%
Número total de autores estudiados		642	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

Tal y como se puede ver en la tabla 2, los autores más productivos cuentan con cuatro artículos publicados cada uno de ellos. Estos autores han sido identificados como los profesores Trevor Buck e Igor Filatotchev quienes, además, destacan en su página web como su principal línea de investigación el GCI. Cabe señalar que, en este caso, los autores más productivos no coinciden con los autores de los trabajos más citados.

### 3.3 COLABORACIÓN CIENTÍFICA

Para poder estudiar la colaboración científica y su evolución se ha extraído el número de autores que firman cada uno de los artículos de cada uno de los años de la muestra (Tabla 3). Los resultados agrupados se muestran en la tabla 3, donde se puede apreciar cómo 236 artículos de los 338 publicados están firmados por más de un autor, por tanto se puede afirmar que existe colaboración científica, siendo los artículos con dos firmantes los más predominantes con 123 artículos.

**Tabla 3: Número de firmantes por artículo**

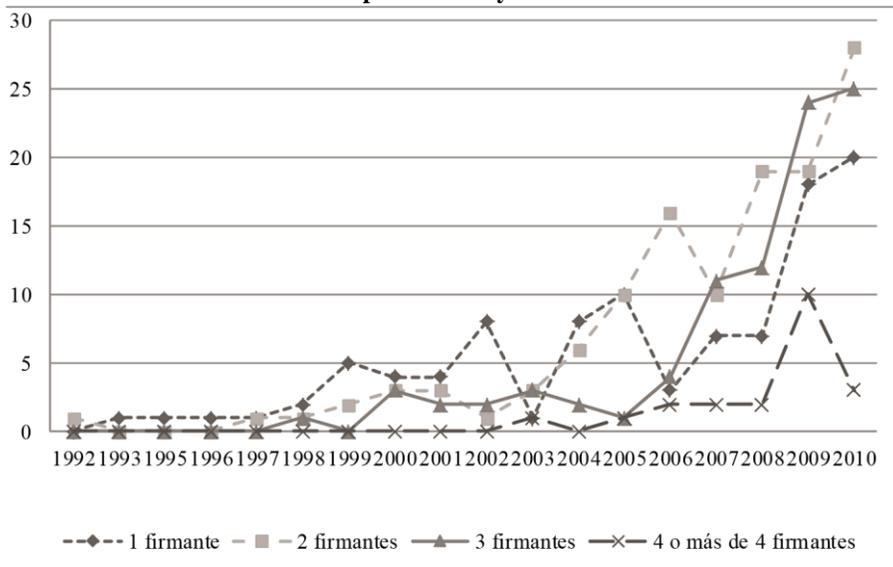
Número de firmantes	Frecuencia absoluta
Trabajos con 1 firmante	102
Trabajos con 2 firmante	123
Trabajos con 3 firmante	90
Trabajos con 4 firmante	19
Trabajos con 5 firmante	3
Trabajos con 6 firmante	1

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

De la relación entre el número de firmas totales y el número de artículos publicados resulta un promedio de 2,10 firmas por artículo.

El gráfico 2 muestra la evolución en el número de autores firmantes. Se puede apreciar cómo en las primeras publicaciones predomina la firma de un solo autor y que la colaboración entre dos autores solo comienzan a ser frecuente a partir de 1997.

**Gráfico 2: Número de firmantes por artículo y año**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

Los artículos firmados por tres autores no surgen hasta el año 1998, siendo frecuentes a partir del año 2000 y creciendo exponencialmente a partir del 2006. En cambio, los artículos firmados por cuatro o más autores, no se encuentran hasta el año 2003, y no se superan los cinco artículos publicados por años exceptuando el 2009 en el que se publicaron diez artículos con cuatro o más autores. Cabe destacar que los artículos publicados por un único autor predominan hasta el año 2005, donde los artículos publicados por dos autores le superan en número de artículos publicados por año, y siendo superado también en el 2006 por los artículos publicados por tres autores.

### 3.4 REVISTAS

Los 338 artículos que conforman la muestra han sido publicados en 156 revistas científicas diferentes, siendo las que más artículos se han publicado sobre GCI: *Journal of International Business Studies* (26 artículos), *Corporate Governance: An International Review* (25 artículos) y *Journal of Business Ethics* (19 artículos). Las tres revistas representan el 20,77% de la producción científica publicada (Tabla 4).

Tabla 4: Revistas más populares entre los autores para publicar

Revistas	Número de artículos publicados	Porcentaje de artículos publicados	Porcentaje acumulado	Nivel de impacto de la revista JCR 2009 (Factor impacto 5 años)	Área de conocimiento
<i>Journal of International Business Studies</i>	26	7,76%	7,76%	5,727	Dirección de empresas.
<i>Corporate Governance an International Review</i>	25	7,39%	15,15%	3,117	Dirección de empresas.
<i>Journal of Business Ethics</i>	19	5,62%	20,77%	1,692	Ética.
<i>Journal of Banking &amp; Finance</i>	15	4,43%	25,20%	2,2	Finanzas y contabilidad.
<i>Journal of Financial Economics</i>	13	3,84%	29,04%	5,675	Finanzas y contabilidad.
<i>Journal of Finance</i>	7	2,07%	31,11%	6,536	Finanzas y contabilidad.
<i>International Business Review</i>	6	1,77%	32,88%	No disponible	Negocios.
<i>Journal of Corporate Finance</i>	6	1,77%	34,65%	2,073	Dirección de empresas.
<i>Review of Financial Studies</i>	6	1,77%	36,42%	4,465	Dirección de empresas.
Número total de artículos recogidos en esta tabla	123	36,42%			

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

El área de conocimiento de las revistas que mayoritariamente publican estos artículos está reflejado en la última columna de la Tabla 4. Se observa que la mayoría de estas publicaciones se encuentran especializadas en la dirección de empresas y negocio. A continuación están las revistas especializadas en finanzas, con las tres revistas más importantes del área: *Journal of Banking & Finance*, *Journal of Financial Economics* y *Journal of Finance*, que además cuentan con un importante nivel de impacto según *Journal Citation Report* (JCR).

Teniendo en cuenta el área de conocimiento de estas revistas, parece ser que la investigación sobre GCI se está desarrollando desde un punto de vista de la dirección de empresas primero y de las finanzas segundo, siendo la investigación desde otras áreas como la ética y la legal reducida.

Aplicando la ley de Bradford a la distribución de los artículos publicados por revista y tomando como núcleo las revistas *Journal of International Business Studies* y *Corporate Governance: An International Review*, se han establecido seis zonas de distribución de los artículos. La elección del núcleo se justifica por tres motivos; el primero de ellos viene dado por el hecho de que ambas destacan en el número de artículos publicados, por lo que difícilmente se podría consultar la producción científica consultando una de ellas y descartando la otra. El segundo motivo es su carácter internacional y por el grado de especializada de estas revistas en las comparativas internacionales. Por último, *Corporate Governance: An International Review* es una revista especialista en el tema. Una vez establecido el núcleo, éste ha determinado la magnitud de las zonas lo que ha establecido seis zonas de distribución de artículos (Tabla 5).

**Tabla 5: Productividad de las revistas**

	<b>Tabla 8: Número de revistas</b>	<b>Número de artículos</b>	<b>Porcentaje de revistas por zona</b>	<b>Porcentaje acumulado de revistas</b>	<b>Porcentaje de artículos por zona</b>	<b>Porcentaje acumulado de artículos</b>
Núcleo	2	51	1,28%	1,28%	15,09%	15,09%
Zona 1	3	47	1,92%	3,21%	13,91%	28,99%
Zona 2	10	49	6,41%	9,62%	14,50%	43,49%
Zona 3	19	49	12,18%	21,79%	14,50%	57,99%
Zona 4	31	49	19,87%	41,67%	14,50%	72,49%
Zona 5	46	48	29,49%	71,15%	14,20%	86,69%
Zona 6	45	45	28,85%	100,00%	13,31%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ISI WoS.

Para ejemplificar la dispersión de las revistas se analiza el caso más extremo. Se tendrían que leer 45 revistas (las pertenecientes a la zona 6) para consultar los mismos artículos sobre Gobierno Corporativo Internacional que utilizando como fuente de información las dos revistas del núcleo.

## 4 CONCLUSIONES

Este trabajo ha realizado un estudio de la producción científica sobre la GCI de los últimos 20 años disponible en ISI WoS, aportando resultados que muestran su evolución en el tiempo. Una de las primeras conclusiones que se obtiene es que dicha producción sigue claramente la ley de crecimiento exponencial de Price, con un número exponencialmente creciente de artículos publicados año tras año. Estos resultados estarían en línea con los obtenidos por Richart et al. (2011) por lo que la producción científica sobre GCI, a pesar de ser una subdisciplina que nació varias décadas más tarde, sigue la misma tendencia que la producción en Gobierno Corporativo.

Tal y como señalaban Filatochev y Boyd (2009) esta disciplina no se generalizó hasta mediados de los noventa pero se ha podido comprobar cómo a partir de entonces se ha multiplicado el interés por su investigación alcanzando su punto álgido precisamente en el último año que se ha analizado. Cabe esperar que esta tendencia creciente continúe hasta llegar al punto de saturación de la disciplina hecho que con la información disponible no se puede determinar. Del análisis de los artículos más citados se puede concluir que los artículos publicados con posterioridad al año 2004 son los más citados, incluso sobre artículos más antiguos. Este hecho mostraría que la investigación actual sobre GCI se está desarrollando a partir de los artículos publicados con posterioridad a dicha fecha.

El trabajo también señala a los dos autores de referencia sobre gobierno corporativo internacional, tanto por el número de artículos publicados como por el hecho de que su principal línea de investigación es precisamente la del tema estudiado. Estos autores, vale la pena destacar sus nombres una vez más, son los profesores Trevor Buck e Igor Filatotchev. A pesar de ser los más productivos no están entre los autores más citados, siendo éstos Ray Ball, S.P Kothari y Ashok Robin.

En cuanto al análisis de las revistas, se ha podido constatar que las más utilizadas para la publicación son aquellas que están circunscritas al ámbito de la dirección de empresas y las finanzas, con un carácter marcadamente internacional. Se puede concluir, por tanto, que la investigación se realiza mayoritariamente desde la aproximación de la dirección de



empresas. También se ha constatado que el *Journal of International Business Studies* y *Corporate Governance: An International Review* son las principales revistas que recogen la producción científica, por lo que son las dos revistas principales de consulta para estar al día de los avances de la investigación.

## 5 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BALL, R., KOTHARI, S.P.; ROBIN, A. "The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings". *Journal of Accounting & Economics*, 2000, 29:1-51.
- BECHT, M., BOLTON, P.; RÖEL, A. "Corporate Governance and Control". *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, 1/1:1-109.
- BEDCHUCK, L.; WEISBACH, M. "The State of Corporate Governance Research". *Review of Financial Studies*, 2010,23/3:939-961.
- CHEW, D. *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*. Nueva York: Oxford.
- CORREA, M., GARCÍA, J.; ÚBEDA, R. "Análisis de la producción científica en Economía Financiera". *Revista Española de Documentación Científica*, 2009,32/2:83-104.
- DEMB, A.; NEUBAUER, F. "The Corporate Board: Confronting the Paradoxes". *Long Range Planning*, 1992,25/3:9-20.
- DENIS, D.; MCCONNELL, J. "International Corporate Governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38/1-36.
- DOIDGE, C., KAROLYI, A. Y STULZ, R. "Why are foreign firms listed in the US worth .more?". *Journal of Financial Economics*, 2004,71/2:205-238.
- DURISIN, B.; PUZONE, F. "Maturation of Corporate Governance Research, 1993-2007: An Assessment". *Corporate Governance: An International Review*, 2009,17/3:266-291.
- DYCK, A.; ZINGALES, L. "Private benefits of control: An international comparison". *The Journal of Finance*, 2004,59/2:537-600.
- FILATOTCHEV, I.; BOYD, B. "Taking Stock of Corporate Governance Research While Looking to the future". *Corporate Governance: An International Review*, 2009,17/3:261-262.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 1976,3/4:305-360.
- KLAPPER, L. LOVE, I. "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets". *Journal of Finance*, 2004,10/5:703-728.



- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, 1985, 106:1113-1155.
- LINS, K.; SERVAES, H. "International Evidence on the Value of Corporate Diversification". *Journal of Finance*, 1999,54/6:2215-2237.
- MEYER, K., ESTRIN, S., BHAUMIK, K.; PENG, M. Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies. *Strategic Management Journal*,2009,30/1:61-80.
- RICHART, A.; MARTÍNEZ-BLASCO, M.; GARCÍA-BLANDÓN, J. "Análisis de la producción científica sobre Gobierno Corporativo a través de ISI Web of Science". *Revista Española de Documentación Científica*, 2011,34/80-101.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1997) A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 1997,52/2:737-783.



**Anexo 2. Congreso “La investigación sobre Gobierno Corporativo: un análisis bibliométrico”** IV Congrés Català de Comptabilitat i Direcció, 26 i 27 de maig 2011, Universitat Pompeu Fabra, Barcelona.

A continuación se encuentran escaneados la agenda del congreso, y los certificados de asistencia y presentación.

**ACCID** 26 i 27 de maig de 2011, Universitat Pompeu Fabra  
**IV CONGRÉS**

**Presentació** **Sessió 11 Torn 2**  
**Taller de comunicacions**

**Programa**  
 President i coordinador: **Alfredo Rocafort** (ICOTME)

**Sessions Simultànies**  
**Documentació** · La responsabilidad social de las multinacionales y el respeto de los derechos humanos, a propósito de los informes presentados por el representante especial del secretario general de Naciones Unidas sobre derechos humanos y corporaciones transnacionales y otras empresas  
 Ponent: **Jordi Morrés Ribera** (UB)

**Comitès**  
 · Responsabilidad social corporativa en España: la investigación empírica de 2001 a 2010  
 Ponent: **Silvia Ayuso** (UPF)

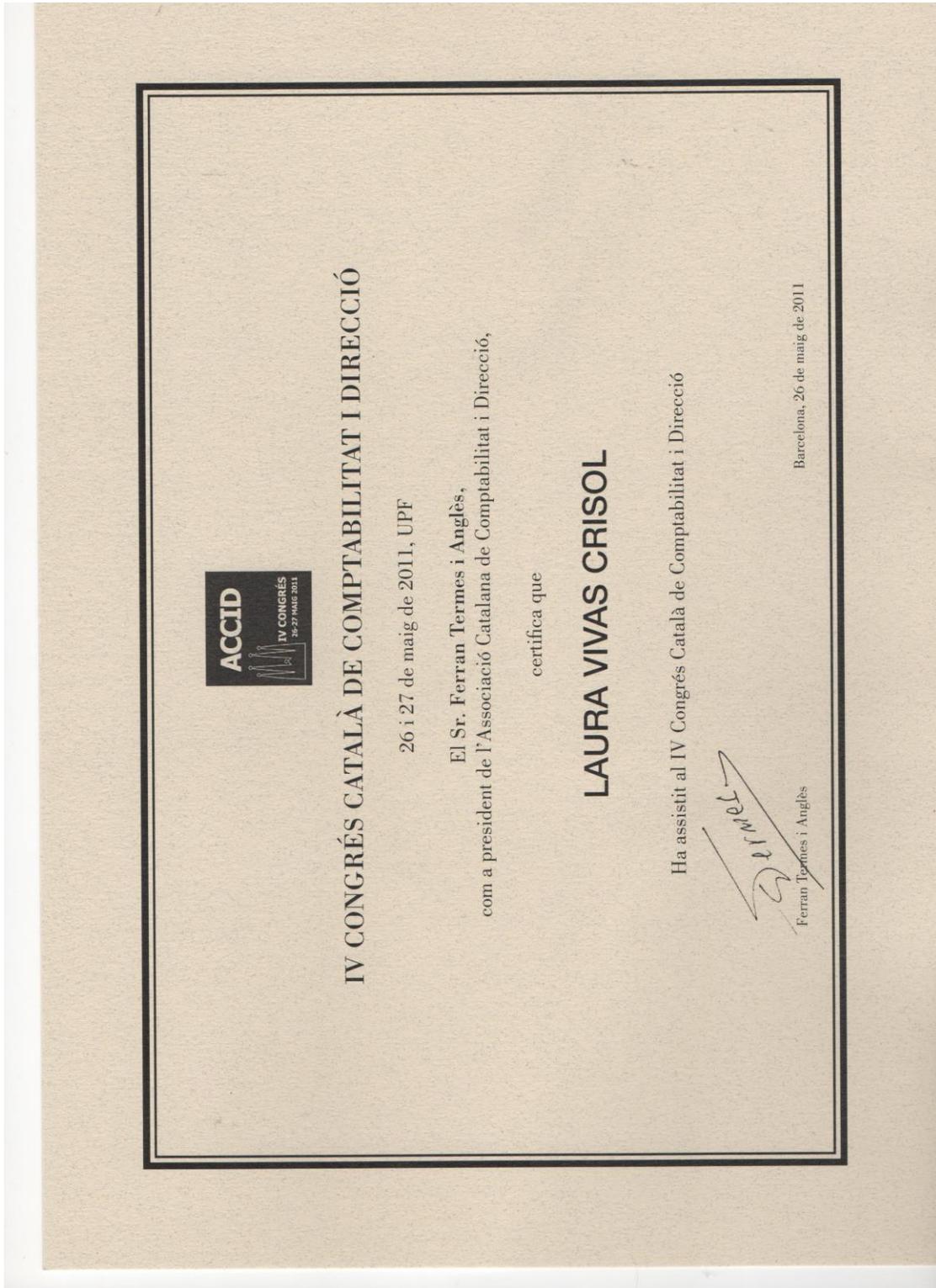
**Patrocinadors**  
 · La investigación sobre gobierno corporativo internacional: un análisis bibliométrico  
 Ponents: **Laura Vivas** (URLI), **Mónica Martínez** (URLI), **Josep García** (URLI)

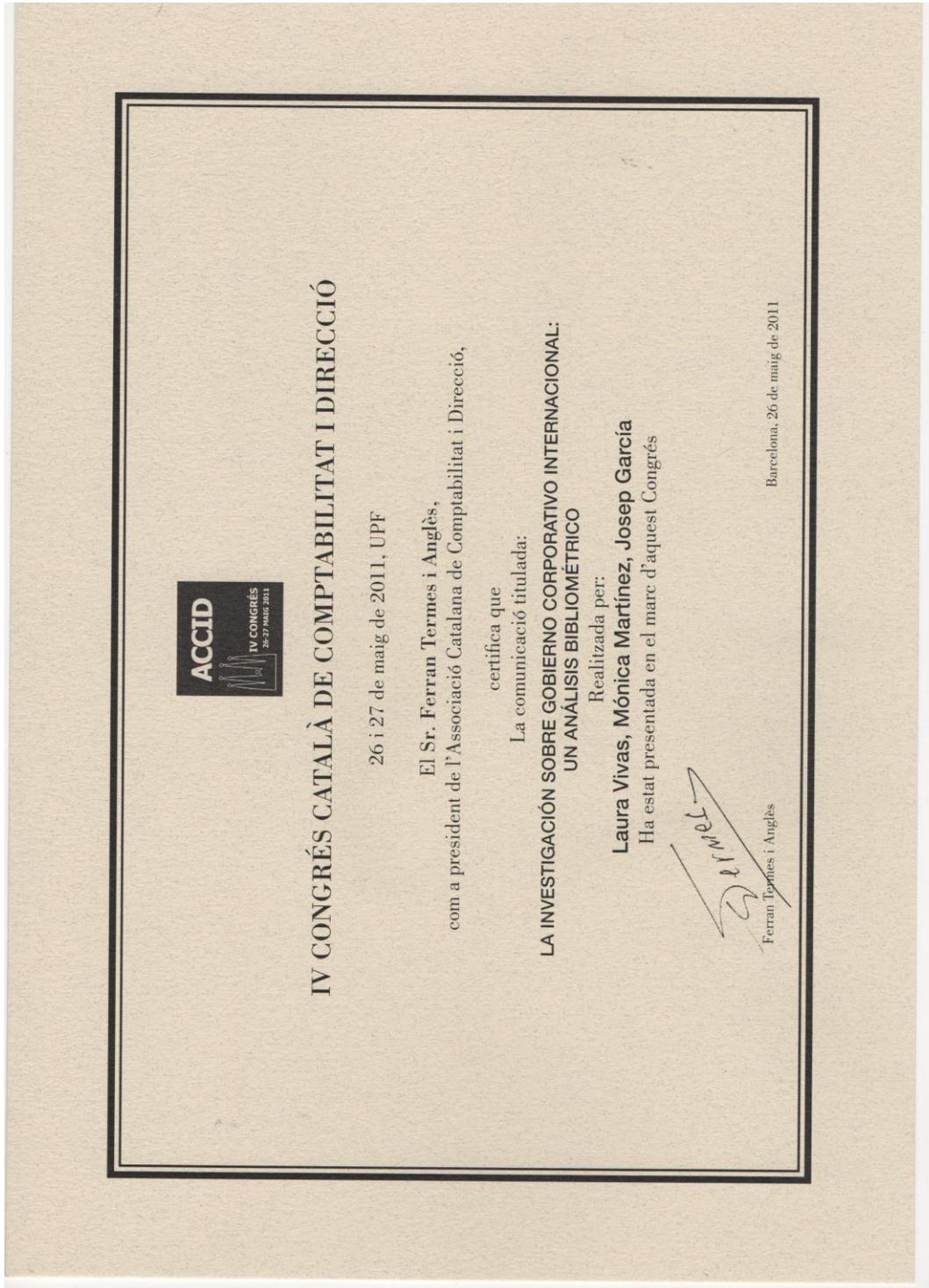
**Com arribar**  
 · Utilització de l'escala endecadària amb sistema ternari de numeració en la modelització del problema de selecció de personal  
 Ponents: **Salvador Linares** (UG), **Joan C. Ferrer** (UG), **Elvira Cassú** (UG), **M.Dolors Corominas** (UG)

**Inscripció**

**Documentació informativa** **< TORNAR**

[ CASTELLANO ]







**Anexo 3. Congreso “Contenido Informativo de los informes de auditoría con salvedades en el mercado español” *IX Workshop on Empirical Research in Financial Accounting*, Universidad de las Palmas de Gran Canaria, Gran Canaria, 3-5 Octubre 2012.**

A continuación se adjunta la agenda del congreso con los resúmenes de las ponencias y los certificados de asistencia, presentación y contra ponencia.



**IX WORKSHOP ON EMPIRICAL RESEARCH IN FINANCIAL ACCOUNTING**  
*V RESEARCH FORUM OF THE SPANISH JOURNAL OF FINANCE AND ACCOUNTING*

*GRAN CANARIA (SPAIN), 3-5 OCTOBER 2012*

**PROGRAMME AND ABSTRACTS**



## Organizing Committee

### President and coordinators

Carolina Bona Sánchez  
Jerónimo Pérez Alemán  
Domingo J. Santana Martín

### Vocals

Inmaculada Aguiar Díaz  
Nieves Lidia Díaz Díaz  
Juan Manuel García  
Lara Beatriz García  
Osma  
Araceli Mora Enguídanos  
M<sup>a</sup> Victoria Ruiz Mallorquí

## Scientific Committee

Cristina Abad (Universidad de Sevilla)

Pablo de Andrés (Universidad de Valladolid)

Carolina Bona (Universidad de las Palmas de Gran Canaria)

Leandro Cañibano (Universidad Autónoma de Madrid)

Juan M. García (Universidad Carlos III de Madrid)

Beatriz García (Universidad Autónoma de Madrid)

Domingo García (Universidad Politécnica de Cartagena)

Begoña Giner (Universidad de Valencia)

José A. Gonzalo (Universidad de Alcalá de Henares)

Joaquina Laffarga (Universidad de Sevilla)  
Manuel Larrán (Universidad de Cádiz)

Stuart J. McLeay (University of Sussex, UK)

Araceli Mora (Universidad de Valencia)

Soledad Moya (Eada Business School)

Fernando Peñalva (IESE Business School)

Jerónimo Pérez (Universidad de Las Palmas de Gran Canaria)

Peter F. Pope (Lancaster University)

Bill Rees (University of Edinburgh)

Carmelo Reverte (Universidad Politécnica de Cartagena)

Domingo Javier Santana (Universidad de Las Palmas de Gran Canaria)  
Marco Trombetta (IE Business School)



## Scientific Programme

### Wednesday 3 October

- 15:00–16:00 Registration
- 16:00–16:30 **Welcoming** (Jara Room)
- 16:30–18:15 **Parallel sessions** (*see below*)
- 18:15–18:45 *Coffee break: Salón Tizziri*
- 18:45–20:30 **Parallel sessions** (*see below*)
- 21:00 *Cocktail Dinner: Salón Tizziri*

### Thursday 4 October

- 09:00–10:45 **Parallel sessions** (*see below*)
- 10:45–11:15 *Coffee break: Salón Tizziri*
- 11:30–14:00 **Main session** (Jara Room)
  - Lakshmanan Shivakumar (London Business School)
  - Joachim Gassen (University of Berlin)
- 14:00–15:30 *Lunch: Buffet La Casa Vieja.*
- 15:45–17:30 **Parallel sessions** (*see below*)
- 17:45–18:30 *Coffee break: Salón Tizziri*
- 21:00 *Dinner: Hotel IFA Faro*

### Friday 5 October

- 09:15–11:00 **Parallel sessions** (*see below*)
- 11:00–11:30 *Coffee break: Salón Tizziri*



11:30–13:15 **Parallel sessions** (*see below*)

13:30–14:00 **Best paper award and closing session** (Jara Room)

14:00–15:30 *Lunch: Buffet La Casa Vieja*

## Programme of the Parallel Sessions

### Workshop - Guidelines for presentation

#### **Parallel Sessions with discussant**

Presentation of paper: **20 minutes maximum.**

Discussion: **10 minutes maximum.**

#### **Parallel Sessions (no discussant)**

Presentation of paper: **15 minutes + 5 minutes for debate.**

**Wednesday 3 October: 16:30 – 18:15**

**Jara Room: Parallel Session Workshop (English)–Auditing and earnings quality**

**Chair: Thorsten Sellhorn**

<b>Code</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>	<b>DISCUSSANT</b>
6	<i>Pietro Andrea Bianchi</i>	<i>Social capital and accounting quality: a new perspective for audit quality in private firms</i>	Beatriz García
21	<i>Cristina Ferrer; Susana Callao; José Ignacio Jarné; José Antonio Laínez</i>	<i>How do investors value earnings quality? An analysis with structural equation models</i>	Pietro Andrea Bianchi
40	<i>A-M Reheul; T. Van Caneghem; S. Verbruggen</i>	<i>Behavioral criteria for the choice of an auditor with sector expertise: The case of Belgian nonprofit organizations</i>	Cristina Ferrer

**Balo Room: Parallel Session Workshop (Spanish). Calidad de la información contable**  
**Chair: Emiliano Ruiz Barbadillo**

<b>Code</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>	<b>DISCUSSANT</b>
3	<i>Inmaculada Aguiar Díaz</i>	La calidad de la información de las empresas concursadas canarias	Laura Parte Esteban
50	<i>Laura Vivas Crisol; Josep García Blandón; Mónica Martínez Blasco</i>	Contenido informativo de los informes de auditoría con salvedades en el mercado español	Inmaculada Aguiar Díaz
37	<i>Laura Parte Esteban; M. Pilar Alberca Oliver</i>	<i>Tourist flow and earnings quality: Spanish hotel industry</i>	Laura Vivas Crisol

**Wednesday 3 October: 18:45 – 20:30**

**Jara Room: Parallel Session Workshop (English) – Financial Reporting and IFRS  
 Adoption Chair: Fernando Peñalva**

<b>Code</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>	<b>DISCUSSANT</b>
26	Juan Manuel García Lara; Christos Grambovas; James Ohlson; Martin Walker	<i>Permanent Earnings vs. Reported Earnings: Does the Average Difference Approximate Zero?</i>	Borja Amor
22	Annita Florou; Urska Kosi	<i>The Economic Consequences of Mandatory IFRS Adoption for Debt Financing</i>	Juan Manuel Garcia Lara
53	Nadine Georgiou	<i>Income Smoothing with Unlimited Liability Firms</i>	M <sup>a</sup> Teresa Tascón

**Balo Room: Parallel Session Workshop (Spanish) – Auditoría y otros mecanismos  
 de control**

**Chair: Cristina Abad**

<b>Code</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>	<b>DISCUSSANT</b>
41	Gonzalo Rodríguez Pérez; Manuel Álvarez Gómez	<i>La cobertura mediática como mecanismo de control de la manipulación de resultados</i>	Francisco Bravo
4	Inmaculada Aguiar Díaz; Nieves Lidia Díaz Díaz	<i>Calidad de la auditoría, second tier y tamaño: su efecto en las empresas fracasadas no cotizadas españolas</i>	Emiliano Ruiz Barbadillo
56	Emiliano Ruiz Barbadillo and Christopher Humphrey	<i>Towards More Intelligent Regulation?: An Empirical Analysis of the Impact of Independence Regulations and Market Competitiveness on Auditor Reporting Behaviour</i>	Nieves Lidia Díaz Díaz

**Cardón Room: Parallel Session Workshop (Spanish): Coste de capital y Mercados de Capitales y Banca**

**Chair: Sónia Maria da Silva Monteiro**

<b>Code</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>	<b>DISCUSSANT</b>
2	Inmaculada Aguiar Díaz; María Victoria Ruiz Mallorquí	<i>El papel de la banca en la resolución del fracaso de las empresas no cotizadas españolas</i>	Neus Orgaz
9	Núria Arimany Serrat; Soledad Moya Gutiérrez; Neus Orgaz Guerrero	<i>Financial profile and leverage determinants: a European perspective</i>	M <sup>a</sup> Victoria Ruiz Mallorquí
42	Gonzalo Rodríguez Pérez; Manuel Álvarez Gómez	<i>Seguimiento de la prensa especializada, favorabilidad de las noticias y su efecto en el coste del capital propio</i>	Soledad Moya

**Thursday 4 October: 09:00 – 10:45**

**Jara Room: Parallel Session Workshop (English) – Earnings Quality**

**Chair: Begoña Giner**

<b>Code</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>	<b>DISCUSSANT</b>
14	Fabrizio Di Meo; Juan Manuel García Lara; Jordi Surroca Aguilar	Entrenched Managers' Usage of Earnings Management Tools	Urska Kosi
18	Scott Dyreng; Stephen A. Hillegeist; Fernando Penalva	Earnings Management to Avoid Debt Covenant Violations and Future Performance	Helena Isidro
25	Juan Manuel García Lara; Beatriz García Osma; Fernando Penalva	Information consequences of accounting conservatism	Thorsten Sellhorn

**Balo Room: Parallel Session (no discussants)-Workshop (Spanish)**

**Chair: Soledad Moya**

<b>CODE</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>
7	<i>Carmen Aranda; Javier Arellano; Antonio Dávila</i>	<i>Complementary uses of subjectivity in target setting and bonus decisions and its impact on performance</i>
24	<i>Olga Fullana; Juan M. Nave; David Toscano</i>	Efecto del componente idiosincrático de las variables que definen la duración implícita de las acciones
29	<i>Pablo Gómez Carrasco; José Luis Ucieda Blanco</i>	La Relación entre Responsabilidad Social Empresarial y Desempeño Financiero
34	<i>Jordi Moreno; José Luis Gallizo; Manuel Salvador</i>	Eficiencia bancaria en costes. ¿Existe convergencia en la UE ampliada?
28	<i>Héctor Horacio Garza Sánchez; Isabel Martínez Conesa; Mercedes Palacios Manzano</i>	<i>Keys to reduced earnings management in emerging markets through adaptation of IFRS</i>

**Jara Room: 11:30 – 14:00 Main session**

**Chair: Begoña Giner**

- Lakshmanan Shivakumar (London Business School)
- Joachim Gassen (University of Berlin)

**Thursday 4 October: 15:45–17:30**

**Jara Room: Parallel Session Workshop (English)–Financial reporting**

**Chair: Urska Kosi**

<b>Code</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>	<b>DISCUSSANT</b>
20	<i>Vanessa Ellermeyer; Jens Müller</i>	<i>Tax Loss Carryforward Disclosure and Uncertainty</i>	<i>Nadine Georgiou</i>
36	<i>Maximilian A. Müller; Edward J. Riedl; Thorsten Sellhorn</i>	<i>Recognition versus Disclosure of Fair Values</i>	<i>Beatriz García Osma</i>
5	<i>Borja Amor Tapia; María T. Tascón</i>	<i>Scores Based on Fundamental Signals, Persistence of Market Anomalies, and Limits to Arbitrage</i>	<i>Jens Müller</i>

**Balo Room: Parallel Session Workshop (Spanish)–Banks, Corporate Governance and IFRS Chair: Inmaculada Aguiar**

<b>Code</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>	<b>DISCUSSANT</b>
32	<i>Felix López Iturriaga; Emma García Meca; Fernando Tejerina Gaité</i>	<i>Banks in boards, do they influence financial decisions?</i>	<i>Domingo J. Santana Martín</i>
23	<i>Olga Fullana Samper; Mariano González Sánchez; Juan M. Nave Pineda</i>	<i>The effects of IFRS adoption on accounting conservatism: Evidence from Spain</i>	<i>Gonzalo Rodríguez Pérez</i>
1	<i>María Cristina Abad Navarro; Francisco Bravo Urquiza; Joaquina Laffarga Briones</i>	<i>Corporate Governance and Corporate Reputation: An empirical analysis</i>	<i>Mariano González Sánchez</i>

**Cardón Room: Spanish Journal of Finance and Accounting (SJFA-REFC)**

**Chair: Juan Manuel García**

<i>AUTHORS</i>	<i>PAPER</i>	<i>DISCUSSANT</i>
<i>Raul Iñiguez, Francisco Poveda y Pablo Vázquez</i>	<i>Evolución del conservadurismo contable con la implantación de las normas internacionales de contabilidad: aplicación al caso de España</i>	<i>Begoña Giner</i>

**Friday 5 October: 09:15 – 11:00**

**Jara Room: Parallel Session Workshop (English) – Impression management**

**Chair: María Teresa Tascón**

<i>Code</i>	<i>AUTHORS</i>	<i>PAPER</i>	<i>DISCUSSANT</i>
<i>11</i>	<i>Saverio Bozzolan; Andrea Giornetti; Marco Mattei; Giovanna Michelin</i>	<i>Am I too optimistic for your share? An analysis of the tone in the shareholder letter</i>	<i>Encarna Guillamón</i>
<i>43</i>	<i>Encarna Guillamon Saorin; Helena Isidro; Ana Marques</i>	<i>Impression management and Non-GAAP reporting in earnings announcements</i>	<i>Juan Manuel García Lara</i>
<i>44</i>	<i>Encarna Guillamon Saorin; Beatriz García Osma; Walter Aerts</i>	<i>Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings</i>	<i>Giovanna Michelin</i>

*management and impression*

**Balo Room: Parallel Session Workshop (English) – Financial Reporting and Trade**

**Credit Chair: Félix López Iturriaga**

<i>Code</i>	<i>AUTHORS</i>	<i>PAPER</i>	<i>DISCUSSANT</i>
<i>48</i>	<i>Machteld Van den Bogaerd</i>	<i>Does media reputation affect properties of trade credit use?</i>	<i>Shaban J. Ngole</i>
<i>39</i>	<i>Anne-Mie Reheul; Tom Van Caneghem; Sandra Verbruggen</i>	<i>Financial Reporting Lags in the Non-Profit Sector: An Empirical Analysis</i>	<i>Machteld Van den Bogaerd</i>
<i>31</i>	<i>Allan Hodgson; David Hillier; Shaban. J. Ngole</i>	<i>The Valuation Role of Fair Value Accounting in Frontier Markets: Evidence from Africa</i>	<i>Tom Van Caneghem</i>

**Friday 5 October: 11:30 – 13:15**

**Jara Room: Parallel Session Workshop (English) – Financial reporting and Earnings  
 Management Chair: Encarna Guillamón**

<b>Code</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>	<b>DISCUSSANT</b>
54	<i>Elisabetta Ipino; Antonio Parbonetti</i>	<i>Mandatory IFRS adoption: the trade-off between real and accrual-based earnings management</i>	Fabrizio Di Meo
30	<i>Stefan Hahn; Thorsten Sellhorn</i>	<i>Transition from US GAAP to IFRS – Effects on Earnings Informativeness</i>	Antonio Parbonetti
46	<i>María T. Tascón; Francisco J. Castaño</i>	<i>Selection of variables in business failure analysis: mean selection vs. median selection</i>	Anne-Mie Reheul

**Balo Room: Parallel session (no discussants)-Workshop (English) –**

**Chair: María Victoria Ruiz Mallorquí**

<b>CODE</b>	<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>
8	<i>Carmen Aranda; Javier Arellano; Christine Choirat; Raffaello Seri</i>	<i>Ratchet effect and Conscientiousness in a dynamic setting: a laboratory experiment</i>
10	<i>Saverio Bozzolan; Giovanna Michelin</i>	<i>Impression management and organizational audiences: the Fiat Group case</i>
57	<i>Carlos Lourenço Moreira de Barros and Sónia Maria da Silva Monteiro</i>	<i>Determinants of mandatory environmental reporting: the case of portuguese primary metal and steel industry</i>

**Cardón Room: Spanish Journal of Finance and Accounting (SJFA-REFC)**

**Chair: Beatriz García Osma**

<b>AUTHORS</b>	<b>PAPER</b>	<b>DISCUSSANT</b>
<i>Félix López Iturriaga and Ignacio Morrós</i>	<i>Boards of directors and firm performance: the effect of multiple directorships</i>	Cristina Abad
<i>Begoña Giner; Ahmed Tahoun and Martin Walker</i>	<i>Accounting conservatism and dispersed ownership</i>	Fernando Peñalva

**Abstracts**

**Wednesday 3 October: 16:30-18:15**  
**JARA ROOM: Parallel Session Workshop (English)**  
**Auditing and earnings quality**

**Social capital and accounting quality: a new perspective for audit quality in private firms.**

*Pietro Andrea Bianchi*

**Abstract:**

In this paper we address the question whether social capital of auditors is positively associated with the quality of the audit. Auditors interact among each other to improve their expertise to detect and deter material misstatements in financial statements. We define what Francis and Yu

(2009) call “networking/consultation opportunities” as social capital. We use three common measures of earnings management to proxy audit quality: absolute abnormal working capital accruals, absolute discretionary revenues, and earnings smoothing. We proxy social capital with the construct of structural holes (Burt [1992]). We undertake a panel analysis of private firms over a five years period from 2006 to 2010. After controlling for endogeneity, our results show that firms with higher social capital auditors present lower absolute abnormal working capital accruals, lower absolute discretionary revenues and lower earnings smoothing.

### **How do investors value earnings quality? An analysis with structural equation models.**

*Cristina Ferrer; Susana Callao; José Ignacio Jarné; José Antonio Laínez*

**Abstract:**

This study investigates the impact of earnings quality on the relationship between earnings and stock prices. Specifically, we try to analyse the association between different desirable features of earnings and the value relevance.

In order to incorporate the multidimensional nature of earnings quality, we use Structural Equation Models, a suitable methodology for mitigating the effects of choosing the measurement method of earnings quality.

Our results evidence investors value the quality of accruals and dislike manipulated earnings by discretionary accruals except when this manipulation reduces the earnings volatility.

### **Behavioral criteria for the choice of an auditor with sector expertise: The case of Belgian nonprofit organizations**

*A-M Reheul; T. Van Canenghem; S. Verbruggen*

**Abstract:**

This study investigates auditor choice decisions in Belgian nonprofit organizations from a behavioral perspective. We investigate whether auditor choice in favor of an auditor with a high (versus low) level of sector expertise is associated with nonprofit organizations' expectations regarding six auditor attributes: competence/integrity/deontology, working relationship with management, audit fee, practical execution of the audit, client oriented analysis and suggestions, and sector expertise. It is important to understand the criteria underlying this choice as it has been revealed in the extant literature that auditor sector expertise improves audit quality and financial statement information. We find that nonprofit organizations attaching higher value to an auditor's sector expertise, to an auditor's personal contact and cooperation with the nonprofit's management and to an auditor's supply of client oriented analysis and suggestions are significantly more likely to choose an auditor with a higher level of sector expertise. From this finding we derive a number of recommendations for the audit profession and for policy makers.

**Wednesday 3 October: 16:30-18:15**  
**BALO ROOM: Parallel Session Workshop (Spanish)**  
**Calidad de la información contable**

**La calidad de la información de las empresas concursadas canarias.**

*Inmaculada Aguiar Díaz*

**Resumen:**

El presente estudio tiene por objeto analizar la incidencia de la auditoría, el tamaño y el sector en la calidad de la información de las empresas canarias que han entrado en el procedimiento concursal. Para medir la calidad de la información se utiliza la clasificación proporcionada por el modelo de predicción del fracaso Altman. Se asume que una adecuada clasificación de las empresas a partir de su información financiera preconcursal se asocia con una mejor calidad de la información (Kugler y Shields, 1989). El estudio se basa en una muestra de 459 sociedades canarias que han entrado en concurso desde la entrada en vigor de la Ley Concursal de 2003 hasta diciembre de 2011. Los resultados permiten aceptar parcialmente la hipótesis relativa a la incidencia de la auditoría al observarse que presentar cuentas auditadas solo es relevante en las empresas de mayor dimensión, y en particular las constructoras. Las hipótesis relativas al tamaño y sector son aceptadas ya que los resultados revelan una incidencia positiva del tamaño en la calidad de la información, así como diferencias significativas en función del sector de actividad.

**Contenido informativo de los informes de auditoría con salvedades en el mercado español**

*Laura Vivas Crisol; Josep García Blandón; Mónica Martínez Blasco*

**Resumen:**

La proliferación de escándalos contables durante la primera década de este siglo propició importantes cambios normativos en la figura del auditor, con el objetivo principal de reforzar su independencia. Estos cambios hacen necesario re-examinar los resultados obtenidos por las investigaciones precedentes. El objetivo de este trabajo es analizar el contenido informativo de la presentación de los informes de auditoría con salvedades de las empresas cotizadas españolas en el período 2002-2010. A diferencia de las investigaciones

previas, se ha analizado el efecto de la presentación de salvedades no únicamente en el precio de la acción sino también en el volumen de negociación. Otra característica diferencial de esta investigación ha sido la depuración de la muestra de todas aquellas observaciones que podían suponer un problema de confounding effects. Los resultados obtenidos permiten concluir que los informes con salvedades presentan contenido informativo relevante.

### **Tourist flow and earnings quality: Spanish hotel industry**

*Laura Parte Esteban; M. Pilar Alberca Oliver*

**Abstract:**

This study examines earnings quality in the Spanish hotel industry specifically; this paper evaluates how different economic and regional factors related to the hospitality industry affects earnings quality. This study is performed at industry level and earnings quality. This study is performed at industry level and regional level, considering the geographical location of hotel firms and the tourist flow of each region as possible factors that can explain differences in earning quality is associated with the regional tourist flow: the occupancy rate and the number of visitors with overnight stay.

**Wednesday 3 October: 18:45-20:30**  
**JARA ROOM: Parallel Session Workshop (English)**  
**Financial Reporting and IFRS Adoption**

### **Permanent Earnings vs. Reported Earnings : Does the Average Difference Approximate Zero?**

*Juan Manuel García Lara; Christos Grambovas; James Ohlson; Martin Walker*

**Abstract:**

This paper evaluates the hypothesis that the difference between reported earnings and permanent earnings approximates zero, on average. We measure a firm's permanent earnings using its stock price, and the short term interest rate determines the permanent earnings to price relation. In other words, the hypothesis corresponds to the idea that a

firm's capitalized reported earnings minus the stock price equals some "noise" which on average approximates zero. In valuation terms, the hypothesis depends on growth and risk cancelling each other, on average; our modeling does not depend on risk-neutrality.

The US data supports the hypothesis: reported earnings exceed permanent earnings in about half of all cases. However, the proportion can deviate materially from 50% in any year, and there is marked time-series correlation. The "zero average" should therefore be thought of as holding only because we evaluate several decades of data.

The permanent earnings hypothesis contrasts with an accounting that approximates fair value accounting, which provides the underpinnings for Hick's concept of economic earnings. Per theory, such earnings should exceed permanent earnings, on average. We evaluate this hypothesis by examining financial firms. The data supports the hypothesis in that reported earnings now exceed permanent earnings significantly more than 50% of the time. Thus the benchmark permanent earnings hypothesis, the "fifty-fifty" proposition, applies only for industrial firms.

### **The Economic Consequences of Mandatory IRPFS Adoption for Debt Financing**

*Annita Florou; Urska Kosi*

**Abstract:**

We examine whether the mandated introduction of International Financial Reporting Standards (IFRS) affects the source and cost of corporate debt. Using a global sample of public bonds and private loans we find that mandatory IFRS adopters are more likely to issue bonds than to borrow privately in the post-IFRS period. We also find that IFRS adopters pay lower bond yield spreads after the mandate while there seems to be no effect on loan spreads.

These findings suggest that mandatory IFRS adoption is beneficial for bond investors, who rely more on financial statements than private lenders. Overall, we document that mandatory IFRS adopters are more likely to raise debt from a larger pool of capital at a lower cost.

Finally, we show that the positive consequences of IFRS for debt financing are greater in countries with more efficient debt recovery processes and higher divergence between local GAAP and IFRS.

### **Income Smoothing with Unlimited Liability Firms**

*Nadine Georgiou*

#### **Abstract:**

We analyze income smoothing with private small and medium sized enterprises (SMEs) in Germany. We find that unlimited liability firms smooth incomes less than corporation. Levels of income smoothing are lower by 10-20%. Unlimited liability mitigates agency problems of debt and thus reduces the need for income smoothing in debt contracting. Further, income smoothing is positively related to the level of bank debt, but not to the level of total debt. With unlimited liability the association between income smoothing and bank debt is weaker. Finally, income smoothing is positively associated with stronger tax avoidance incentives, regardless of liability status.

**Wednesday 3 October: 18:45-20:30**

**BALO ROOM: Parallel Session Workshop  
(Spanish)  
Auditoría y otros mecanismos de control**

### **La cobertura mediática como mecanismo de control de la manipulación de resultados**

*Gonzalo Rodríguez Pérez; Manuel Álvarez Gómez*

#### **Resumen:**

Esta investigación analiza los efectos de la cobertura mediática y su favorabilidad como mecanismos que pueden controlar o influenciar la manipulación del resultado. La principal conclusión es que la reducción de la información asimétrica y el aumento de la transparencia generados por la cobertura mediática tienen efectos superiores en la manipulación del resultado al alza (reduciéndola) que la revelación voluntaria de información proporcionada por la empresa.

Por otro lado, la información revelada voluntariamente por la empresa reduce la manipulación del resultado al alza únicamente en las empresas más mediáticas. Además, la

cobertura mediática únicamente reduce la manipulación del resultado al alza en las empresas con una menor favorabilidad y en las empresas más endeudadas. Finalmente, la favorabilidad únicamente aumenta la manipulación del resultado al alza en las empresas que adoptan políticas contables agresivas.

### **Calidad de la auditoría, second tier y tamaño: su efecto en las empresas fracasadas no cotizadas españolas**

*Inmaculada Aguiar Díaz; Nieves Lidia Díaz Díaz*

#### **Resumen:**

El estudio tiene por objeto analizar la incidencia del tamaño en la calidad de la auditoría, aproximada por el fallo (error tipo II), en las empresas fracasadas no cotizadas. Para ello se utiliza una muestra de 733 empresas no cotizadas españolas que han entrado en proceso concursal en el período 2007-2010. Los resultados indican que, en el caso de las firmas Big4 el tamaño de la empresa no afecta al fallo de auditoría. Sin embargo, cuando se considera una segunda categoría de grandes firmas auditoras (*Second-Tier*), la probabilidad de incurrir en fallo disminuye con el tamaño de las empresas. Ello ofrece apoyo a la hipótesis de que el tamaño del cliente incide en el comportamiento de las firmas de auditoría, de forma que en el caso de las grandes empresas prevalece la hipótesis de reputación, reduciendo la probabilidad de fallo. No obstante, en las empresas de menor dimensión, la probabilidad de fallo es mayor en las *Second-Tier* que en las no Big. Si bien este efecto desaparece cuando se considera la opinión del auditor el año anterior al fracaso. Además, los resultados sugieren que tanto las Big4 como las *Second-Tier*, presentan menor probabilidad de fallo que las firmas no Big en las empresas de mayor dimensión, si bien esto solo ocurre en las Big4 cuando el auditor percibe que el fracaso es inminente.

### **Towards More Intelligent Regulation?: An Empirical Analysis of the Impact of Independence Regulations and Market Competitiveness on Auditor Reporting Behaviour**

*Emiliano Ruiz Barbadillo; Christopher Humphrey*

**Abstract:**

Significant regulatory intervention in the area of auditor independence has become increasingly common in recent years, most notably in the form of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX) and shows little sign of abating, with the European Commission demonstrating an expansive regulatory mindset through its recent Green Paper on auditing. While the effectiveness of such regulatory intervention has been much discussed in the US, assessments of impact have proved controversial because of the difficulty of controlling for competing causal influences on auditor behaviour, such as the existence of a highly litigious environment. This paper's empirical analysis of auditor independence reforms in Spain is both timely (in providing evidence of regulatory impact just as the European Commission's impact assessment of its Green Paper proposals have been questioned by the European Parliament) and internationally significant (in that the low litigious nature of the Spanish audit market provides a clean test of the impact of SOX-based reforms). The primary findings that auditor independence is positively associated with the competitiveness of the audit market and that levels of audit market competitiveness, on average, were higher prior to the regulatory reforms. Instead of being used loosely as a general proof of regulatory effectiveness in the area of auditor independence, the intelligent response to the Spanish experience is to appreciate the importance of any new audit regulations being made on a case-by-case basis and with appropriate, supporting empirical evidence.

**Wednesday 3 October: 18:45-20:30**  
**CARDÓN ROOM: Parallel Session Workshop**  
**(Spanish) Coste de Capital y Mercados de**  
**Capitales y Banca**

**El papel de la banca en la resolución del fracaso de las empresas no cotizadas españolas.**

*Inmaculada Aguiar Díaz; María Victoria Ruíz Mallorquí*

**Resumen:**

La literatura financiera se ha centrado tradicionalmente en analizar los factores determinantes del fracaso empresarial, a través de la propuesta de distintos modelos de predicción del fracaso. Sin embargo, los estudios relativos a la resolución del fracaso son escasos. El presente estudio trata de cubrir este vacío analizando el papel de la banca en la

decisión de reorganización versus liquidación de las empresas no cotizadas españolas. Para ello se cuenta con una muestra de 410 empresas que han entrado en concurso en el período 2004-2008 y que han resuelto el concurso. De acuerdo con las hipótesis planteadas, los resultados obtenidos indican que una mayor presencia de deuda bancaria en la estructura de capital, así como un menor grado de aseguramiento de la deuda, favorece la reorganización de las empresas. Estos resultados permiten concluir que la banca juega un papel determinante en la resolución del concurso en España.

### **Financial profile and leverage determinants: a European perspective**

*Nuria Arimany Serrat; Soledad Moya Gutiérrez; Neus Orgaz Guerrero*

#### **Abstract:**

This paper investigates the financial profile of companies listed on the Spanish, French and German Stock Market (IBEX 35, CAC 40 and DAX 30) for the period 2005-2010 with a twofold objective: first, to assess what is the position of each group in terms of financial profile and growth patterns and identify if there are significant differences between them and, second, to provide empirical evidence of leverage determinants. To do so, first we analyze financial and performance ratios and look for significant differences in terms of financial profile. Additionally and using a GMM model we look for determinants of leverage. Results show how Spanish companies are more indebted, less capitalized and performing worse than those in the CAC and DAX confirming our predictions of a more dangerous financial profile. As for the determinants of leverage, we provide evidence for previous years leverage, size, ROA and financial expense and there is also a country and year effect.

### **Seguimiento de la prensa especializada, favorabilidad de las noticias y su efecto en el coste de capital propio.**

*Gonzalo Rodríguez Pérez; Manuel Álvarez Gómez*

**Resumen:**

Nuestro objetivo es analizar si la información revelada por los medios de comunicación (noticias en prensa) y su favorabilidad ayuda a reducir el coste del capital propio. Esta información sería más objetiva, neutral y de mayor difusión que la revelada voluntariamente por la empresa. Así, sería efectiva al mitigar las asimetrías de información consiguiendo así disminuir el coste del capital propio.

Para una muestra de empresas del mercado continuo español nuestros resultados muestran que la cobertura mediática de los diarios especializados en información económica reduce el coste del capital propio. Esto no sucede si consideramos únicamente la de los diarios de carácter generalista. Asimismo, parece necesitarse un mínimo de cobertura mediática para que ésta tenga efecto. Respecto a la favorabilidad, ésta también reduce el coste del capital propio, a partir de un cierto nivel, pero considerando conjuntamente la de las noticias de los diarios de carácter generalista y especializados en información económica.

**Thursday 4 October: 09:00-10:45**  
**JARA ROOM: Parallel Session Workshop (English)**  
**Earnings Quality**

**Entrenched Managers' Usage of Earnings Management Tools**

*Fabrizio Di Meo; Juan Manuela García Lara; Jordi Surroca Aguilar*

**Abstract:**

Although managerial entrenchment has been typically considered as a signal of weak governance, we show that entrenched managers engage less in earnings management through discretionary accruals and through real activities manipulation. Both of these earnings management tools are detrimental to firm value. In fact, discretionary accruals decrease subsequent earnings due to its reversal property, and real activities manipulation decreases future firm performance due to its direct impact on cash flow.

Furthermore, we show that entrenched managers engage more aggressively in smoothing the earnings stream, which may be considered as less detrimental to firm value. Because

entrenched managers are less likely to engage in earnings management tools that reduce future firm performance, we also expect and find a positive association between CEO entrenchment and subsequent firm operating performance.

### **Earnings Management to Avoid Debt Covenant Violations and Future Performance**

*Scott Dyreng; Stephen A. Hillegeist; Fernando Peñalva*

#### **Abstract:**

We provide large sample evidence regarding the association between earnings management, debt covenants, and future firm performance. Using both time-series and cross-sectional tests, we show that firms engage in both real and accruals-based earnings management in order to avoid violating covenants. We also find evidence that firms engage in relatively more earnings management when the expected costs of a violation are higher. Finally, we examine whether shareholders benefit when their firms engage in costly covenant-related earnings management. Firms engaging in both real and accruals-earnings management generally experience slower growth in ROA. In addition, real earnings management firms experience negative abnormal equity market returns (roughly 10%). Our results indicate that shareholders

incur real costs when their firms engage in real earnings management activities in order to avoid debt covenant violations. However, covenant violations are costly for shareholders: bank intervention following covenant violations appear to change the firm's operations in a way that is suboptimal for equity holders.

### **Information consequences of accounting conservatism**

*Juan Manuel García Lara; Beatriz García Osma; Fernando Peñalva*

**Abstract:**

We study the information consequences of conservatism in accounting. We expect conservatism to improve the firm information environment by ameliorating information asymmetry problems, reducing uncertainty about the firm information structure, and facilitating the assessment of future earnings. Using a large US sample for the period 1976-2006, we find that an increase in firm-level conservatism leads to (i) a decrease in information asymmetry, (ii) a decrease in stock returns volatility, (iii) an improvement in analysts' forecasts accuracy, and (iv) a reduction in credit risk. The results are robust to a number of sensitivity checks.

**Thursday 4 October: 09:00-10:45**  
**BALO ROOM: Parallel Session (no discussants) -Workshop (Spanish)**

**Complementary uses of subjectivity in target setting and bonus decisions and its impact on performance**

*Carmen Aranda; Javier Arellano; Antonio Dávila*

**Abstract:**

This paper examines the relationship between target setting and subjective bonus in budget-based contracts, and its impact on performance. Based on goal setting and organizational justice theories we hypothesize that supervisors take into account the difficulty of the target set at the beginning of the year as well as the objective part of the compensation contract when determining subjective bonuses. Consistent with goal setting theory and procedural justice predictions, we find that managers adapt the subjective part of the bonus to the difficulty of targets, bonus expectations, and the outcomes of the formula based part of the bonus. Using data from 390 branches from 2003 to 2006 of a large travel retailer (1,282 branch-year observations), we find that branches that received more difficult beginning-of-year targets receive higher subjective bonus at the end of the period. We also find that subjective bonus is associated with higher expected objective bonuses. Our results also indicate that the association between change in targets and change in actual performance depends on the size of subjective bonus. This finding is consistent with managers using subjective bonuses not only to reward past performance

but to enhance commitment going forward. Also consistent with this latter goal setting theory argument, we find that the negative relationship between harder year-to-year targets and lower performance relative to targets (sales variance) is less steep the higher the subjective bonus.

### **Efecto del componente idiosincrático de las variables que definen la duración implícita de las acciones.**

*Olga Fullana; Juan M. Nave; David Toscano*

#### **Resumen:**

A partir de la expresión desarrollada en Dechow *et al.* (RAS, 2004) mediante la adaptación de la expresión tradicional de la duración de un bono, estimamos empíricamente la duración implícita de las acciones por primera vez en el mercado español, concretamente para las empresas no financieras que integran el índice IBEX35. En línea con Chen (JFE, 2011), entre otros, el objetivo del trabajo es calibrar el efecto que sobre la duración implícita de las acciones tiene el considerar el componente idiosincrático de las variables que intervienen en su cálculo, como son la autocorrelación del ROE y la autocorrelación de las ventas. Para ello mostramos los resultados bajo las dos hipótesis alternativas, evidenciando diferencias importantes, no solo en sentido cuantitativo sino también cualitativo, al cambiar la ordenación de las acciones por riesgo y su relación con el riesgo medio de la cartera de mercado. Finalmente, se documenta la nueva relación con otras medidas del riesgo de las acciones como la Beta, la capitalización bursátil, el EPR y el BtM.

### **La relación entre Responsabilidad Social Empresarial y Desempeño Financiero**

*Pablo Gómez Carrasco; José Luis Uceda Blanco*

#### **Resumen:**

Tanto en el mundo académico como en el empresarial se percibe un interés creciente por las prácticas socialmente responsables y su impacto en la reputación de las compañías. A pesar de que la mayor parte de los estudios realizados sobre la relación entre Responsabilidad Social Empresarial (RSE) y desempeño financiero (DF) de las empresas

sugieren una relación positiva, muchos autores coinciden en que el elevado número de estudios no concluyentes sobre esta cuestión subraya la necesidad de clarificar la forma concreta en que estas medidas de desempeño empresarial se relacionan. En este trabajo, partimos de una hipótesis alineada con la literatura anterior para investigar la relación en el contexto de la Unión Europea, analizando la influencia mediadora de variables propias de cada compañía, como los intangibles y la comunicación sobre RSE, y de la coyuntura económica, como variable del entorno. Nuestros resultados consolidan la hipótesis de la relación positiva, e indican que ésta se puede dar de forma directa o producirse mediante la intervención de otras variables, en función de la coyuntura económica. Por lo tanto, la RSE se consolida como fuente de ventaja competitiva y herramienta de protección en momentos de crisis, que dota de mayor estabilidad financiera a las compañías que la incorporan en el núcleo de su estrategia de negocio.

### **Eficiencia bancaria en costes. ¿Existe convergencia en la UE ampliada?**

*Jordi Moreno; José Luis Gallizo; Manuel Salvador*

#### **Resumen:**

El objetivo del estudio es verificar la existencia de un proceso de convergencia en materia de eficiencia bancaria en costes, entre los nuevos miembros de la UE y los países que ya formaban parte de la UE-15. Para ello se han estimado, mediante la utilización de modelos de frontera estocástica (SFA) aplicados a datos de panel, los niveles de eficiencia bancaria de una muestra de 27 países europeos durante el período 2000-2008. Los resultados obtenidos corroboran la hipótesis de que el proceso de integración europea ha contribuido a la existencia de dicha convergencia, si bien, este acercamiento en los niveles de eficiencia no parece iniciarse hasta que los sectores bancarios han adaptado en gran medida su legislación a la comunitaria, y han llevado a cabo las reformas necesarias.

### **Keys to reduced earnings managements in emerging markets through adaptation of IFRS**

*Hector Horacio Garza Sánchez; Isabel Martínez Conesa; Mercedes Palacios Manzano*

**Abstract:**

This paper examines earnings quality adapted to International Financial Reporting Standards in Mexican emerging capital market and how investor protection and audit quality to override managers' incentives to engage in earnings management.

We evidence that the new accounting regulation could be considered of high quality financial reporting standard because it is associated with lower earnings management. We also conclude that firm's decision to cross-list on US markets is associated with higher quality earnings reported on their home market. Finally, we discuss that in the absence of investor protection, Big 4 auditors simply do not have incentives to enforce high quality earnings and risk dismissal by their clients.

**Thursday 4 October: 15:45-17:30**  
**JARA ROOM: Parallel Session Workshop (English)**  
**Financial Reporting**

**Tax Loss Carryforward Disclosure and Uncertainty**

*Vanessa Ellermeyer; Jens Müller*

**Abstract:**

The value of tax loss carryforwards is difficult to assess for an investor since it strongly depends on if and when they can be offset against taxable income. We examine whether companies voluntarily disclose additional information about tax loss carryforwards when their recoverability is more uncertain. To investigate whether companies consider such uncertainty in their disclosure policy, we employ a multivariate cross-section regression analysis, controlling for other factors that might influence disclosure. We develop a disclosure index and distinguish between mandatory disclosure under IAS 12 and voluntary disclosure. Our empirical analysis is based on a sample of German hand collected data from notes of IFRS financial statements. We find that companies that are exhibited to greater ex ante uncertainty voluntarily disclose more and more useful information regarding the future usability of tax loss carryforwards. These findings are robust for several indicators representing information and income uncertainty. Our findings suggest that managers anticipate the investors' need for more private information and thus disclose them voluntarily to send a signal of credibility to the market participants. It can be assumed that

disclosing this information is less costly than facing potential risk premiums demanded by investors leading to higher cost of capital.

### Recognition versus Disclosure of Fair Values

*Maximilian A. Müller; Edward J. Riedl; Thorsten Sellhorn*

#### **Abstract:**

This paper examines the relative earnings informativeness of recognized versus disclosed fair values. While prior literature documents valuation differences across recognized versus disclosed financial information, it is silent on attributing such differences across two theoretical causes: lower reliability of the disclosed information, and/or its incomplete processing by investors. To address this issue, we use the unique setting of European real estate firms reporting under International Financial Reporting Standards, which require that the fair values of investment properties either be recognized on the balance sheet (“recognition firms”) or disclosed in the footnotes (“disclosure firms”). Using this latter disclosure, we obtain comparable earnings constructs that include unrealized fair value changes for both sets of firms. We find that fair value-based earnings is less informative for disclosure firms, consistent with greater noise in disclosed versus recognized fair values. Further evidence supports lower reliability of disclosed fair values—reflected in improved earnings informativeness for those disclosure firms using external appraisers to derive fair value estimates—but fails to support incomplete processing of disclosed information by investors. Overall, these findings are consistent with lower reliability of disclosed fair values explaining its lower earnings informativeness relative to recognized fair values.

### Scores Based on Fundamental Signals, Persistence of Market Anomalies, and Limits to Arbitrage

*Borja Amor-Tapia; María T. Tascón*

#### **Abstract:**

Our work tests the usefulness of score measures based on fundamental signals (FSORE1, FSORE2,

GSCORE and PEIS) in an out-of-sample study during the last three decades. While previous research, mainly focused in US, shows that fundamental signals derived from financial statements allow for future abnormal stock returns, our European sample documents that some of them (FSCORE2 and PEIS) do not work as a source of market anomalies. By contrast, two other fundamental signals (FSCORE1, GSCORE) still allow for abnormal returns in our sample and period. We also contribute to the market efficiency debate by documenting the role of idiosyncratic volatility, transaction costs and noise trader risk, in the persistence of market anomalies, supporting the existence of limits to arbitrage for these investment strategies.

**Thursday 4 October: 15:45-17:30**  
**BALO ROOM: Parallel Session Workshop (Spanish)**  
**Banks, Corporate Governance and IFRS**

### **Banks in boards, do they influence financial decisions?**

*Félix López Iturriaga; Emma García Meca; Fernando Tejerina Gaité*

#### **Abstract:**

We study the relation between the capital structure decisions of Spanish listed firms between 2004 and 2010 and institutional directors, making a distinction between those ones who keep business relations with the firm in whose board they sit, and institutional investors whose business activity is not related to the company in which they hold a directorship. We also check the robustness of the results by analyzing the effects of institutional directors on bank debt, the influence of institutional directors in the audit committee, and the possible existence of a substitution effect between institutional directors and insider ownership. We find that institutional directors have diverse incentives to engage in corporate governance. Consistent with the importance of business relations, we find that directors representing pressure sensitive investors (i.e., banks and insurance companies) have a preference for lower financial leverage, while pressure resistant directors (i.e., mutual funds and pension funds) do not seem to have a significant effect. Nevertheless, when analysed separately, bank and insurance firm representative directors show different attitudes: bank representatives increase both the financial leverage and the banking debt. We also find a sort of risk aversion among directors representing banks, so

that the higher the fraction of shares they own, the more the companies refuse both financial leverage and banking debt

### **The effects of IFRS adoption on accounting conservatism: Evidence from Spain**

*Olga Fullana Samper; Mariano González Sánchez; Juan M. Nave Pineda*

#### **Abstract:**

The European Union required EU-listed companies to prepare consolidated financial statements in accordance with IFRS for annual periods beginning on or after January 1, 2005. In this context, the Spanish case is characterized by mandatory IFRS adoption in a code-law accounting system. Results on the Basu (1997) and the Ball and Shivakumar (2005) models using GMM-SYS estimation method, indicate that Spanish listed companies included in the IBEX-35 show conditional accounting conservatism, which has not modified after the IFRS adoption. Furthermore, we find an unconditional accounting conservatism pre-empting the application of conditional conservatism. This effect of unconditional conservatism decreases after the adoption of IFRS. Results are in line with previous works as Cano-Rodríguez (2010), Callao et al. (2007) and Garcia and Mora (2004).

### **Corporate Governance and Corporate Reputation: An Empirical Analysis**

*María Cristina Abad Navarro; Francisco Bravo Urquiza; Joquina Laffarga Briones*

#### **Abstract:**

The objective of this paper is to test the influence of corporate governance characteristics on corporate reputation. Results from the empirical analysis show that, Spanish companies that are appear on top of the ranking of the reputation index MERCO tend to have a higher percentage of independent directors as well as more female directors on their board. The results have direct implications for the management of corporate governance mechanisms by shareholders which should take into account its role in the creation and maintenance of corporate reputation.

**Friday 5 October: 09:15-11:00**  
**JARA ROOM: Parallel Sessions Workshop (English)**  
**Impression management**

**Am I too optimistic for your share? An analysis of the tone in the shareholder letter**

*Saverio Bozzolan; Andrea Giornetti; Marco Mattei; Giovanna Michelon*

**Abstract:**

Previous literature shows that disclosure can be used to signal the quality of the disclosing firm or, strategically, to manage the impressions that stakeholders have of the company. In this paper, we focus on the letter to the shareholders as a vehicle for disclosure, because it is unaudited and not subject to regulation. Thus it can be characterized by more discretion both about the content of the letter and the tone communicated through it.

The aim of this paper is to study whether impression management in the letter to shareholders is associated with the role played by person who signs the letter in the board of directors. By considering all the companies listed on the Milano Stock Exchange in the period 2008-2010, we analyse whether the letter is trying to manage the impression of shareholders about the past (disclosure tone when presenting the results: claim responsibility for good results and decline responsibility for bad results) or about the future (disclosure tone when presenting the strategy: more optimistic tone about the future when actual results are bad) and whether it depends on the role of the person who signs the letter. Our results provide evidence that the letter to shareholders presents higher level of positive disclosure tone when it is signed by an executive or a representative of a major shareholder than when it is signed by an independent director. This evidence contributes to the literature by showing that impression management in the letter to shareholders is driven by the role played by the signer of the letter within the board of directors.

### **Impression management and Non-GAAP reporting in earnings announcements**

*Encarna Guillamon Saorin; Helena Isidro; Ana Marques*

**Abstract:**

This paper analyzes whether managers combine the use of impression management techniques around qualitative data and the disclosure of non-GAAP earnings measures when announcing annual results. The study is carried out on an international sample of European firms, during 2003-2005. We use manual content analysis to code five impression management techniques. Our results show that the two disclosure mechanisms are complementary used in earnings announcement. Managers that adjust more GAAP earnings in their calculation of non-

GAAP measures also use more impression management techniques. The market reaction tests indicate that the presence of impression management in earnings announcements is positively associated with higher cumulative abnormal returns and larger forecasts revisions. But we find that market participants react negatively when managers attempt to combine both non-GAAP reporting and impression management.

### **Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings management and impression management**

*Encarna Guillamón Saorón; Beatriz García Osma; Walter Aerts*

**Abstract:**

Financial reporting communication involves a number of corporate disclosures, both mandatory and voluntary. In this paper, we take a comprehensive approach to evaluating companies financial reporting communication strategy and examine the relationship between earnings management in the audited financial statements and a number of impression management techniques in annual results press releases. We are interested in assessing the relationship between these two corporate self-serving reporting practices. Using a sample of Spanish quoted companies, we first show that companies with greater earnings management are less likely to issue an annual result press release. Amongst those

that do issue a press release, we find evidence that companies with greater earnings management also show greater impression management, indicating that managers that engage in self-serving disclosure practices may do so at several levels of company communication. According to this evidence, impression management and earnings management are complementary disclosure practices jointly used to manipulate the perception of outsiders about corporate performance.

Friday 5 October: 09:15-11:00  
BALO ROOM: Parallel Sessions Workshop (English)  
Financial Reporting and Trade Credit

### **Does media reputation affect properties of trade credit use?**

*Machteld Van den Bogaerd*

#### **Abstract:**

A positive corporate reputation is generally taken to be a valuable intangible asset leading to competitive advantage. In this paper we examine the association between a firm's media reputation and properties of its trade accounts payable in a sample of listed UK firms. We allege that the firm's media reputation can be instrumental in affecting suppliers' credit risk perception of a firm and, thus, facilitates the firm's use of trade credit as a source of finance. Our results document a significant positive association between a firm's overall media reputation and properties of its trade accounts payable, suggesting that a positive media reputation affects suppliers' creditworthiness opinion of the firm and enhances the firm's capacity to employ trade credit. In addition, smaller and less profitable firms, which are less likely to enjoy a supportive credit quality reputation, exhibit a stronger positive association of media reputation and level of trade accounts payable. The association of a firm's media reputation and its period of trade credit obtained is stronger for less profitable firms, but weaker for smaller firms. The latter may be related to the significantly larger bargaining power of larger firms.

## **Financial Reporting Lags in the Non-Profit Sector: An Empirical Analysis**

*Anne-Mie Reheul; Tom Van Caneghem; Sandra Verbruggen*

### **Abstract:**

We examine financial reporting lags among a large sample of Belgian non-profits. Doing so, we (i) add to the literature on financial reporting in the non-profit sector; and (ii) test the generalisability of findings regarding the financial reporting lag from the private sector. We note that financial reporting lags of Belgian non-profits are substantially larger than those reported in prior studies based on private firms. In addition, we note that 17.2% of the sample organizations do not file their FS within the legal time span. Next to drivers of the financial reporting lag that have been identified in prior studies based on private firms, we find that the way of funding the non-profit (i.e., reliance upon donations and/or grants) and its specific area of activity are significantly related to the financial reporting lag. Moreover, our results suggest that important changes in accounting regulation significantly delay the financial reporting process.

## **The Valuation Role of Fair Value Accounting in Frontier Markets: Evidence from Africa**

*Allan Hodgson; David Hillier; Shaban J. Ngole*

### **Abstract:**

This paper investigates the role of fair value accounting on earnings quality and equity valuation in Africa. Many African countries have adopted International Financial Reporting Standards, even though their innate illiquidity and inefficiencies severely limit the benefits of using fair values. Using a broad cross-section, we provide empirical evidence that fair value accounting increases the value relevance of earnings and equity, even after controlling for firm and country-level characteristics.

**Friday 5 October: 11:30-13:15**  
**JARA ROOM: Parallel Sessions Workshop (English)**  
**Financial Reporting and Earnings Management**

**Mandatory IFRS adoption: the trade-off between real and accrual-based earnings management**

*Elisabetta Ipino; Antonio Parbonetti*

**Abstract:**

This paper examines whether firms substitute real and accrual-based earnings management once the International Financial Reporting System (IFRS) becomes mandatory. Using a sample of 11,771 firm-year observations from 23 countries between 2002 and 2008, we document a decrease (increase) in accrual (real-based) earnings management activities for mandatory IFRS adopters only in countries with strict enforcement regimes. Moreover, we show that the switch from accrual-based to real earnings management activities leads to a much larger decline in performance and less value relevance of earnings for those firms that engaged in such a trade-off than for firms who did not. Taken together results document that the accounting regulators efforts to increase earnings quality by reducing managerial discretion may have the unintended consequence of increasing real-based earnings management thus reducing firms' performance and value relevance of earnings.

**Transition from US GAAP to IFRS – Effects on Earnings Informativeness**

*Stefan Hahn; Thorsten Sellhorn*

**Abstract:**

Using a sample of German firms, this paper is the first to investigate whether a transition from US GAAP to IFRS affects a specific property of financial reporting: earnings informativeness. Using as a control group firms that use IFRS throughout our analysis period of 2001-2010, we separate the effect of adopting a different set of financial reporting standards from the effect of changing institutional factors and reporting incentives. We find a significant increase in earnings informativeness for a subsample of firms that have the largest relative de-facto differences between US GAAP and IFRS incomes, whereas the average effect on earnings informativeness following the transition to IFRS is insignificant

for the full sample. Our findings contribute to the debate on IFRS adoption in the US by helping regulators assess the potential effects of a transition from US GAAP to IFRS on the properties of adopters' financial statements.

### **Selection of variables in business failure analysis: mean selection vs. median selection**

*María T. Tascón; Francisco J. Castaño*

#### **Abstract:**

This paper focuses on one of the most determinant processes in business failure assessment: variable selection. Firstly we perform a double selection based in previous literature. Using a wide sample of 40 empirical works, we identify the most commonly found significant accounting ratios, but we complement this study by identifying the most frequently significant economic features underlying the variables, what constitutes our first relevant contribution. Then we apply this first-level variable selection to perform a statistical variable selection on a sample of small firms using both mean differences and median differences. As the resulting variables differ in each test, we have performed a varied group of business failure assessment methods (LDA, QDA, LogDA, KNNDA, logit and probit) in order to identify the implications of using one test or the other. Our results show that the nature of the sample determines not only the statistical variable selection test, but the most appropriate methods to assess business failure, what constitutes our main contribution. Also, we contribute by providing new evidence on the addition of qualitative information, being previous evidence for SMEs scarce.

**Friday 5 October: 11:30-13:15**  
**BALO ROOM: Parallel Sessions (no discussant) - Workshop (English)**

**Ratchet effect and Conscientiousness in a dynamic setting: a laboratory experiment**

*Carmen Aranda; Javier Arellano; Christine Choirat; Raffaello Seri*

**Abstract:**

In control management literature, a myriad of papers have studied incentive schemes grouped in piece-rate and budget-based systems. Advocates of budget-based contracts claim that they are the optimal ones in the presence of information asymmetry. Likewise, a strand of literature has pointed and developed a moral hazard problem that arises in a dynamic setting when targets are revised based on past performance information. And finally, according to the agency theory, this opportunistic behavior takes place in all agents with the same intensity.

Business ethics scholars have criticized that labeling the default human behavior as opportunism overlooks individual factors associated with human nature. Empirical evidence in personality and organizational research unambiguously suggests that personal traits affect job-related behaviors and the outcome that organizations value, mainly performance. Leveraging on the findings of the most widely accepted structure of personality, coined as the five-factor model, and specifically in the trait of conscientiousness, in this paper we challenge the agency theory prediction that all agents have the same inclination to opportunism and they do it with the same intensity. Finding opportunistic differences among agents has important consequences in terms of the design of contracts. It could very well happen that the first-best incentive scheme for an employee would not be the first-best for another employee if their traits are different. What might work for an employee might demotivate another, and then there is room to analyze if there exists a universal optimal incentive scheme.

To the best of our knowledge, this paper constitutes the first attempt of analyzing the interplay between incentive contracts and personality traits. Its design responds to the following research questions: Which scheme is better and for whom? Should or should not top managers revise targets?

## **Impression management and organizational audiences: the Fiat Group case**

*Severio Bozzolan; Giovanna Michelin*

### **Abstract:**

The aim of this paper is to study how management strategically uses disclosure to manage the belief of different audiences. In particular, we study this interaction process of the FIAT Group with three organizational audiences (the local and international press and the financial analysts) who represent three key audiences characterized by different levels of salience for the company (Mitchell et al. 1997). We focus on both how the management reacts to the existing optimism of each audience and how the disclosure tone adopted by Fiat influences the ex-post optimism in the local and international press or in the financial analyst community.

We investigate the disclosure of Fiat Group over a period of six years (2004 – 2009) during which 72 price sensitive press releases were published. On the basis of 2,013 (272) news published in Italian (international) newspapers and 377 analyst reports, we find evidence of different patterns in the interaction process between FIAT and its audiences. Our result also shows some differences in the way in which Fiat is affected by and affects the sentiment of each audience, thus highlighting that the salience of the stakeholder is an important driver of the adoption of impression management techniques in the ordinary accountability process.

## **Determinants of mandatory environmental reporting: the case of portuguese primary metal and steel industry**

*Carlos Lourenço Moreira de Barros; Sónia Maria da Silva Monteiro*

### **Abstract:**

This study aims to analyse, in a sample of large Portuguese companies of the primary metal and steel industry, the level of environmental disclosure in annual accounts for 2008, and its explanatory factors, based on the requirements of the Accounting Guideline 29-Environmental Matters. Using the content analysis technique to measure the level of environmental disclosure (by creating an Environmental Disclosure Index; EDI), we

developed a linear regression model, considering the EDI as a dependent variable and the company size, quotation on the stock market, foreign ownership and environmental certification as independent variables. The results show that 76.9% of companies do not provide any type of environmental information in the notes. The 9 companies which made disclosures emphasized the positive nature of their information and narrative. Although the EDI average is low, in the discloser companies there is reasonable compliance with the requirements of the accounting framework ( $EDI \pm 0.5$ ), i.e. we can say there is, in the same organizational field, a certain process of homogenization that relies on a coercive isomorphism. Statistical analysis also shows that companies with environmental certification are those that have a higher EDI, finding in the disclosure a way to legitimize their environmental actions to society.

### Lists of Participants

NOMBRE/NAME	INSTITUCIÓN /INSTITUTION	E-mail
Abad Navarro, Maria Cristina	Universidad de Sevilla	<a href="mailto:cabad@us.es">cabad@us.es</a>
Aguiar Diaz, Inmaculada	Universidad de Las Palmas de Gran Canaria	<a href="mailto:jaguiar@defc.ulpgc.es">jaguiar@defc.ulpgc.es</a>
Álvarez Gómez, Manuel	Universidad Autónoma de Barcelona	<a href="mailto:Manuel.Álvarez@uba.cat">Manuel.Álvarez@uba.cat</a>
Amor Tapia, Borja	Universidad de León	<a href="mailto:borja.amor@unileon.es">borja.amor@unileon.es</a>
Aranda León, María del Carmen	Universidad de Navarra	<a href="mailto:maranda@unav.es">maranda@unav.es</a>
Arellano, Javier	Universidad de Navarra	<a href="mailto:jarellano@unav.es">jarellano@unav.es</a>
Arimany Serrat, Nuria	Universidad de Vic	<a href="mailto:nuria.arimany@uvic.cat">nuria.arimany@uvic.cat</a>
Bianchi, Pietro Andrea	IE Business School (Madrid)	<a href="mailto:pbianchi.phd2013@student.ie.edu">pbianchi.phd2013@student.ie.edu</a>
Bona Sánchez, Carolina	Universidad de Las Palmas de Gran Canaria	<a href="mailto:cbona@defc.ulpgc.es">cbona@defc.ulpgc.es</a>
Bravo Urquiza, Francisco	Universidad de Sevilla	<a href="mailto:pacobravo@us.es">pacobravo@us.es</a>
Da Silva Monteiro, Sonia Maria	School of Management of Polytechnic Institut of Cávado and the Ave	<a href="mailto:smonteiro@ipca.pt">smonteiro@ipca.pt</a>
Di Meo, Fabrizio	Universidad Carlos III de Madrid	<a href="mailto:fabrizio.dimeo@uab.es">fabrizio.dimeo@uab.es</a>
Diaz Diaz, Nieves Lidia	Universidad de Las Palmas de Gran Canaria	<a href="mailto:ndiaz@defc.ulpgc.es">ndiaz@defc.ulpgc.es</a>
Ferrer Garcia, Cristina	Universidad de Zaragoza	<a href="mailto:cferrer@unizar.es">cferrer@unizar.es</a>
Lullana Samper, Olga	Universidad CEU Cardenal Herrera	<a href="mailto:olgafullana@uch.ceu.es">olgafullana@uch.ceu.es</a>
García Blandon, Josep	Universitat Ramon Llull	<a href="mailto:josep.garcia@iqs.edu">josep.garcia@iqs.edu</a>

García Lara, Juan Manuel	Universidad Carlos III	<a href="mailto:jmglara@upct.es">jmglara@upct.es</a>
García Osmá, Beatriz	Universidad Autónoma de Madrid	<a href="mailto:beatriz.garcia@uam.es">beatriz.garcia@uam.es</a>
Garza Sánchez, Héctor Horacio	Universidad Autónoma de Nuevo León	<a href="mailto:hgarza@um.es">hgarza@um.es</a>
Gassen, Joachim	University of Berlin	<a href="mailto:gassen@wiwi.hu-berlin.de">gassen@wiwi.hu-berlin.de</a>
Georgiou, Nadine	University of Berlin	<a href="mailto:nadine.georgiou@fu.berlin.de">nadine.georgiou@fu.berlin.de</a>
Giner Inchausti, M <sup>o</sup> Begoña	Universidad de Valencia	<a href="mailto:Begona.Giner@uv.es">Begona.Giner@uv.es</a>
Gómez Carrasco, Pablo	Universidad Autónoma de Madrid	<a href="mailto:pablog.carrasco@uam.es">pablog.carrasco@uam.es</a>
González Sánchez, Mariano	Universidad CEU Cardenal Herrera	<a href="mailto:mariano.gonzalez@uch.ceu.es">mariano.gonzalez@uch.ceu.es</a>
Guillamon Saorin, Encarna	Universidad Carlos III de Madrid	<a href="mailto:Encarna.guillamon@uc3m.es">Encarna.guillamon@uc3m.es</a>
Isidro, Helena de Oliveira	ISCTE IUL (Lisboa)	<a href="mailto:Helena.Isidro@iscte.pt">Helena.Isidro@iscte.pt</a>
Kosí, Urska	Humboldt University	<a href="mailto:kosi@hu-berlin.de">kosi@hu-berlin.de</a>
López Iturriaga, Félix	Universidad de Valladolid	<a href="mailto:flopez@eco.uva.es">flopez@eco.uva.es</a>
Michelon, Giovanna	University of Padova	<a href="mailto:giovanna.michelon@unipd.it">giovanna.michelon@unipd.it</a>
Moreno Gene, Jordi	Universidad de Lleida	<a href="mailto:jmoreno@aegem.udl.cat">jmoreno@aegem.udl.cat</a>
Moya Gutiérrez, Soledad	Eada Business School	<a href="mailto:soledad.moya@uab.cat">soledad.moya@uab.cat</a>
Müller, Jens	University of Graz	<a href="mailto:jens.mueller@uni-graz.at">jens.mueller@uni-graz.at</a>
Nave Pineda, Juan M.	Universidad de Castilla-La Mancha	<a href="mailto:Juan.Nave@uclm.es">Juan.Nave@uclm.es</a>
Ngole, Shaban j.	The Institute of Finance Management	<a href="mailto:bus6sjn@leeds.ac.uk">bus6sjn@leeds.ac.uk</a>
Orgaz Guerrero, Neus	Universidad Autónoma de Barcelona	<a href="mailto:Neus.Orgaz@uab.es">Neus.Orgaz@uab.es</a>
Palacios Manzano, Mercedes	Universidad de Murcia	<a href="mailto:palacios@um.es">palacios@um.es</a>
Parbonetti, Antonio	University of Padua	<a href="mailto:antonio.parbonetti@unipd.it">antonio.parbonetti@unipd.it</a>
Parte Esteban, Laura	Universidad Nacional de Educación a Distancia	<a href="mailto:lparte@cee.uned.es">lparte@cee.uned.es</a>
Peñalva Acedo, Fernando	IESE Business School Universidad de Navarra	<a href="mailto:fpenalva@iese.edu">fpenalva@iese.edu</a>
Pérez Alemán, Jerónimo	Universidad de Las Palmas de Gran Canaria	<a href="mailto:jperez@defc.ulpgc.es">jperez@defc.ulpgc.es</a>
Poveda, Francisco	Universidad de Alicante	<a href="mailto:fpoveda@ua.es">fpoveda@ua.es</a>
Reheul, Anne-Mie	HU Brussel	<a href="mailto:annemie.reheul@hubrussel.be">annemie.reheul@hubrussel.be</a>
Rodríguez Pérez, Gonzalo	Universidad Autónoma de Barcelona	<a href="mailto:gonzalo.rodriguez@uab.cat">gonzalo.rodriguez@uab.cat</a>
Ruiz Barbadillo, Emiliano	Universidad de Cádiz	<a href="mailto:emiliano.ruiz@uca.es">emiliano.ruiz@uca.es</a>
Ruiz Mallorquí, María Victoria	Universidad de Las Palmas de Gran Canaria	<a href="mailto:vrui@defc.ulpgc.es">vrui@defc.ulpgc.es</a>
Santana Martín, Domingo Javier	Universidad de Las Palmas de Gran Canaria	<a href="mailto:jsantana@defc.ulpgc.es">jsantana@defc.ulpgc.es</a>
Sellhorn, Thorsten	WHU - Otto Beisheim School of Management	<a href="mailto:Thorsten.Sellhorn@whu.edu">Thorsten.Sellhorn@whu.edu</a>
Shivakumar, Lakshmanan	London Business School	<a href="mailto:vnash@london.edu">vnash@london.edu</a>



---

Tascón Fernandez , Maria Teresa	Universidad de León	<a href="mailto:m.tascon@unileon.es">m.tascon@unileon.es</a>
Toscano Pardo, David	Universidad de Huelva	<a href="mailto:dtoscano@uhu.es">dtoscano@uhu.es</a>
Van Caneghem, Tom	HU Brussel	<a href="mailto:tom.vaneghem@hubrussel.be">tom.vaneghem@hubrussel.be</a>
Van Den Bogaerd, Machteld	HU Brussel	<a href="mailto:machteld.vandenbogaerd@hubrussel.be">machteld.vandenbogaerd@hubrussel.be</a>
Vivas Crisol, Laura	Universidad Ramon Llull	<a href="mailto:laura.vivas@iqs.url.edu">laura.vivas@iqs.url.edu</a>



**Useful Information**

**BUS TIMETABLE IFA CATARINA**

October 3

Hotel IFA Catarina- Hotel Villa del Conde: 14.00 h

Hotel Villa del Conde- Hotel IFA Catarina: 24:00 h

October 4

Hotel IFA Catarina-Hotel Villa del Conde: 08:30 h

Hotel IFA Faro-Hotel IFA Catarina: 24:00 h

October 5

Hotel IFA Catarina-Hotel Villa del Conde: 08:45 h

Hotel Villa del Conde-Hotel IFA Catarina 16 h

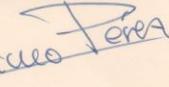


El Comité Organizador del **IX WORKSHOP DE INVESTIGACIÓN EMPIRICA  
EN CONTABILIDAD FINANCIERA** certifica que:

**D/Dña. Laura Vivas Crisol**

ha asistido al **IX WORKSHOP DE INVESTIGACIÓN EMPIRICA EN  
CONTABILIDAD FINANCIERA**, celebrado en Gran Canaria durante los días  
3, 4 y 5 de octubre de 2012.

Gran Canaria, a 5 de septiembre de 2012



UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA  
DIVISION DE ECONOMIA FINANCIERA Y CONTABILIDAD

Comité Organizador





UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS  
DE GRAN CANARIA

El Comité Organizador certifica que:

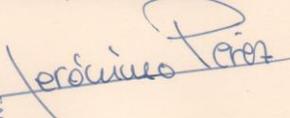
**Laura Vivas Crisol**

ha ejercido como **CONTRAPONENTE** del trabajo:

**Tourist flow and earnings quality: Spanish hotel industry**

en el **IX WORKSHOP DE INVESTIGACIÓN EMPIRICA EN CONTABILIDAD  
FINANCIERA**, celebrado en Gran Canaria durante los días 3, 4 y 5 de  
octubre de 2012

Gran Canaria, a 5 de septiembre de 2012


Comité Organizador



**Anexo 4. Aceptación artículo “El informe de auditoría con salvedades: ¿Una mayor independencia y competencia del auditor aumenta su contenido informativo?” para su publicación en la Revista de Contabilidad- Spanish Accounting Review.**

---

De: ees.rcsar.0.2e7372.ab66ca48@eesmail.elsevier.com <ees.rcsar.0.2e7372.ab66ca48@eesmail.elsevier.com> en nombre de Revista de Contabilidad/Spanish Accounting Review <rcsar@elsevier.com>  
Enviado: miércoles, 7 de enero de 2015 15:35  
Para: Martínez Blasco Mònica  
Asunto: RCSAR-D-14-00011R2: decisión de los editores / editorial decision

Apreciado/a Dr. Martinez-Blasco:

Le comunicamos que su manuscrito "El informe de auditoría con salvedades: ¿Una mayor independencia y competencia del auditor aumenta su contenido informativo?" (Ref. RCSAR-D-14-00011R2) ha sido aceptado para su publicación en Revista de [Contabilidad-Spanish Accounting Review](#).

Recuerde que en su momento le remitiremos las pruebas de autor en formato pdf a esta misma dirección electrónica.

Reciba un cordial saludo,

Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review

\*\*\*\*\*

Dear Dr. Martinez-Blasco,

We are glad to inform you that your article "El informe de auditoría con salvedades: ¿Una mayor independencia y competencia del auditor aumenta su contenido informativo?" (Ref. RCSAR-D-14-00011R2) has been accepted for its publication in Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review.

Please remember that, before publication, you will receive an e-mail with the galley proofs of your article in pdf format.

Thank you for your contribution to the journal.

Yours sincerely,

Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review

---



**Anexo 5. Artículo “Análisis de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en las empresas cotizadas españolas en el periodo 2005-2010”.**

A continuación se adjunta el artículo.



*Revista de Contabilidad y Dirección*  
*Vol. 17, año 2013, pp. 101-118*

## **Análisis de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en las empresas cotizadas españolas durante el período 2005-2010**

LAURA VIVAS  
JOSEP GARCÍA BLANDÓN  
MÒNICA MARTÍNEZ  
CRISTINA PUJOL MASDEU  
IQS School of Management, Universitat Ramon Llull

Fecha recepción: 14/07/2013  
Fecha aceptación: 20/10/2013



## RESUMEN

La crisis económica actual ha llevado al primer plano de la actualidad las retribuciones de los altos directivos de empresa. La coexistencia de empresas rescatadas con fondos públicos, accionistas que han perdido buena parte de su patrimonio y simultáneamente directivos retirados en condiciones privilegiadas, ha generado un importante malestar social. En este trabajo se ha realizado un estudio de las retribuciones del Consejo de Administración y la Alta Dirección en la empresa cotizada española durante el período 2005-2010, con el doble objetivo de mostrar su evolución y la relación con indicadores de desempeño. Los resultados muestran, en primer lugar, que las retribuciones de las cúpulas directivas han aumentado a lo largo del período de estudio, incluso durante los años de fuerte crisis económica. También se constata la inexistencia de una relación significativa entre retribuciones y desempeño por parte de directivos y consejeros empresariales.

## PALABRAS CLAVE

Retribución variable, Consejo Administración, Alta Dirección, desempeño.

## ABSTRACT

Top managers' remunerations is one of the most debated issues in recent times due to the economic crisis. The coexistence of rescued firms (by the government) and shareholders that have lost an important part of their wealth with managers who have retired under privileged conditions has generated unrest. This paper provides a study of the Board and Top Management retributions in the Spanish listed companies for the period 2005-2010. The objective is twofold: on the one hand to describe the evolution of the retributions and on the second, to provide evidence of its relationship with performance indicators. Results show, in the first place, that the retributions have increased in the period analysed, even in the years of strong financial crisis. Second, there is no significant relationship between retributions and performance.

## KEYWORDS

Variable remuneration, Board of directors, Top managers, performance.

## 1. Introducción

Durante la última década, la retribución de directivos y miembros de consejos de administración ha despertado un interés creciente, tanto nivel general como en el ámbito académico. Esta situación se ha visto favorecida por el elevado número de escándalos relacionados con los privilegios de los que disfrutaban algunos altos directivos y consejeros de las grandes empresas, como por ejemplo: indemnizaciones estratosféricas o *golden parachutes*, sueldos millonarios, planes de incentivos, etc. La coexistencia de situaciones de este tipo con la severa crisis económica actual ha suscitado la desconfianza de la sociedad respecto del correcto funcionamiento de los mecanismos de control en las grandes empresas.

En 2002, Alan Greenspan, el entonces presidente de la Reserva Federal estadounidense, criticó los sueldos de los altos directivos, cuando afirmó: «*Considero que mucho de lo que se les está pagando a los altos directivos no va dirigido a crear valor para los accionistas, que son los que están pagando la factura*»<sup>1</sup>. Según Bloomberg Markets, Citigroup, el mayor banco de los Estados Unidos por activos, encabeza el ranking de directivos mejor pagados y es también la entidad con menor creación de valor. Su CEO obtuvo una retribución de 6,7 millones de dólares mientras que la cotización de las acciones en el período 2009-2011 cayó un 60,66%<sup>2</sup>. En España este tema ha tenido particular repercusión en el sector financiero. Mientras que el salario medio español es un 20% inferior a la media europea<sup>3</sup>, si se analiza el salario de los altos directivos de la banca española, los españoles son los terceros con mayor retribución, sólo detrás de suizos y británicos<sup>4</sup>. Los casos más sorprendentes se encuentran en las cajas de ahorro. Como consecuencia de la crisis actual, estas entidades necesitaron una reestructuración y posterior recapitalización. Parte de esta recapitalización ha sido financiada con cargo a los presupuestos públicos a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Tras los procesos de fusión y nacionalización que inició el Banco de España, se destaparon numerosos escándalos relacionados con la remuneración de las cúpulas directivas, entre los que destaca Bankia, Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), Nova Caixa Galicia y Caixa Penedès. Durante los años de crecimiento económico, las retribuciones de las cúpulas directivas no suscitaban demasiado interés, en parte debido a la escasa información existente. Sin embargo, la salida a la luz de estos datos durante la crisis actual es la que ha puesto el punto de mira en la actuación y retribución del Consejo de Administración y de la Alta Dirección. La cuestión principal que se plantea es si las retribuciones de consejeros y altos directivos están realmente justificadas por la aportación que éstos realizan a la empresa.

La remuneración, no sólo es una mera compensación por el trabajo desempeñado sino que además es un mecanismo que permite a las empresas, por un lado retener a gestores cualificados,

<sup>1</sup> . Alan Greenspan, testimonio ante el Comité del Senado sobre Banca. 16 de julio de 2002.

<sup>2</sup> . Noticia publicada por Bloomberg, el 25 de diciembre de 2012.

<sup>3</sup> . Noticia publicada por Cinco Días, en su edición del 18 de enero de 2010.

<sup>4</sup> . Guillermo Moratinos. Publicado por El Confidencial, en su edición de 29 de noviembre de 2011.

y por otro, generar incentivos adecuados para que sus comportamientos sean acordes con los intereses de los accionistas [Arrondo *et al.*, 2008]. Por lo tanto, la retribución puede minimizar los problemas entre el agente y el principal apuntados por Berle y Means (1932) y formalizados posteriormente por Jensen y Meckling (1976). Esta teoría económica, denominada teoría de la agencia, se aplica a situaciones en las que se manifiestan asimetrías de información entre el principal (accionista) y el agente (directivos). El principal quiere inducir al agente a hacer lo mejor para crear valor para la empresa. Sin embargo, a veces resulta muy difícil para el principal observar las acciones que lleva a cabo el agente propiciando la existencia de los conflictos de agencia.

La asimetría de información favoreció la proliferación de escándalos corporativos. En respuesta a estos escándalos, algunos Gobiernos decidieron intervenir promulgando leyes para garantizar el buen gobierno corporativo. En el año 2002, Estados Unidos aprobó la Ley Sarbanes-Oxley dirigida a empresas cotizadas en bolsa y cuya finalidad era evitar fraudes y disminuir el riesgo de bancarrota, protegiendo al inversor. Con el mismo objetivo se aprobó en España la Ley Financiera también en el año 2002 así como normativas similares en otros países occidentales. Posteriormente, en el año 2006 España aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno, conocido también como Código Conthe, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Éste obliga a las sociedades españolas cotizadas a consignar en su Informe Anual de Gobierno Corporativo, el grado de seguimiento de cincuenta y ocho recomendaciones, incluyendo algunas relativas a las retribuciones. La legislación española deja a la libre autonomía de cada sociedad la decisión de seguir o no las recomendaciones de gobierno corporativo, pero les exige que, cuando no lo hagan, revelen los motivos que justifican su proceder, al objeto de que accionistas, inversores y mercados en general puedan juzgarlo [CNMV, 2006]. Los Gobiernos de algunos países han ido más allá de las simples obligaciones de transparencia establecidas por los códigos de buen gobierno, proponiendo medidas tendentes a frenar los salarios abusivos de los altos ejecutivos.

La retribución de la Alta Dirección y el Consejo de Administración ha despertado también el interés de la comunidad científica. Diversos autores han analizado las retribuciones, si bien la mayoría de trabajos investiga el caso de los Estados Unidos. Los estudios más relevantes analizan la relación entre la remuneración del CEO y rentabilidad de la empresa [entre otros, Coughlan y Schmidt, 1985; Murphy, 1985; Jensen y Murphy, 1990; Abowd, 1990; Leonard, 1990; Hall y Liebman, 1997; Tosi *et al.*, 2000; Murphy y Zbojnik, 2004]. Otros trabajos han examinado si los CEOs fueron destituidos debido a malos resultados de las propias compañías [Weisbach, 1988; Warner, Watts y Wruck, 1988].

Para el caso concreto de España, la literatura ha relacionado la retribución de los directivos con la estructura y características del Consejo de Administración [Sanchez y Lucas, 2008; Mazaneque *et al.*, 2010], con factores económicos y políticos [Lucas, 2009], y ha cuestionado la eficacia de la vinculación de la retribución a indicadores financieros [Gómez-Mejía, 2007]. Respecto a la retribución de los consejeros, Arrondo *et al.* (2009) cuestionan las remuneraciones variables, principales causantes de los grandes incrementos en las retribuciones.

Como se ha podido observar, existen numerosos estudios que analizan la retribución desde diferentes perspectivas. Los estudios empíricos utilizan como factores explicativos de la retribución variables como el tamaño de la empresa, indicadores económicos, la competencia, la creación de valor, etc. Esta disparidad, tanto en cuestiones abordadas como en variables utilizadas, hace que los resultados obtenidos por estos trabajos no resulten en muchos casos comparables, dificultando así el consenso.

Este trabajo analiza la retribución de la Alta Dirección y el Consejo de Administración de las empresas cotizadas españolas en el período 2005-2010. Se pretende, en primer lugar, ofrecer una visión panorámica de la situación actual y su evolución reciente, particularmente durante la crisis financiera, así como mostrar la influencia de factores como el sector de actividad de la compañía o el tamaño de la empresa en la retribución. Se quiere también contrastar si estas retribuciones están o no justificadas por la contribución que altos directivos y consejeros realizan a la empresa, así como identificar aquellas empresas que se han apartado en mayor medida del comportamiento promedio de su sector.

Este trabajo se estructura como sigue. En el siguiente apartado se presenta la metodología de análisis. A continuación se discuten los resultados obtenidos y finalmente se plantean las principales conclusiones y las implicaciones que de ellas se derivan.

## 2. Metodología

El estudio se basa en los datos de retribución de directivos y Consejos de Administración de las empresas que constituyen el mercado continuo español, durante el período 2005-2010. La información relativa a retribuciones se ha obtenido de los informes de gobierno corporativo que anualmente publica la CNMV. La información específica sobre resultados se ha obtenido de Thomson Reuters Knowledge. Finalmente, los datos relativos a la creación de valor se han obtenido de los estudios de Fernández y Carabías (2006, 2007), Fernández y Bermejo (2009) y Fernández y del Campo (2009). Fernández y Carabías (2007: 2), definen la creación de valor en un período como *la capitalización al principio del período multiplicada por la diferencia entre la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida. Por consiguiente, existe creación de valor para los*

*accionistas en un período cuando la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida.*

### 3. Resultados

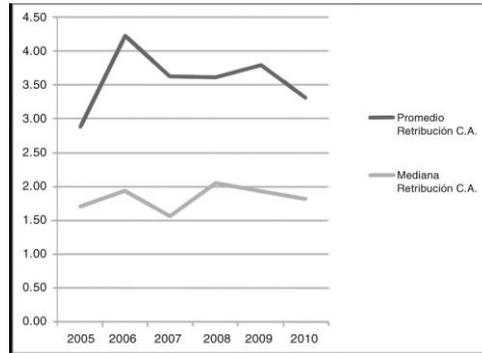
De acuerdo con los objetivos planteados en la introducción, este apartado se ha estructurado en dos sub-apartados. En primer lugar, se analiza la evolución de las retribuciones durante el período de estudio, en función del tamaño de la empresa, sector de actividad, y momento del ciclo económico, centrando la atención en aquellas empresas que muestran un comportamiento más alejado de sus pares. A continuación, se realiza un análisis de la relación entre retribuciones y variables indicativas del desempeño del Consejo y la Alta Dirección.

#### 3.1. Evolución temporal del período de análisis

Los gráficos 1a y 1b muestran la evolución de la retribución media y mediana, en millones de euros, del Consejo y la Alta Dirección respectivamente, durante el período de estudio. Como puede observarse las remuneraciones son mucho mayores en promedio que en mediana, lo que indicaría que unas pocas empresas remuneran a sus cúpulas directivas muy por encima de la media. Por otro lado, el gráfico 1a muestra como la retribución del Consejo ha sido algo volátil en el período de estudio, pero con una clara tendencia negativa durante los años de crisis, tanto en promedio como en mediana. Sin embargo, la evolución de las retribuciones a la Alta Dirección, gráfico 1b, ha experimentado una tendencia creciente a lo largo de los seis años de estudio, siendo más pronunciado el aumento de retribuciones en promedio que en mediana. Así, podemos concluir que mientras los consejeros de las empresas del mercado continuo han rebajado sus remuneraciones en los años de crisis económica, no ha sucedido lo mismo con las remuneraciones de la Alta Dirección, que han aumentado paulatinamente a lo largo de todo el período de estudio.

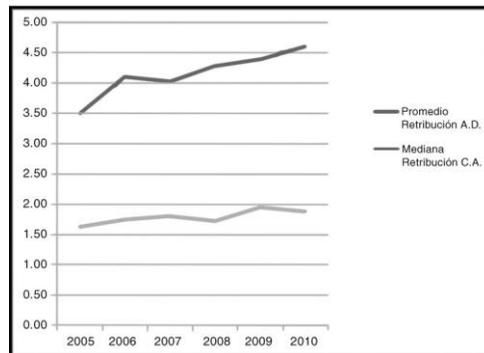
**Gráfico 1a: Evolución (media y mediana) de la retribución del Consejo de**

Administración en millones de euros



(Escala en millones de euros)

**Gráfico 1b: Evolución (media y mediana) de retribución de la Alta Dirección en millones de euros**

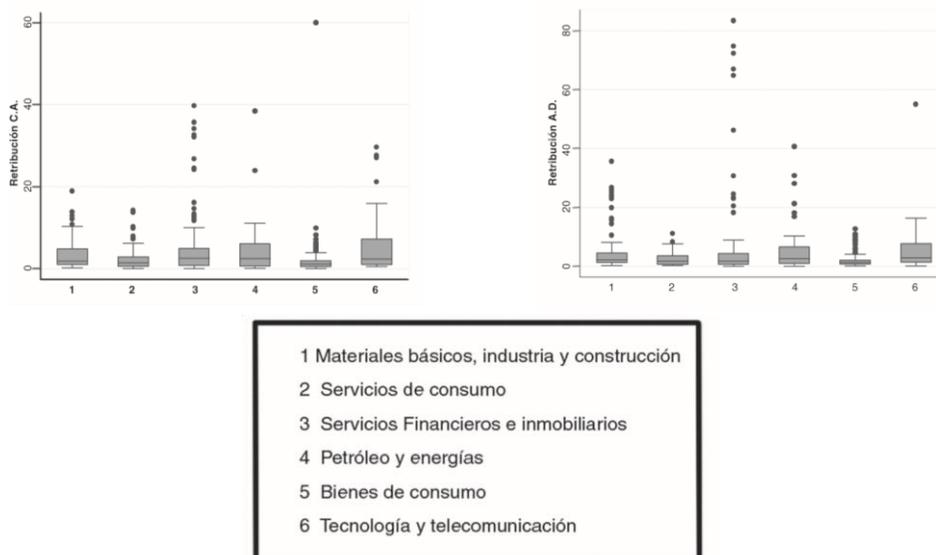


(Escala en millones de euros)

Los gráficos 2a y 2b son diagramas de cajas que muestran la retribución por sectores del Consejo y Alta Dirección, respectivamente. El interés de estos gráficos reside, en primer lugar, en comparar el tamaño de la caja entre sectores. Estas cajas recogen el 50% de las empresas, por lo que cuanto mayor es el tamaño de la caja mayor dispersión retributiva existe en las empresas del sector. En segundo lugar, los gráficos muestran también aquellas empresas que se apartan en mayor medida del comportamiento medio del sector. Como se puede observar el sector con menor dispersión en sus remuneraciones, tanto del Consejo como de la Alta Dirección, es el sector de Servicios de Consumo. Sin embargo, cabe destacar, que este sector tiene un punto muy atípico en la remuneración del Consejo, como es la compañía Inditex, que remunera a su Consejo muy por encima de la mediana de su sector, aunque no sucede lo mismo en relación a la remuneración de la Alta Dirección. Por el contrario los sectores de Tecnología y Telecomunicación y Petróleo y

Energías son los que presentan mayor heterogeneidad en las retribuciones. En el primero, destaca la compañía Amadeus como punto atípico en la remuneración de directivos, mientras que en el segundo Endesa e Iberdrola en relación con la retribución al Consejo y Endesa respecto a la de la Alta Dirección. El sector Servicios Financieros e Inmobiliarios destaca, además de por su disparidad en remuneraciones, por el elevado número de puntos atípicos existentes. Como podía esperarse, Banco Santander y BBVA son las entidades que se apartan en mayor medida de la retribución promedio del sector tanto del Consejo como de la Alta Dirección. Por último, el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción se encuentra en una situación intermedia en términos de heterogeneidad, si bien cuenta con un punto atípico destacable tanto en la remuneración al Consejo, la empresa Ferrovial, como en la remuneración a la Alta Dirección, la empresa ACS.

**Gráfico 2: Retribución del Consejo y la Alta Dirección por sectores**

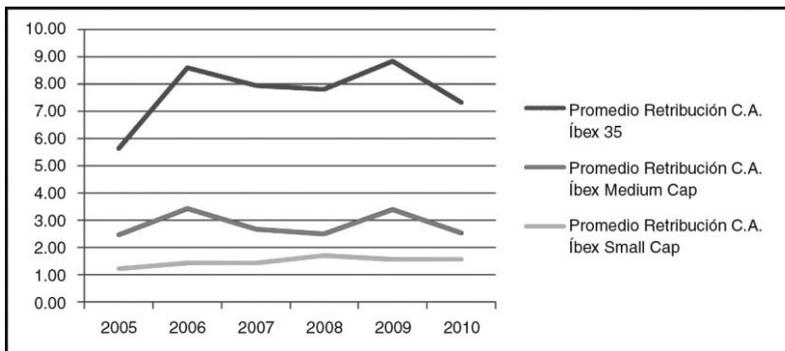


(Escala en millones de euros)

Los gráficos 3a y 3b muestran la evolución de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en función del tamaño de la empresa. A simple vista puede observarse que el tamaño influye directamente sobre las retribuciones, siendo las empresas del Ibex 35 las que en mayor medida retribuyen al Consejo y la Alta Dirección, seguidas de las empresas del Ibex Medium Cap, siendo las empresas más pequeñas, las pertenecientes al Ibex Small Cap, las que remuneran en menor medida. Se ha de tener en cuenta, sin embargo, que las empresas de mayor tamaño, suelen tener también un mayor número de consejeros y altos directivos, por lo que la mayor retribución total no significa necesariamente una mayor retribución individual por consejero o directivo. De la observación conjunta de ambos gráficos, podemos extraer algunas conclusiones. Las retribuciones

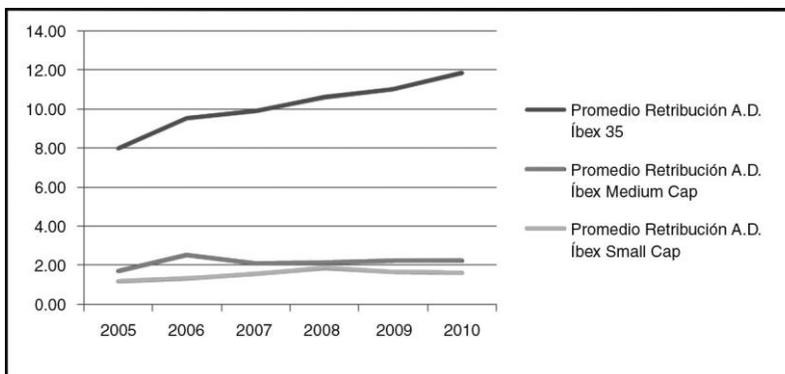
tanto de la Alta Dirección como del Consejo son relativamente parecidas para las empresas medianas y pequeñas, en relación con las grandes empresas. Por otro lado, mientras que la evolución de la retribución de la Alta Dirección en las empresas medianas es similar a la de las empresas pequeñas, en el caso del Consejo resulta similar a la de las grandes. Destaca también, que mientras que en el año 2010 la retribución del Consejo disminuye de manera importante para las empresas grandes y medianas, la retribución de la Alta Dirección sigue aumentando de forma clara en las grandes empresas y se mantiene en las medianas. Por último, también destacar que para el conjunto del período analizado, que incluye tres años de crecimiento económico y tres años de crisis, la retribución de la Alta Dirección de las grandes empresas ha aumentado aproximadamente en el 50%, mientras que la del Consejo para esas mismas empresas lo ha hecho de forma mucho más moderada.

**Gráfico 3a: Evolución de la retribución del Consejo de Administración por tamaño de empresa**



(Escala en millones de euros)

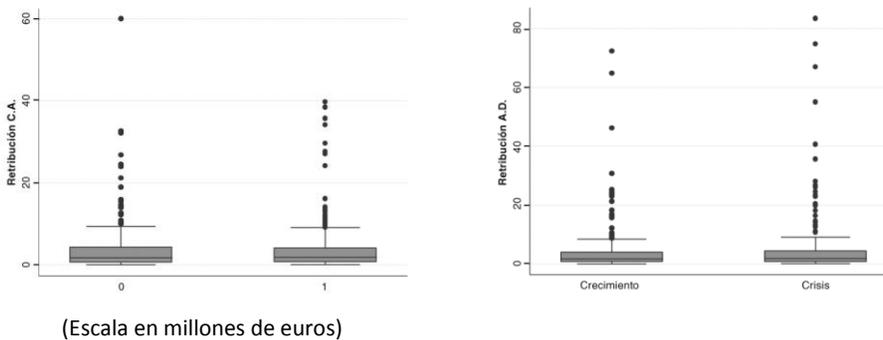
**Gráfico 3b: Evolución de la retribución de la Alta Dirección por tamaño de empresa**



(Escala en millones de euros)

Los gráficos 4a y 4b son diagramas de cajas que muestran las retribuciones del Consejo y de la Alta Dirección respectivamente, en años de crecimiento y en años de crisis. De la observación conjunta de ambos gráficos, se concluye en primer lugar, que las retribuciones, tanto de consejeros como de altos directivos, no se han visto prácticamente afectadas por la crisis económica actual, puesto que ambos gráficos presentan situaciones muy similares antes y durante la crisis. Tanto el tamaño de las cajas como los bigotes se mantienen sin cambios importantes en los dos subperíodos. Por último la presencia de observaciones atípicas tampoco muestra cambios importantes en ninguno de los dos gráficos.

**Gráfico 4: Efecto de la crisis económica en las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección.**



111

### 3.2. Relación entre retribuciones y desempeño

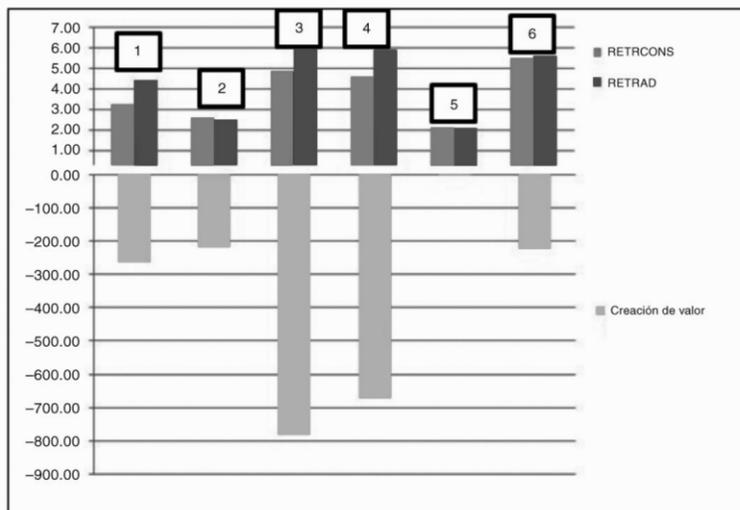
El objetivo principal de este apartado es analizar si las retribuciones están justificadas en relación con la aportación a la empresa de consejeros y directivos. Se utilizan dos indicadores de desempeño: la Rentabilidad sobre Activos (ROA), el valor creado para el accionista, y el valor creado por el accionista ponderado por activos. El primero se define como el Beneficio antes de Intereses e Impuestos dividido entre el activo de la empresa, mientras que el segundo indicador se ha obtenido de Fernández y Carabías (2006, 2007), Fernández y Bermejo (2009) y Fernández y del Campo (2009).

El gráfico 5 compara sectorialmente las retribuciones de las cúpulas empresariales contra la variable creación de valor. El gráfico 6 consta de dos escalas. La de la izquierda hace referencia a las retribuciones, tanto del Consejo como de la Alta Dirección, en millones de euros, mientras que la escala de la derecha muestra los indicadores de desempeño, ya sea la creación de valor o la ROA.

La tabla 1 muestra la variación de retribuciones y creación de valor para el conjunto del período por tamaño de empresa. Por último, la tabla 2 muestra las correlaciones de las variables estudiadas.

En el gráfico 5 la variable creación de valor se presenta sin ponderar por los activos de la empresa. Este hecho, si bien dificulta su interpretación como indicador de desempeño, permite comparar en la misma magnitud, millones de euros, la creación de valor generada con las retribuciones percibidas. De este modo se puede observar claramente que en el período analizado, ningún sector ha creado valor para el accionista de forma significativa, sino todo lo contrario. Así bien, la primera conclusión del gráfico 5 es que los sectores con mayor destrucción de valor, Servicios Financieros e Inmobiliarios y Petróleo y Energías, son aquéllos con las retribuciones más elevadas.

**Gráfico 5: Comparativa por sector de las retribuciones medias al Consejo de Administración y a la Alta Dirección contra la creación de valor.**



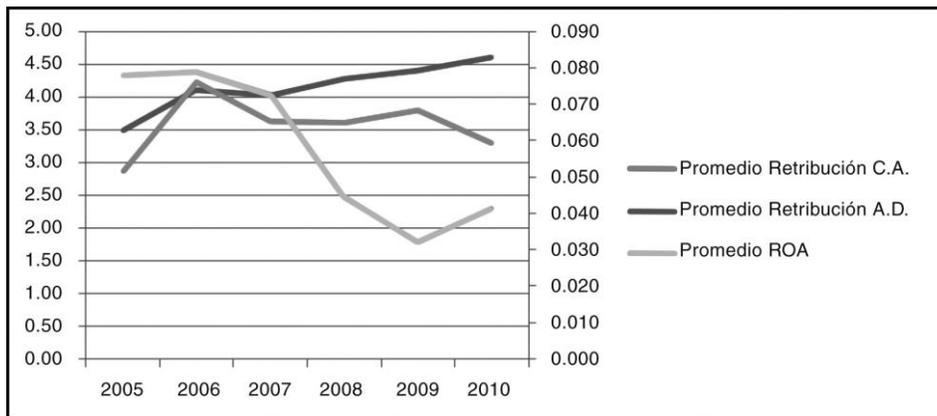
- 1 Materiales básicos, industria y construcción
- 2 Servicios de consumo
- 3 Servicios financieros e inmobiliarios
- 4 Petróleo y energías
- 5 Bienes de consumo
- 6 Tecnología y telecomunicación

(Escala en millones de euros)

También es destacable, que el sector con mejor comportamiento en creación de valor, el de Bienes de Consumo, es el que menores remuneraciones ofrece. La observación del gráfico sugeriría que las retribuciones no están relacionadas positivamente con el valor creado para el accionista, sino más bien lo contrario.

El gráfico 6 muestra la evolución de las retribuciones en comparación con el indicador de desempeño ROA, para el conjunto de la muestra. Como puede observarse mientras la ROA sufre una destacada caída hasta 2009 donde repunta ligeramente, las retribuciones a la Alta Dirección se mantienen claramente en ascenso, mientras que las del Consejo se mantienen prácticamente constantes. Esto indicaría que mientras que la rentabilidad empresarial ha llegado a caer por encima del 50%, los altos directivos han seguido disfrutado de considerables aumentos retributivos.

**Gráfico 6: Evolución de las retribuciones al Consejo de Administración y a la Alta Dirección en comparación con la ROA.**



(Escala de la izquierda: remuneraciones en millones de euros;  
 Escala de la derecha: indicador de desempeño ROA)

El objetivo de la tabla I es mostrar la relación entre retribuciones y creación de valor, teniendo en cuenta el tamaño de la empresa. La creación de valor se ha medido tanto en valor absoluto como ponderado por los activos de la empresa. Como puede observarse las empresas de mayor capitalización bursátil, las pertenecientes al Ibex 35, son aquellas donde las retribuciones tanto del Consejo como de la Alta Dirección han sufrido un aumento más significativo. Son también esas empresas las que han destruido valor en mayor medida. Sin embargo, al ponderar la creación de valor por los activos de la empresa, son las empresas del IBEX 35 las más eficientes, al ser las que menos valor destruyen. Según ese mismo indicador, las empresas menos eficientes habrían sido las

del IBEX Small Cap. A pesar de ello, las retribuciones dentro de esta categoría han aumentado muy significativamente, claramente por encima de las de las empresas del IBEX Medium Cap.

**Tabla I: Variación porcentual de las retribuciones e indicadores de creación de valor en el período 2005-2010, por tamaño de empresa.**

	Variación porcentual retribución C.A.	Variación porcentual retribución A.D.	Promedio Creación de valor (2005-2010) millones de euros	Promedio Creación de valor/ Activos (2005-2010)
IBEX 35	30%	48%	-634,60	-0,00760
IBEX Medium Cap	2%	30%	-111,60	-0,10830
IBEX Small Cap	27%	36%	-141,88	-0,21750

La tabla II muestra los coeficientes de correlación de Pearson junto a sus niveles de significación estadística para las variables de retribución y de desempeño utilizadas en el estudio. En primer lugar se ha analizado el conjunto del período (panel A) y a continuación el subperíodo 2005-2007 (panel B), con el objetivo de eliminar las distorsiones derivadas de la crisis económica. A partir de la tabla se pueden extraer algunas conclusiones. En primer lugar, una correlación positiva y significativa entre la retribución del Consejo y de la Alta Dirección. Cabe señalar también que para el conjunto del período, existe en ambas retribuciones una correlación negativa con la creación de valor y positiva con el BAIT, en ambos casos estadísticamente significativas al 1%. Este comportamiento opuesto puede explicarse mejor si observamos que en el período 2005-2007 se mantiene la correlación positiva con el BAIT y ahora también es positivo el signo de la correlación con la creación de valor. Es decir, la relación negativa entre retribuciones y creación de valor se explica por la crisis económica. La conclusión más interesante sería, sin embargo, que no existe correlación significativa entre retribuciones y ninguno de los dos indicadores de desempeño utilizados: ROA y creación de valor ponderada por activos. A diferencia del resultado anterior, este hecho no es imputable a la crisis económica, puesto que si se observa el panel B, la conclusión de no existencia de relación significativa entre retribuciones y desempeño se mantiene.

**Tabla II: Correlación entre retribuciones e indicadores de desempeño.**

Panel A		
2005-2010	Retribución Consejo Administración	Retribución Alta Dirección
Retribución Consejo Administración	1,000	
	0,7350	1,0000
Retribución Alta Dirección	***	
	-0,1185	-0,1312
Creación de valor	***	***
	0,7201	0,6552
BAIT	***	***
	0,0463	0,0397
Creación de valor/Activos		
	0,0590	-0,0014
ROA		
Panel B		
2005-2007	Retribución Consejo Administración	Retribución Alta Dirección
Retribución Consejo Administración	1,0000	
	0,6847	1,0000
Retribución Alta Dirección	***	
	0,3886	0,3348
Creación de valor	***	***
	0,5962	0,6588
BAIT	***	***
	-0,0161	-0,0156
Creación de valor/Activos		
	0,0276	-0,0488
ROA		

\* Significación estadística al 10%

\*\* Significación estadística al 5%

\*\*\* Significación estadística al 1%

## 4. Conclusiones

La actual crisis económica ha llevado al primer plano de la actualidad las retribuciones de los altos directivos de empresa. La coexistencia de empresas rescatadas con fondos públicos, accionistas que han perdido buena parte de su patrimonio y simultáneamente directivos retirados en condiciones privilegiadas, ha generado un importante malestar social. En este trabajo se ha realizado un estudio de las retribuciones del Consejo de Administración y la Alta Dirección en la empresa cotizada española durante el período 2005-2010, con el doble objetivo de mostrar su evolución y la relación con indicadores de desempeño.

Los resultados de este estudio permiten extraer algunas conclusiones. En primer lugar, que las retribuciones de las cúpulas directivas han aumentado a lo largo del período de estudio, incluso durante los años de fuerte crisis económica. Si bien el aumento ha sido superior en las retribuciones de la Alta Dirección que en las del Consejo de Administración. En segundo lugar, se observa que mientras que sectores como el de Servicios de Consumo se caracterizan por un comportamiento muy homogéneo en relación con las retribuciones, otros sectores, como Petróleo y Energías y Tecnología y Comunicación presentan una elevada heterogeneidad.

Las retribuciones constituyen un mecanismo que permite a las empresas retener a gestores cualificados y generar incentivos adecuados para que los comportamientos de estos gestores sean acordes con los intereses de los accionistas. Se esperaría, en consecuencia, una relación positiva entre retribuciones e indicadores de desempeño. Nuestro principal resultado en este punto es la no existencia de una relación significativa entre retribuciones y desempeño. Este resultado se mantiene para los dos indicadores de desempeño utilizados, y no obedece a las distorsiones que ha podido generar en los indicadores de desempeño la severa crisis económica actual.

Sería conveniente seguir profundizando en el estudio de la relación existente entre retribuciones y desempeño con metodologías más robustas, como por ejemplo el análisis de regresión. En caso de mantenerse los resultados apuntados por este trabajo, convendría proponer mecanismos que favorecieran el rol de las retribuciones como generadoras de incentivos para el adecuado comportamiento de los gestores empresariales.

## Referencias bibliográficas

ABOWD, J. (1990) «Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance?» *Industrial and Labor Relations Review*, 43 (3).52-73.

ARRONDO, R. G., MÉNDEZ, C. F., y RODRÍGUEZ, E. F. (2008) «Influencia de la estructura de gobierno corporativo sobre la remuneración de los consejeros en el mercado español» *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 844.187-203.

BERLE, A. y MEANS, G. (1932) *MacMillan* «The Modern Corporation and Private Property» New York.

CNMV (2006) «Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales del Ejercicio 2006».

COUGHLAN, A. y SCHMIDT, R. (1985) «Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation» *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1-3).43-66.

FERNÁNDEZ, C., y ARRONDO, R. (2009) «La Retribución de los Consejeros en las Empresas Cotizadas» *Boletín Económico del ICE*, 2961. 35-43.

FERNÁNDEZ, P. (2006) «Rentabilidad y Creación de Valor de las Empresas Españolas en 2007 (y en el período 1993-2005)» *Working paper, D/617*.

FERNÁNDEZ, P. (2007) «Rentabilidad y Creación de Valor de las Empresas Españolas en 2006 (y en el período 1993-2006)» *Working paper, D/676*.

FERNÁNDEZ, P. (2008) «Rentabilidad y Creación de Valor de las Empresas Españolas en 2007 (y en el período 1993-2007)» *Working paper, D/732*.

FERNÁNDEZ, P. (2009) «Rentabilidad y Creación de Valor de 136 Empresas Españolas en 2008» *Working paper, D/787*.

FERNÁNDEZ, P. (2009) «Rentabilidad y Creación de Valor de 125 Empresas Españolas en 2009» *Working paper, D/841*.

FERNÁNDEZ, P. (2010) «Rentabilidad y Creación de Valor de 125 Empresas Españolas en 2010» *Working paper, D/892*.

GÓMEZ-MEJÍA, L. y SÁNCHEZ, G. (2006) *Prentice-Hall* «La Retribución y los Resultados de la Organización: Investigación y Práctica Empresarial» Madrid.

JENSEN, M. y MECKLING W. (1976) «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure» *Journal of Financial Economic*, 3 (4).305-360.

JENSEN, M. y MURPHY, K. (1990) «Performance Pay and Top-Management Incentives» *The Journal of Political Economy*, 98.225-264.

HALL, B. y LIEBMAN, J. (1997) «Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?» *The Quarterly Journal of Economics*, 113(9).653-691.

LEONARD, J. (1990). «Executive Pay and Firm Performance» *Industrial and Labor Relations Review*, 43 (3).13-29.

LUCAS, M. (2009) «Retribución de la Alta Dirección y Gobierno Corporativo» *Universidad de Murcia*.

MANZANEQUE, M., MERINO, E. y BANEGAS, R. (2011) «Compensation levels of executive personnel in Spain: influence of the characteristics of the board of directors and of concentration of shareholdings» *Innovar*, 21(40).107-126.

MURPHY, K. (1985) «Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis» *Journal of Accounting and Economics*, 7.11-42.

MURPHY, K. y ZABOJNIK, J. (2004) CEO Pay and Appointments: a Market-based Explanation for Recent Trends, *The American Economic Review*, vol. 94, pp. 192-196.

SÁNCHEZ, G. y LUCAS, M. (2008) «El Nivel Retributivo de los Altos Directivos en las Empresas Cotizadas Españolas» *Boletín Económico del ICE*, 2938.37-51.

TOSI, H. y GÓMEZ-MEJÍA, L. (1994) «CEO Compensation Monitoring and Firm Performance» *Academy of Management Journal*, 37.10021016.

WARNER, J., WATTS, R. y WRUCK, K. (1988) «Stock Prices and Top Management Changes» *Journal of Financial Economics*, 20.461-92.

WEISBACH, M. (1988) «Outside Directors and CEO Turnover» *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2).461-60.



**Anexo 6. Congreso “ *The informational content of the Corporate Governance Report: Evidence from Spain*” Cambridge Business and Economics conference, Murray Edwards College Cambridge University, Cambridge, UK.**

A continuación se adjunta la agenda del congreso y el justificante de presentación.



**aber | 2013 Cambridge Conference on Business & Economics Program**

*Pradeep Randiwela, University of Colombo-Sri Lanka*  
*T. S. Widanachchi, University of Colombo-Sri Lanka*

The Role of Emotion in Consumption: China during the Global Financial Crisis.<sup>2</sup>

*Jan R. Voon, Lingnan University*

Understanding the Effect of association of Imagery in communication on "Carbonated Soft Drink" brands.<sup>3</sup>

*Dilan Perera, University of Colombo-Sri Lanka*  
*Ravi Jayawardena, University of Colombo-Sri Lanka*

**DISCUSSANTS:** 1. Ian P. Voon  
 2. Ravi Jayawardena  
 3. T. S. Widanachchi

**Tuesday, July 2nd, 2013**

8:00 AM - 9:30 AM / Kaetsu Teaching Room # 3

**SESSION [3]:** Economics & Finance  
**CHAIR:** Prodromos Vlamis, Centre of Planning and Economic Research (KEPE) & University of Cambridge

**TITLES & AUTHORS:**

The Inconvenient Truth about Green Investments: Risks and Risk Mitigation Strategies for Financial Advisors.<sup>1</sup>  
*Richard Copp, Griffith University*  
*Eduardo Roca, Griffith University*  
*Victor Wong, Griffith University*

The International Content of the Corporate Governance Report: Evidence from Spain.<sup>2</sup>  
*Monica Martinez-Biasco, Universitat Ramon Llull*  
*Laura Vivas-Crisol, Universitat Ramon Llull*  
*Josep Garcia-Blandon, Universitat Ramon Llull*  
*Juan Coronados Ferrer, Universitat Ramon Llull*

Mutual guaranteed loans: the determinants of defaults.<sup>3</sup>  
*Lorenza Gal, University of Florence*  
*Federica Ielasi, University of Florence & SDA Bocconi.*

8

**aber | 2013 Cambridge Conference on Business & Economics Program**

*Milan*

*Federico Rossi, University of Florence*

**DISCUSSANTS:** 1. Monica Martinez-Biasco  
 2. Federica Ielasi  
 3. Richard Copp

**Tuesday, July 2nd, 2013**

8:00 AM - 9:30 AM / Kaetsu Teaching Room # 4

**SESSION [4]:** Ethics/Higher Education/Business Law Issues  
**CHAIR:** John Wang, Monclair State University

**TITLES & AUTHORS:**

A University Initiative to Integrate Sustainability in Curricular Development.<sup>1</sup>  
*Michael Jara, University of South Carolina Aiken*  
*David S. Harrison, University of South Carolina Aiken*  
*Patsy Granger Lewellyn, University of South Carolina Aiken*

Teaching Fixed Exchange Rates and Stockpiled Reserves to Undergraduates: Updating Demand and Supply.<sup>2</sup>  
*Jannet Highfill Bradley, Bradley University*  
*Raymond Wojcikewych, Bradley University*

Sustainability and Yachting Industry in Italy: Challenges and Opportunities for the Future.<sup>3</sup>  
*Tonino Pencarelli, University Urbino Carlo Bo*  
*Mouno Dini, University Urbino Carlo Bo*  
*Simone Splendiani, University Urbino Carlo Bo*

**DISCUSSANTS:** 1. Tonino Pencarelli  
 2. Michael Jara  
 3. Jannet Highfill

**Coffee Break: Registration Desk**

8



**The Informational Content of the Corporate Governance Report: Evidence from  
Spain**

Monica Martinez-Blasco\*

Laura Vivas-Crisol\*\*

Josep Garcia-Blandon\*

Joan Corominas Ferrer\*\*\*

\*Associate Professors of Finance

IQS School of Management-Universitat Ramon Llull.  
Via Augusta 390, 08017 Barcelona, Spain.  
monica.martinez@iqs.edu  
josep.garcia@iqs.edu

\*\* Ph.D. Candidate

IQS School of Management-Universitat Ramon Llull.  
Via Augusta 390, 08017 Barcelona, Spain.  
lauravivasc@iqs.edu

\*\*\* Research Assistant

IQS School of Management-Universitat Ramon Llull.  
Via Augusta 390, 08017 Barcelona, Spain.  
joan@corominas.co.uk

Corresponding author: Monica Martinez-Blasco

## **The Informational Content of the Corporate Governance Report: Evidence from Spain**

### **ABSTRACT**

The agency problems have appeared due to the divorce between ownership and control. This problem has concerned the economic environment since the 18<sup>th</sup> century because of the exponential increase in the number of minority investors. The solution to this conflict is only possible following good Corporate Governance rules, which guarantees an appropriate managers behaviour. The effect of Corporate Governance rules varies between countries because of the poor homogeneity in the legal framework. We can find a large variety of research documents evaluating whether Corporate Governance has an effect on firm's value but we wanted to be more precise. For this reason we found interesting to evaluate the informational content of the Corporate Governance Report's (CGR) release on the Spanish stock market.

**Keywords:** Corporate Governance, Agency Problems, Common Law, Civil Law, and Transparency.



**Anexo 7. Trabajos Final de Carrera y Trabajo Final de Máster dirigidos por la autora.**



PERSONA CIENCIA EMPRESA  
Universitat Ramon Llull

***Certificación Académica Oficial***

***Rosa Nomen Ribé***  
***Dra. en Ingeniería Química por el IQS***  
***Secretaria General***

***Certifico:*** Que la Sra. LAURA VIVAS CRISOL, ha codirigido dentro de IQS School of Management los siguientes Trabajos Finales de Máster y Trabajos de Investigación:

**Trabajo Final de Máster**

Alumno: Alberto Barroso del Toro

Título: "Information content of the publication of the Newsweek ranking of the 500 greatest companies in the world: the case of China, Japan, Germany, France, UK and US"

Fecha: 30 de Agosto de 2013

**Trabajo de Investigación**

Alumno: Joan Corominas Ferrer

Título: "The informational content of the Corporate Governance Report: Evidence from Spain"

Fecha: 25 de Juny de 2012

Alumno: Javier Yasallo González

Título: "Contenido informativo de los informes de auditoría con salvedades en el mercado francés."

Fecha: 4 de Gener de 2013

Alumno: Blanca de Córdova Romagosa

Título: "¿Qué información del informe de Gobierno Corporativo valoran los inversores?"

Fecha: 5 de Julio de 2013

Alumno: Liliana Elisabet Salazar de la Cruz

Título: "La determinación de rendimientos anormales según el Modelo de Mercado y el de Jensen's tres factores: Una comparativa."

Fecha: 18 de Julio de 2013

Y para que conste, expido el presente certificado a petición de la interesada y a los efectos que le puedan convenir.

Barcelona, veintiséis de marzo de dos mil quince.





Aquesta Tesi Doctoral ha estat defensada el dia \_\_\_\_ d \_\_\_\_\_ de 201\_\_  
al Centre \_\_\_\_\_  
de la Universitat Ramon Llull, davant el Tribunal format pels Doctors i Doctores  
sotassignants, havent obtingut la qualificació:

President/a

\_\_\_\_\_

Vocal

\_\_\_\_\_

Vocal \*

\_\_\_\_\_

Vocal \*

\_\_\_\_\_

Secretari/ària

\_\_\_\_\_

Doctorand/a

\_\_\_\_\_

(\*): Només en el cas de tenir un tribunal de 5 membres

C.I.F. G: 59069740 - Universitat Ramon Llull Fundació Regre. Fund. Generalitat de Catalunya nòm. 472 (28-02-90)