

# **IMPACTO DEL INFORME DEL REVISOR FISCAL EN EL PRECIO DE LAS ACCIONES EN COLOMBIA - UN ESTUDIO CONTABILOMETRICO**

Prof. PhD **Belky Esperanza Gutiérrez Castañeda**

Departamento Ciencias Contables

Facultad de Ciencias Económicas

Universidad de Antioquia

Magister (c) **Carlos Andrés Barrera**

Maestría en Economía

Departamento de Economía

Facultad de Ciencias Económicas

Universidad de Antioquia

## **RESUMEN**

El fortalecimiento de un mercado accionario está relacionado directamente con la transparencia y confiabilidad de la información disponible para estos usuarios. Con este fin, el Revisor Fiscal con su trabajo divulgado a través del informe de auditoría, se torna garantía de la realidad económica de las empresas de sociedad anónima. Así mediante la utilización de herramientas contabilométricas se evaluó el impacto del informe del Revisor Fiscal en el mercado accionario colombiano durante los años 2009-2015 con una muestra de 95 datos; por medio de la metodología de estudios de evento. Para evaluar este impacto se formuló un modelo de Regresión multivariable, siendo la variable independiente los Retornos Anormales Acumulados (CAR) siendo evaluados en una ventana de evento de 2, 3 y 5 días. Después del análisis se concluyó que el Informe del Revisor Fiscal no ejerce ningún impacto en el mercado accionario Colombiano específicamente en las acciones Ordinarias.

Palabras Claves: Retornos Anormales Acumulados; Contabilometria; Informe del revisor Fiscal; Análisis Multivariable; Bolsa de valores de Colombia

## 1. INTRODUCCIÓN

La existencia de diversos agentes económicos dentro del funcionamiento de las organizaciones generan una serie de conflictos enmarcados en los diferentes intereses que tiene cada uno, dando lugar a problemas que recurrentemente afectan el desarrollo de las actuales organizaciones como lo son el desvío de recursos o fraudes, la ineficiencia de los procesos organizacionales y del incumplimiento de las normas vigentes al interior de las empresas y su medio externo.

Por lo tanto, a pesar de la importancia que socialmente es reconocida al Revisor Fiscal en Colombiana; todavía no se había cuantificado el verdadero impacto que el informe del Revisor Fiscal ejercen en la dinámica de este mercado accionario, representado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) entre los años 2009-2014. En respuesta a la falta de estos estudios que cuantifiquen la relación auditoria – mercado accionario, se realizó la presente investigación. Así, se analizó (a través de estudio de eventos) el efecto que el informe de auditoría emitido por el Revisor Fiscal de las empresas de sociedad anónima, ejerce en el comportamiento del precio y/o volumen de la acciones negociadas en la BVC; utilizando como referencia el Índice General de la Bolsa de Colombia IGBC y el COLCAP a partir de noviembre de 2014.

Igualmente; son varios los estudios, en mercados accionarios de Norte America, Europa y Asia, que analizaron el impacto que los dictámenes de auditoria ejercen en el mercado accionario, por medio del análisis de la variación del precio y/o volumen de las acciones negociadas en relación a la fecha de divulgación de estas informaciones. Dentro de algunos de estos trabajos se destaca: Choi & Jeter (1992); Carlson et al. (1998); Chen et al. (2000) e Soltani, (2000), que identificaron una respuesta anticipada del mercado en relación a la fecha de divulgación de los dictámenes de auditoria, y los trabajos de Dopuch et al. (1986); Ameen et al. (1994) e Martinez et al. (2004), que no encontraron relación entre la divulgación de los dictámenes de auditoria y la reacción del mercado accionario. Frente a estos resultados contradictorios, surge una pregunta: ¿Cual de estas conclusiones se aplica a la realidad Colombiana, económica y culturalmente diferente a aquellos países donde se desarrollaron las principales investigaciones? El presente artículo quiere dar respuesta a esta pregunta, realizando una investigación basada en la metodología de estudio de eventos, que cuantificaron la relación auditoria- mercado accionario en el mercado accionario de Colombia.

## **2. FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA**

Diversos trabajos mostraron evidencias que correlacionan la divulgación de las ganancias de una empresa de sociedad anónima, con las modificaciones y/o alteraciones en los precios de sus acciones (BALL et al., 1968; BERNARD & THOMAS 1989; JEGADEESH & LIVNAT, 2006). Sin embargo, como Lev (1989) sugiere: los lucros explican solamente una parte de las mudanzas en el precio y/o volumen negociado de las acciones. Debido a esto, se ha explorado el impacto de otras informaciones contables en los mercados accionarios (OU & PENMAN, 1989; LIVNAT & ZAROWIN 1990; SLOAN, 1996). Una de esas fuentes de información son los dictámenes de auditoría en el caso de Colombia el Informe del Revisor Fiscal (agente obligatoria para las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia), los cuales pueden cambiar la receptividad del mercado a los lucros anunciados, adicionando ruido o reduciendo su impacto (CHOI & JETER 1992). Así, en esta investigación se cuantifica la importancia del informe del Revisor Fiscal para los inversionistas analizando el impacto de la divulgación de este informe sobre las variaciones de los precios y/o volumen de las acciones negociadas en este día de divulgación.

Sin embargo, los estudios realizados en otros países sobre si los dictámenes de auditoría afectan las decisiones de los inversionistas en otros países no son concluyentes y generalizados, por lo tanto, el estudio debe ser desarrollado en cada caso en particular para cada mercado accionario de interés.

### **2.1. IMPACTO DE LA AUDITORIA EN LOS MERCADOS ACCIONÁRIOS**

Aunque la mayoría de los estudios hayan sido realizados en países de habla inglesa, algunos trabajos han sido publicados en relación al papel del auditor en los mercados accionarios de diversos países de Europa occidental. (SOLTANI, 2000; MARTINEZ et al., 2004). Soltani (2000) utilizó 543 dictámenes de auditoría en un período de tiempo de 1986 - 1995, en el contexto del mercado accionario Francés y utilizó tres diferentes fechas de evento y cinco modelos de mercado para testar el contenido de la información de los informes de auditoría. Esos modelos de mercado son: (i) Modelo de retorno ajustado a la media; (ii) Modelo de retorno ajustado al mercado; (iii) Regresión de mínimos cuadrados del modelo de mercado; (iv) Modelo

de Scholes-Williams (1977) y (v) Modelo Beta de Dimson (1979). Los resultados indicaron que, en la mayoría de los casos, los diferentes tipos de dictamen del auditor con salvedades tuvieron significativos retornos anormales negativos alrededor de las fechas de su divulgación. Además, los resultados también mostraron retornos anormales significativos para esas empresas que recibieron dictámenes de auditoría con salvedades de tipo ‘*Observations*’ y ‘*remarks*’, (dictámenes únicos del mercado de capital Francés). Esos resultados indicaron que los usuarios de la información de auditoría pueden estar principalmente interesados en el contenido del dictamen de auditoría como un todo, mas no de un único o específico párrafo del dictamen.

En contraste, en el contexto español, Martínez et al. (2004) clasificó los dictámenes de auditoría con salvedades, sin salvedades y en dictámenes con excepciones, negativo u opinión adversa o abstención de opinión. Los resultados confirmaron la idea de que los dictámenes de auditoría no proporcionan al inversionista un contenido informativo. Adicionalmente, el impacto de estos dictámenes fue insignificante, dependiendo de si los dictámenes fueron emitidos por grandes o pequeñas empresas de auditoría. Según los autores, una posible explicación para estos resultados, es el hecho de que alguna información privilegiada hayan “alertado” o “filtrado” a los inversionistas en relación a las empresas que probablemente irían a recibir salvedad, mucho antes de que los dictámenes fueran oficialmente publicados.

Por otro lado, otros estudios se han enfocado en el mercado chino (DEFOND et al., 2000, CHEN et al., 2000; HAW et al., 2003; LIN et al., 2003; PEI et al., 2004). El trabajo de Chen et al. (2000) fue uno de los primeros a estudiar el impacto de los dictámenes de auditoría en el precio de las acciones de las empresas listadas en la bolsa de valores de Shanghai, en un período de tiempo de 1995 – 1997. El reporto tres resultados: (i) los informes de auditoría con salvedad estuvieron asociados con significativos retornos negativos del mercado. (ii) ninguna diferencia fue encontrada entre el impacto de los dictámenes de auditoría elaborados según las *Generally Accepted Accounting Principles* – GAAP, y las no elaboradas según las GAAP, en el mercado de Shanghai. (ii) no se encontró ninguna reacción significativa del mercado, en relación a los dictámenes con salvedad, mas con notas explicativas. Recientemente, Pei et al. (2004) examinó el contenido de la información de los dictámenes de auditoría de las empresas listadas en la bolsa de valores de Shenzhen. Según sus resultados, el mercado reacciona a los dictámenes con salvedad, de divulgación anual. Así, el impacto fue significativo dos días antes de su publicación oficial, indicando un abuso potencial de la información privilegiada. Además, cuando los

informes fueron clasificados según la gravedad de la salvedad, se observó una reacción negativa del mercado para los tres tipos más graves de salvedad (múltiples motivos, ítems diversos y empresa en continuidad – *going concern*). Sin embargo, ningún impacto en el precio de las acciones fue observado para salvedades por pequeñas contingencias. Por otro lado, Haw et al. (2003) investigó el efecto de la ganancia sobre los dictámenes de auditoría, basados en una muestra de las empresas chinas listadas entre 1995 – 1999. Ese estudio indica una relación significativa positiva entre los dictámenes de auditoría sin salvedad y las ganancias. Esos resultados son consistentes con la idea de que el incremento en los lucros no necesariamente es una buena noticia, al menos que este certificado por las cuentas auditadas.

En Colombia, este impacto del dictamen del auditor en el mercado accionario, aun no se ha explorado. Así, aunque en Colombia Latina sea reconocida la importancia del trabajo del Revisor Fiscal (ARAÚJO, 2000), surge dudas cual es la real influencia que este ejerce en la sociedad. Hecho confirmado por los continuos escándalos empresariales protagonizados por reconocidas empresas colombianas (*Drogas la Rebaja*, *Interbolsa* y *Grupo Empresarial Grajales*). Por lo tanto, este artículo evalúa la importancia e influencia del Revisor Fiscal representado por el mercado de acciones de Colombia.

### **3. METODOLOGIA DE LA INVESTIGACIÓN**

El estudio propuesto puede ser clasificado, conforme FAMA (1991), como un estudio de evento, el cual consiste en investigar los efectos de un determinado acontecimiento, sobre los activos de un mercado de capitales específico (YOSHINAGA, 2004, KLOECKNER, 1995). El evento estudiado es representado por informaciones relativas a determinadas empresas de sociedad anónima, y sus efectos son evaluados a través de las variaciones de volumen negociado y/o precio de las acciones de la Bolsa de Valores de Colombia. Así, con esta metodología es posible verificar la existencia de retornos anormales asociados al evento, focalizándonos en los retornos inesperados de las acciones, en una fecha de evento determinado o al rededor a esta fecha. En este sentido, la variación anormal en el precio de una acción representará el impacto que una información (informe del Revisor Fiscal) ejerce sobre el mercado, en relación a la expectativa del retorno esperado y normal de este activo.

Otros aspectos a ser definidos durante la investigación es: el número de empresas y el periodo de tiempo de estudio. Cuanto al número de empresa el objetivo es considerar una cantidad significativa de empresas con condiciones normales de negociación en la Bolsa de Valores de cada país, de forma que los resultados del trabajo sea representativo del mercado analizado, (BROWN & WARNER 1980 y CRASHWELL 1985), en nuestro caso el tamaño de la muestra está comprendido por un total de 95 empresas para el mercado accionario Colombiano. También para definir el periodo de estudio se considera un lapso de tiempo lo suficientemente largo que permita obtener una cantidad suficiente de observaciones relativas al retorno de las acciones; en este estudio se consideró un periodo de 2009 hasta el 2014; por último, un aspecto importante es la fecha del evento y la base de datos a ser consultada para obtener la información necesaria. Así, en esta investigación se consideró una ventana de evento de 2, 3 y 5 días y determinando como fecha del evento, el día de divulgación a la sociedad el informe del Revisor Fiscal, las bases de datos consultadas fueron principalmente la base de datos economatica, Superintendencia de Valores y páginas de internet de la empresas incluidas en el estudio.

Así, la investigación será orientada por una hipótesis principal (H1), la cual investiga el impacto que el informe del Revisor Fiscal, divulgado por las empresas de sociedad anónima, ejerce sobre el comportamiento del precio y volumen de sus acciones, negociadas en la BVC, queriendo determinar que:

*H<sub>1</sub> = La divulgación y la información contenida en el informe del Revisor Fiscal, divulgado por las empresas de sociedad anónima, no interfiere en el precio y/o volumen de las acciones negociadas en la BVC; por consiguiente, el Revisor Fiscal no influye en la dinámica de los mercados accionarios de Colombia.*

### 3.1 Modelo de Regresión

Existe un problema esencial al tratar los informes del Revisor Fiscal en estudios de eventos, consiste en diferenciar el efecto que solamente el informe ejerce en el precio de las acciones, ya que este es publicado en conjunto con los Estados Financieros (Balance General, Estado de Resultados, Demostraciones de cambios en el Patrimonio, Flujos de Caja, etc.). Ese problema se debe a que en Colombia las empresas de sociedad anónima están obligadas a divulgar los informes del Revisor Fiscal en conjunto con sus Estados Financieros; por consiguiente, existe una sobre posición de eventos. Para contornar ese problema, inicialmente se realizó el análisis

con tres distintas ventanas de evento y se formuló un modelo de regresión, el cual incluye tanto variables cuantitativas como cualitativas; así, además de los retornos normales y anormales se incluyen las variables *Dummy* (cualitativas) que complementan el modelo de regresión propuesto y aumentan su poder de teste. (Ver ecuación 1).

Estos modelos de regresión que contiene una combinación de variables cuantitativas y cualitativas son llamados modelos de análisis de covariancia (ANCOVA) (GUJARATI, 2000). En resumen, el abordaje de esta investigación es de naturaleza cuantitativa y cualitativa; en particular este trabajo elabora un modelo de regresión multivariable para cuantificar el efecto del informe de Revisor Fiscal en el precio de las acciones (teste de la hipótesis H1 en las Bolsa de Valores de Colombia). El modelo formulado es el siguiente:

$$CAR_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 D\_IRFI + \beta_2 Apal\_f + \beta_3 D\_GP + \beta_4 Ln(TA) + \beta_5 Upa + \beta_6 VA + \beta_7 Ren\_A + \beta_8 Div + \beta_9 ln(BM) + \beta_{10} DeltaVol + \varepsilon_i \quad (3)$$

(1)

Donde los términos *i* y *j* indican compañías y año de estudio, respectivamente. Adicionalmente, los otros términos de la ecuación 1 representan:

<b><i>CAR<sub>i,j</sub></i></b>	La variable <i>CAR<sub>i,j</sub></i> definida anteriormente representa la variable dependiente en un modelo de regresión lineal, esta es la rentabilidad anormal acumulada de las ventanas de estimación de longitudes de 5, 7, 11 días para que la empresa <i>i</i> = 1,2, ... 95 en la fecha de presentación de las cuentas anuales informe de auditoría para el año <i>j</i> = 2009, ..., 2014 fiscal, ( <i>CAR<sub>i,j</sub></i> (-2,2) ), ( <i>CAR<sub>i,j</sub></i> (-3,3)), ( <i>CAR<sub>i,j</sub></i> (-5,5)), con una ventana de estimación de 60 días.
<b>D_IRF:</b>	Como la variable experimental Dummy que toma el valor de 0 (Cero) a los informes de revisoría fiscal modificados y 1 (uno) para los informes de auditoría sin modificar.
<b>Apal_f:</b>	Es la primera variable de control de tipo cuantitativa que representa la ratio de apalancamiento de las empresas
<b>G_P</b>	Es la segunda variable de control es una variable dummy que toma el valor de 1 (Uno) para Las empresas que Presentan beneficios negativos en el año en curso y 0 (cero) en caso contrario.

<b>VA</b>	La cuarta variable control, se utiliza para observar el comportamiento o fluctuaciones del precio de las acciones, se llevó a cabo la construcción de esta variable que refleja la tasa de crecimiento de la misma, la cual parte de dividir la diferencia del precio (t) y (t-1) frente al precio del día (t-1).
<b>Div</b>	La quinta variable control que mide el cambio porcentual o la tasa de crecimientos en los pagos de dividendos entre los periodos (t) y (t-1). Según la teoría, iniciada por Negro y Scholes (1974), atribuye las fluctuaciones en los precios de las acciones durante los períodos de pago de dividendos
<b>Upa</b>	La sexta variable utilidad por acción definida por Brown et al. (1987) como la diferencia entre las utilidades reales y la esperadas. Es construida como la tasa de crecimiento de la misma, la cual parte de dividir la diferencia de la utilidad por acción esperada en el tiempo (t) y (t-1) frente a la utilidad por acción del día (t-1).
<b>Ren_A</b>	séptima variable control es la relación entre el ingreso anual sobre los activos totales del año anterior.
<b>DeltaVol</b>	Es el cambio en el volumen de operaciones promedio de la empresa después de dividir por su activo total, como se muestra en la siguiente igualdad $DeltaVol = \frac{volumen_t}{total\ activo_t} - \frac{volumen_{t-1}}{total\ activo_{t-1}}$
<b>ln(TA)</b>	Representa la tercer variable de control, que mide el tamaño de las empresas, su medición puede adoptar diferentes técnicas, entre el principal (i) el número de empleados y (ii) el valor y / o el número de activos de la compañía al final de año. (DHAWAN, 1999). Para el mercado accionario colombiano es más fácil hallar la información del total de activos de las empresas. Por tanto para este modelo se utiliza la variable normalizada mediante el logaritmo natural de los activos.

Es importante resaltar que si la hipótesis nula  $H1_0$  se confirma, el coeficiente beta ( $\beta_1$ ) da variable experimental **D\_IRF** es significativo y estadísticamente diferente de cero. En otras palabras, si  $\beta_1 \neq 0$ , la divulgación de los informes del Revisor Fiscal con salvedad (informe con excepciones, negativo u opinión adversa) afecta o influye en el precio de las acciones das empresas de sociedad anónima.

#### 4. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Para dar conclusion ala hipotesis de investigacion H1, atravez del modelos multivariable (ecuacion 1). Se realizo inicialmente un analisis por medio de la estadisticas descriptivas de cada una de las variables descritas anteriormente. Se evaluo el impacto de cada una de estas variables



de estudio por medio de una tabla de correlación y por ultimo se evaluo el impacto por medio de el modelo de regresion lineal buscando identificar el impacto del informe del revisor fiscal en los precios de las acciones del mercado accionario Colombia teniendo como referencia los años de estudio 2009- 2014.

Así, realizando la Estadísticas descriptivas (media, desviación estándar, curtosis y simetría) de cada una de las variables descritas anteriormente, para un tamaño de muestra de 95 empresas durante el periodo 2009-2014. Como se muestra en la tabla 1, durante el periodo de 2009 al 2014, podemos inicialmente concluir es que las empresas de la muestra en general, sin importar la ventana de evento que se tome, tienen retornos anormales acumulados positivos pero menores de 1%. También es de observar que 87% de las empresas tienen informes del Revisor Fiscal sin salvedades y el 97% de las empresas de la muestra presentaron durante el periodo de estudio lucros. En consecuencia el mercado accionario colombiano tiene buen comportamiento promedio positivo durante el periodo de estudio (información que se puede verificar y visualizar en la figura1). Esto podría indicar una relación más fuerte entre los retornos anormales de las empresas y la variable que representa los lucros y perdidas que la importancia que ejerce nuestra variable principal y objeto de estudio que es el impacto que ejerce el informe del Revisor Fiscal en el mercado accionario colombiano.

**Tabla 1:** *Estadísticas descriptivas de las variables del modelo 2009-2014*

	N	Media	Desv. típ.	Asimetría		Curtosis	
	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Error típico	Estadístico	Error típico
<b>CAR(-2,2)</b>	95	0,0004	0,027	0,533	0,247	2,981	0,490
<b>CAR(-3,3)</b>	95	0,0001	0,034	0,292	0,247	2,261	0,490
<b>CAR(-5,5)</b>	95	0,0023	0,041	-0,752	0,247	5,049	0,490
<b>D_IRFI</b>	95	0,8737	0,334	-2,286	0,247	3,295	0,490
<b>VA</b>	95	0,1373	0,257	0,345	0,247	0,267	0,490
<b>D_GP</b>	95	0,9789	0,144	-6,780	0,247	44,913	0,490
<b>LN(TA)</b>	95	22,9089	1,583	-1,250	0,247	3,114	0,490
<b>Div</b>	95	0,1321	0,636	2,170	0,247	8,877	0,490
<b>Upa</b>	95	0,0289	0,295	6,119	0,247	50,071	0,490
<b>Apal_f</b>	95	1,1361	0,549	3,160	0,247	17,117	0,490
<b>Ren_A</b>	95	0,0527	0,054	1,774	0,247	4,091	0,490
<b>ln(bm)</b>	95	-0,4601	0,478	0,855	0,247	3,130	0,490
<b>deltavol</b>	95	-0,0269	0,129	-2,836	0,247	20,234	0,490
<b>N válido (según lista)</b>	95						

Fuente: elaboración propia

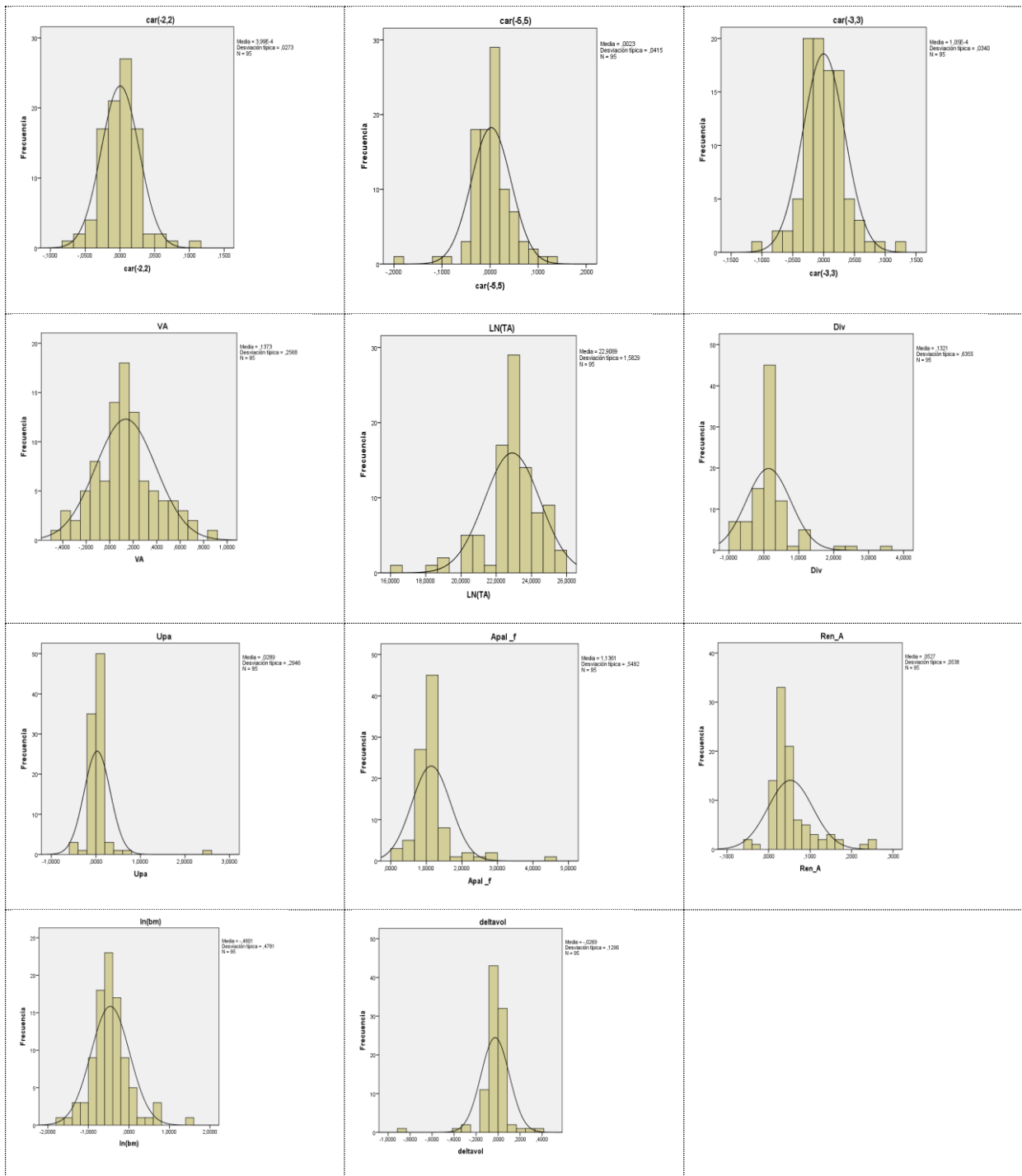


Figura 1: gráficos de normalidad de cada una de las variables del modelo 2009-2014

Así, con este análisis de normalidad de cada una de las variables durante el periodo de estudio podemos determinar que el comportamiento de los datos tiene una distribución normal y simétrica.  $X = Mo = Md$  pero alargada con poca dispersión

## 5. CONCLUSIONES

La investigación se llevó a cabo utilizando la metodología de estudios de eventos en la cual se buscó evaluar un evento en particular; representado por la divulgación de los informes del Revisor Fiscal de las empresas que cotizan en la bolsa de valores de Colombia durante el periodo de 2009-2014, buscando medir el cambio en el precio de las acciones cotizadas durante este lapso de tiempo, es decir se quiere poner a prueba la hipótesis planteada en la investigación ( $H_0$ ), la cual consiste en mostrar que la divulgación de los informes del Revisor Fiscal de las empresas interfiere en la volatilidad del precio y/o volumen de las acciones que cotizan en la bolsa de valores de Colombia; por lo tanto el trabajo del Revisor Fiscal influye en la dinámica del mercado de valores de Colombia. Para poner a prueba las hipótesis se realizó un análisis descriptivo y univariable, utilizando el conjunto de observaciones finales obtenidos después de un proceso de filtrado de la muestra inicial. El primero es el de un análisis Descriptivo - univariado, donde se utilizan técnicas de correlación.

La variable dependiente CAR, fue estimada como la suma de los retornos anormales durante las ventanas de eventos de 2, 3 y 5 días de esto último cada AR fue calculado a través de los parámetros encontrados para realizar estudios de eventos, considerando diferentes ventanas de eventos 2, 3 y 5 días y la ventana de estimación del estudio la cual consistió de 60 días. En este caso teniendo como base estudios realizados por Bollerslev (1986) Y Chiang e Doong (2001), se consideró la posibilidad de existencia de efectos ARCH en los residuos de la regresión del modelo de mercado obtenidos por mínimos cuadrados. En consecuencia se decidió aplicar la prueba de Engle (1982) en los residuos de las 95 regresiones para cada uno de los Car, donde se encontraron 16 de estos efectos en 16 de las regresiones para la ventana (-2,2), 18 en el la ventana (-3,3) y (-5,5).. Mantuvimos las regresiones originales por MCO para el resto de las ventanas de estimación ya calculados, los cuales no mostraron ningún tipo de heterocedasticidad.

Del análisis que realizamos solo encontramos relación entre la variable D\_IRFI y los retornos anormales en el año 2012; ya que en los demás años de estudio encontramos que en general la dinámica y volatilidad de los precios de las acciones en el mercado accionario colombiano se

debe a otras variables y no a la influencia o impacto que el informe del Revisor Fiscal pueda ejercer cuando sale a la luz pública en la dinámica del mercado accionario Colombiano.

## 6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMEEN, E.; CHAN, K. e GUFFEY, D. Information content of qualified audit opinions for over-the-counter firms. **Journal of Business Finance and Accounting**; v.21, n.7, pp. 997-1011, 1994.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**; v. 6, pp. 159-178, 1968.

BALL, R. Anomalies in Relationships between Securities' Yields and Yield-surrogates. **Journal of Financial Economics**; v.6, pp. 103-126, 1978.

BALL, R.; WALKER R.G.; WHITTRED, G.P. Audit qualifications and share prices. **Abacus**, v.15, pp. 23-34, 1979.

BERNARD, V.; THOMAS J. Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium; **Journal of Accounting Research**;, 27:3, 1-36; 1989.

BROWN, S. J. e WARNER, J. B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**; v.8, pp. 205-258, 1980.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W; MACKINLAY, A. C. **The Econometric of Financial Markets**. Princeton, New Jersey: Princeton university Press, 1997.

CARLSON, S.; GLENZEN, M. e BENEFIELD, M. An investigation of investor reaction to the information content of a going concern audit report while controlling for concurrent financial statement disclosures. **Quarterly Journal of Business and Economics**; v.37, n.3, 1998.

CHEN, C.; SU, X. e ZHAO, R. An emerging market's reaction to initial modified audit. Opinions: evidence from the Shangai stock exchange. **Contemporary Accounting Research**. v.17, n.3, pp. 429-455, 2000.

CHOI, S.; JETER, D. The effects if qualified audit opinions on earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics**; v.15, n.2, pp. 229-247, 1992.

CRASWELL, A. Studies of the information content of qualified audit reports. **Journal of Business Finance and Accounting**; v.12, n.1, pp. 93-115, 1985.

DEFOND, M., WONG, T. J., LI, S. The Impact of Improved Auditor Independence on Audit Market Concentration in China. **Journal of Accounting and Economics**; v. 28, pp. 269-305, 2000.

DOPUCH, N.; HOULTHAUSEN, R.; LEFTWICH, R. Abnormal stock returns associated with media disclosures of “subject to” qualified audit opinions. **Journal of Accounting and Economics**; v.8, n.2, pp. 93-117, 1986.

ELLER, R. A influência da auditoria interna na tomada de decisões. **Revista Brasileira de Contabilidade**. Março/Abril. pp. 90-97. 2001.

FAMA, E.F. Behavior of Stock Market Prices. **The Journal of Business**. v.28, p.p. 34-105. 1965.

\_\_\_\_\_. Efficient Capital Markets II. **The Journal of Finance**; December, v.XLVI, n.5, 1991.

GUJARATI, D.N. Econometria básica. MAKRON books: São Paulo. 2000.

HAW, I.M.; QI, D.; WU, W. Timeliness of Annual Report Releases and Market Reaction to Earnings Announcement in an Emerging Capital Market: The Case of China. **Journal of International Financial and Accounting**, v. 11, pp. 108-131, 2000.

JEGADEESH, N.; LIVNAT, J. Post-earnings-announcement drift: the role of revenue surprises. **Financial Analyst Journal**, v. 62:2, 22–34; 2006.

KLOECKNER, G.O. Estudos de evento: a análise de um método. **Revista de Administração Contemporânea**. v.1, n.2, pp.261-270, 1995.

LIVNAT, J.; ZAROVIN, P. The incremental information content of cash-flow components. **Journal of Accounting and Economics**, v. 13:1, 25–46; 1990.

LIN, Z.J., TANG Q., XIAO J. An Experimental Study of Users’ Responses to Qualified Audit Reports in China. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**. v. 12, pp. 1-22, 2003.

MARTINEZ, M.; MARTINEZ, A. e BENAOU, M. Reaction of the Spanish capital market to qualified audit reports. **European Accounting Review**. v.13, n.4, pp. 93-117, 2004.

OU, J.; PENMAN, S. Financial statement analysis and the prediction of stock returns. **Journal of Accounting and Economics**, v.11:4, 295–329; 1989.

PEI D., OPONG, K., HAMILL, P. An Analysis of the Information Content of Qualified Audit Reports: Evidence from China’s Shenzhen Market. **Working Paper**, 2004.

SLOAN, R. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings. **The Accounting Review**; v. 71:3, 289–315; 1996.

SOLTANI, B. Some empirical evidence to support the relationship between audit reports and stock prices – The French case. **International Journal of Auditing**. v.4, n.3, pp. 269-291, 2000.

