

LA EMPRESA EN CANARIAS

Sección coordinada por

INMACULADA AGUIAR DÍAZ

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales

Profesora Titular de Economía Financiera

Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

El objetivo de la sección se centra en dar a conocer a los agentes económicos, sociales y políticos de Canarias la realidad de nuestras empresas, a través de la difusión de estudios que analizan la situación y problemática socio-económica y financiera del tejido empresarial. A su vez, el hecho de ofrecer una vía de difusión contribuye a fomentar la realización de nuevos estudios que profundicen en el análisis de esta realidad y sirvan de base para la propuesta de medidas de acción, tanto a nivel público como privado, capaces de alcanzar mejoras en el futuro, las cuales revertirán en el progreso de la economía canaria en su conjunto.

El ámbito de los estudios está vinculado a las empresas con sede social en Canarias. No obstante, se favorecerán los estudios comparados con otras regiones españolas, o a nivel nacional. Por otra parte, debido a que en Canarias operan numerosas empresas cuya sede está fuera de las islas, sería interesante disponer de información sobre estas empresas.

Los estudios a publicar en la sección pueden abarcar un amplio abanico de la

realidad socioeconómica y financiera de las empresas canarias, tales como la estructura económica, la financiación, la rentabilidad y solvencia, la calidad de la información, el gobierno de las empresas, la creación de empresas, las relaciones con las entidades financieras, la innovación, la internacionalización, la responsabilidad social, la política medioambiental, las políticas de Recursos Humanos, etc.

Todos estos estudios pueden tener implicaciones a nivel sectorial, así como por tamaños, por lo que los estudios pueden referirse a un sector o dimensión determinada, o bien realizar un análisis comparativo por sectores y/o tamaños. En este sentido, se dará especial preferencia a los sectores más importantes de la economía canaria como son la Construcción, el Turismo, el sector Comercial y los servicios en general.

Esta sección es de carácter fijo por lo que se publicarán al menos tres trabajos al año. Se invita a todos los profesionales e investigadores interesados en dar a conocer sus trabajos sobre las empresas canarias a remitirlos a la revista.

CALIDAD DE LA INFORMACIÓN Y COSTE DE LA DEUDA BANCARIA DE LA EMPRESA CANARIA*

**INMACULADA AGUIAR DÍAZ
NIEVES LIDIA DÍAZ DÍAZ**

Doctoras en Ciencias Económicas y Empresariales
Profesoras del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

SUMARIO

- I. Introducción.
- II. Argumentos teóricos e hipótesis.
- III. Aspectos metodológicos.
 - A) Selección de la muestra
 - B) Definición de variables
- IV. Calidad de la información y coste de la deuda de las empresas canarias. Evidencia empírica.
 - A) Análisis descriptivo
 - B) Análisis econométrico
- V. Conclusiones.

* Las autoras desean expresar su agradecimiento a la Cátedra "la Caixa" de Estudios Financieros y Bancarios de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

Resumen del contenido:

El presente estudio tiene por objeto analizar la incidencia de la calidad de la información revelada por las empresas en el coste de la deuda bancaria; concretamente, a través de la opinión de la firma auditora en el informe relativo a las cuentas anuales. El estudio se basa en una muestra de 210 empresas canarias extraída de la base de datos SABI en el período 2003-2006. Los resultados obtenidos sugieren que los analistas de riesgos solamente consideran la auditoría en las empresas de cierta dimensión, por lo que es en este colectivo en el que una opinión favorable contribuye a reducir el coste de la deuda bancaria. Para las empresas de menor dimensión, los resultados sugieren que los analistas de riesgos utilizan tecnologías de crédito alternativas a las cuentas anuales, por lo que el valor informativo de la auditoría queda relegado a un segundo plano.

I. INTRODUCCIÓN

El sistema financiero español, al igual que el de otros países de la Europa continental se caracteriza por su orientación a la banca, al contrario de lo que ocurre en los países anglosajones en los que los mercados de valores adquieren una mayor relevancia. De hecho, para la gran mayoría de las empresas españolas, la financiación bancaria constituye su principal fuente de recursos. En cualquier caso, aún en los sistemas más orientados a los mercados de valores, las empresas no cotizadas en mercados bursátiles se encuentran con dificultades a la hora de acceder a la financiación externa, sobre todo a largo plazo. Por tanto, la relevancia de la banca en la financiación de la empresa se ve potenciada en el caso de las empresas no cotizadas, lo cual constituye el objeto del presente estudio, al referirse a las empresas canarias. A pesar de la importancia de la financiación procedente de entidades de crédito, las teorías financieras sobre estructura de capital no hacen referencia explícita a la

distinción entre deuda bancaria y no bancaria. No obstante, muchos de los argumentos esgrimidos a favor o en contra del uso de la deuda en dichas teorías aluden a los acreedores financieros. Entre estos argumentos se encuentran los relativos a la actitud de las entidades prestamistas respecto al riesgo de fracaso del prestatario así como los referidos a las asimetrías informativas entre entidades financieras y empresas y prestatarios. Por ello, en el presente trabajo se parte de los argumentos proporcionados fundamentalmente por la teoría de la información asimétrica.

Debido a la existencia de asimetrías informativas en los mercados de capitales, los bancos son más eficientes en el control de los deudores que otro tipo de acreedores (Leland y Pyle, 1977; Diamond, 1984, 1991; Fama, 1985). En este sentido, la literatura sugiere que estas entidades poseen ventajas comparativas en la financiación de las empresas porque pueden reducir las asimetrías informativas entre prestamistas y prestatarios (Diamond, 1984, 1991). Por

ejemplo, mientras un prestamista externo puede encontrar dificultades para evaluar y controlar a una empresa, a un banco le puede resultar más fácil hacerlo debido a las relaciones que mantiene con la empresa (Ghosh, 2007). De ahí que las empresas con mayores asimetrías de información deberían utilizar más deuda bancaria (Denis y Mihov, 2002). Así, las pequeñas y medianas empresas preferirán financiarse a través de intermediarios bancarios, mientras que las grandes empresas, más conocidas en los mercados de capitales, incurren en menores costes de información por lo que tienen un mayor acceso a los mercados de valores (Krishnaswami, Spindt y Subramaniam, 1999).

La obtención de financiación por parte de una entidad bancaria requiere contar con la aprobación del analista de riesgos, cuya función consiste en realizar una valoración de la idoneidad del solicitante basada en su capacidad para hacer frente a los compromisos derivados de la misma. Para ello, el analista se basa en diferentes fuentes de información, tanto proporcionadas por la empresa (*e.g.*, estados financieros), como por terceros (*e.g.*, registros de impagos, CIRBE, clientes, proveedores). La cantidad y calidad de la información proporcionada por las empresas deriva en asimetrías informativas entre prestamistas y prestatarios, lo cual afecta a la disponibilidad y coste del crédito (Pettit y Singer, 1985; Ortiz y Penas, 2008).

Una de las principales decisiones del analista de riesgos es, una vez aceptada una operación, determinar el tipo de inte-

rés aplicable a la misma. Como es sabido, el coste de una operación de crédito se compone de dos elementos, el tipo de interés libre de riesgo, esto es el tipo de referencia en el mercado en cada momento, el cual es común a todas las empresas, y una prima de riesgo que depende del riesgo del cliente en particular percibido por el analista. Para la estimación de este riesgo la banca cuenta con distintas metodologías de análisis del riesgo de crédito, denominadas en la literatura "tecnologías de crédito" las cuales difieren en función del tamaño de la empresa (Berger y Udell, 2006). Uno de los principales componentes del riesgo soportado por los aportantes de deuda a las empresas es el riesgo de información, el cual depende de la calidad de la información financiera revelada por la empresa (Piot y Missonier-Piera, 2007).

En este sentido, es de destacar que gran parte del volumen de información divulgada por las empresas es de naturaleza contable. Dado que esta información tiene por objeto reducir las asimetrías de información que existen entre el emisor y el usuario, una mayor calidad de la misma debería redundar en un mejor conocimiento de la empresa por parte del prestamista y, en definitiva, en mejores condiciones financieras para el prestatario (Gill e Illueca, 2007). Ello permite afirmar que el grado de eficiencia con el que actúe un mercado financiero va a depender de forma evidente del volumen de información que divulgan las empresas, aumentando la eficiencia cuanto mayor sean los atributos de calidad de la información contable (Ruiz, Gómez y Guiral, 2002).

Los estados contables pueden estar auditados o no en función de que la empresa este obligada a ello por la normativa vigente, o bien lo haya efectuado de forma voluntaria. La auditoría es un proceso realizado por experto independiente cuyo objeto es validar en qué medida las revelaciones que las empresas realizan en sus estados contables coinciden con la realidad económica subyacente de éstas. En este sentido, el informe de auditoría, como resultado del proceso de auditoría, puede considerarse un medio de evaluar la calidad de la información contable de las empresas (Ruiz, Gómez y Guiral, 2002). No obstante, es España existe escasa evidencia acerca de la relevancia de los informes de auditoría en la evaluación de riesgos en las operaciones crediticias (Vico y Pucheta, 2005).

Por otra parte, es de destacar que la información proporcionada por las empresas no cotizadas está sujeta a un menor control que la revelada por las cotizadas, ya que en éstas, además de las exigencias de los organismos supervisores de los mercados de valores, la información es analizada por un elevado número de analistas e inversores. En este sentido, algunos estudios han encontrado que la calidad de la información es inferior en las empresas no cotizadas con respecto a las cotizadas (e.g., Ball y Shivakumar, 2005). Este menor control puede propiciar la realización de prácticas de manipulación de la información contable ya sea por motivos fisca-

les o para obtener acuerdos ventajosos con los bancos, entre otras razones¹. En este sentido, la labor de los auditores puede limitar las posibilidades de manipulación por parte de la dirección de la empresa (Kim, Song y Tsui, 2007).

En base a los argumentos expuestos, el objetivo del presente estudio se centra en analizar la incidencia de la calidad de la información, en particular a través de la opinión del auditor, en el coste de la deuda bancaria de las empresas canarias. Para ello se parte de una muestra de empresas canarias seleccionada a partir de la base de datos SABI en el período 2003-2006, caracterizado por una fuerte expansión del crédito bancario debido a los bajos tipos de interés existentes tanto en España como en toda la eurozona.

El trabajo se estructura de la siguiente forma: a continuación se exponen los argumentos teóricos que relacionan el coste de la deuda bancaria con las asimetrías informativas existentes entre prestamistas y prestatarios, y en concreto con la aportación del informe de auditoría como mecanismo de reducción de dichas asimetrías; los cuales servirán de base para fundamentar las hipótesis. En el tercer apartado se presentan los aspectos metodológicos de la investigación: fuentes de información, selección de la muestra, variables y métodos utilizados para contrastar las hipótesis formuladas en el apartado anterior. Los

¹ El estudio de Pérez, Bona y Santana (2006) analiza la incidencia de la estructura de propiedad en la manipulación contable de las empresas canarias.

resultados encontrados se presentan e interpretan en el cuarto epígrafe en el que además se realiza una discusión de los mismos en base a los obtenidos en estudios precedentes. Por último, el quinto apartado se reserva para exponer las principales conclusiones del estudio.

II. ARGUMENTOS TEÓRICOS E HIPÓTESIS

En este apartado se plantean los argumentos teóricos que sustentan la hipótesis objeto de contrastación empírica en el presente estudio. Dichos argumentos se basan en la información asimétrica, es decir, en el distinto grado de información existente ente prestamista y prestatario en la negociación de operaciones financieras y en las consecuencias que de ello se derivan en relación con el coste de la financiación procedente de entidades bancarias.

El acceso o la disponibilidad de deuda bancaria puede verse afectado por las restricciones impuestas por los proveedores de fondos dando lugar al denominado racionamiento de crédito. Dichas restricciones financieras se presentan cuando existen problemas de información asimétrica entre prestamistas y prestatarios, concretamente de selección adversa y riesgo moral (Stiglitz y Weiss, 1981). La selección adversa concierne a las asimetrías informativas que se producen con anterioridad a la concesión de un préstamo (exante), mientras que el riesgo moral se plantea *ex post*. Como afirman Segura y Toledo (2003:42), "la existencia de información asimétrica entre el prestamista y la empre-

sa que desea financiar un proyecto de inversión sirve para explicar por sí sola las diferencias entre empresas tanto en el coste como en la estructura de su financiación". De acuerdo con estos autores, el trabajo se centra en analizar la relevancia de la calidad de la información, y en particular del informe de auditoría, en las decisiones de los analistas de riesgos, concretamente en el coste de la financiación bancaria.

A) RELEVANCIA DEL INFORME DE AUDITORÍA EN LAS DECISIONES DE CRÉDITO

Las decisiones de los analistas de riesgos incluyen los términos contractuales de las operaciones de crédito o préstamo, la decisión de conceder o rechazar la solicitud, y si se decide aceptar la operación, se ha de fijar el importe de la operación, el tipo de interés aplicable, el plazo y las garantías exigidas. En el presente estudio se considera el segundo de los aspectos mencionados, el coste de la financiación bancaria obtenida por las empresas. De ahí que se plantee la incidencia de la calidad de la información facilitada por la empresa, aproximada por el tipo de opinión emitida por el auditor respecto a las cuentas anuales en el coste de la misma. Por tanto, la primera cuestión a considerar es si los analistas de riesgos tienen en cuenta o no la información contable para la toma de decisiones de crédito a las empresas, condición indispensable para que se pueda contemplar la relevancia de la calidad de dicha información y, por consiguiente, del informe de auditoría.

El objetivo de la auditoría y, por tanto, del informe de auditoría es evaluar la calidad de las revelaciones contables realizadas por las empresas (Ruiz, Gómez y Guiral, 2002). Así, la opinión emitida por el auditor puede considerarse un indicador de la calidad informativa de la empresa. Con independencia de la opinión recibida, todo informe de auditoría posee un contenido informativo, ya que su función es precisamente incrementar la fiabilidad de la información contable (Brío, 1998).

En este sentido, la influencia que el informe de auditoría pueda tener en las decisiones de los usuarios o destinatarios del mismo, en particular de los analistas de riesgos de crédito en la banca, dependerá en gran medida de la percepción que tengan éstos acerca de la labor profesional del auditor, así como de la comprensión del mismo, ya que ello restaría valor de uso al informe (Ruiz, 1998). Diversos estudios empíricos han tratado de analizar la relevancia del informe de auditoría en la decisión de los analistas de riesgos de las entidades bancarias, pudiendo distinguir tres líneas de investigación (Guiral y Gonzalo, 2005): 1) el efecto que tiene en las decisiones de los analistas bancarios el grado de verificación de la información contable; 2) examinar si el formato en que se presenta el informe puede ser la causa de divergencias en el proceso crediticio; y 3) la relevancia del dictamen del auditor atendiendo a las comparaciones entre informes limpios *versus* informes calificados. Según los citados autores, los trabajos en esta última línea muestran resultados poco concluyentes sobre la utilidad de la opinión del audi-

tor en la evaluación de las peticiones de crédito.

Entre los estudios que sugieren una indiferencia en el comportamiento del analista respecto al informe de auditoría se encuentran, entre otros, los de Libby (1979) y Houghton (1983), mientras que los estudios de Firth (1979) y Gul (1987) obtienen que el signo del informe de auditoría afecta a la fijación de las condiciones económicas de las operaciones de crédito.

En el ámbito español, Vico y Pucheta (2005) se plantean averiguar hasta qué punto es relevante la auditoría en la política de crédito. De las entrevistas realizadas a analistas de riesgos, estos autores deducen que el informe de auditoría se ha convertido en una condición *sine qua non* para que la estimación del riesgo se base en datos contables. En esta misma línea, el trabajo de Duréndez y Sánchez (2008) sobre la incidencia del informe de auditoría en la financiación bancaria, permite concluir que este informe juega un papel relevante en la obtención de financiación ajena procedente de entidades crediticias. Concretamente, estos autores encuentran que una empresa cuyas cuentas anuales presenten un informe de auditoría con una opinión con objeciones tendrá menos posibilidades de obtener financiación.

Sin embargo, los resultados obtenidos por Guiral y Gonzalo (2005), en un estudio llevado a cabo con analistas de tres importantes instituciones bancarias españolas, evidencian que el informe de auditoría sólo es relevante en la decisión de los analistas

bancarios cuando contradice otras informaciones financieras favorables recibidas sobre el cliente, otorgando mayor peso a los informes desfavorables. Estos autores argumentan que la falta de consenso observada en los estudios puede deberse a las dificultades de comprensión del informe por parte de los analistas de riesgos, a que el informe aporte información redundante ya conocida por los analistas o bien a problemas de tipo metodológico en los estudios realizados.

B) CALIDAD DE LA INFORMACIÓN Y COSTE DE LA DEUDA BANCARIA. HIPÓTESIS

La relación entre calidad de la información y coste de la deuda se puede analizar a través de la estimación del riesgo. En este sentido, un mayor riesgo para los acreedores conlleva una mayor prima de riesgo y, por tanto, un mayor coste de la deuda. Piot y Missonier-Piera (2007) consideran que el riesgo soportado por los aportantes de deuda tiene dos componentes: 1) riesgo de expropiación derivado de los conflictos de agencia entre accionistas/gerentes y acreedores y 2) riesgo de información. El primero de los componentes se relaciona con las posibilidades de transferencia de riqueza realizadas por los accionistas y/o gerentes en detrimento de los acreedores, mientras que el segundo depende de la calidad de la información

financiera revelada por la empresa. Concretamente, el riesgo informativo de la empresa se deriva de la probabilidad de que determinada información específica de la misma y pertinente para la toma de decisiones sea de baja calidad (Gill e Illueca, 2007). En este sentido, Easley y O'Hara (2004) predicen que las firmas con mayor riesgo de información tendrán mayor coste de capital.

Por su parte, Berger y Udell (2006) sugieren que las tecnologías de crédito² utilizadas por los bancos para la concesión de financiación a las pymes no se basa primordialmente en el análisis de las cuentas anuales del prestatario (excepto en casos muy concretos de empresas extraordinariamente solventes y transparentes, auditadas por grandes firmas multinacionales). Estos autores sostienen que las entidades financieras aplican a las pymes tecnologías de crédito que incorporan otro tipo de información: datos acerca del propietario de la empresa (*credit scoring*), datos sobre activos susceptibles de ser utilizados como garantía (*asset lending*) o información procedente de las relaciones entre la entidad y el cliente (*relationship lending*). En cualquiera de estos casos, como afirman Gill e Illueca (2007), la información contable de la empresa y, por consiguiente, la mayor o menor calidad de la misma, no sería relevante para establecer las condiciones financieras de los contratos de préstamo.

² Estos autores definen la tecnología de crédito como una única combinación de fuentes de información, las políticas y procedimientos de análisis y evaluación de riesgos, las características de los contratos de préstamos y los mecanismos de seguimiento y control del riesgo de riesgo.

En cuanto a la evidencia empírica, es de destacar que los estudios que analizan la incidencia de la información en el coste de la deuda utilizan básicamente tres medidas para aproximar la calidad de la información: la calidad de los ajustes por devengo, la auditoría y la calidad de la auditoría, basada esta última fundamentalmente en el tamaño de la firma auditora (considerado como proxy de reputación³). Por otra parte, dadas las distintas características entre empresas cotizadas y no cotizadas en relación con el tema central de este trabajo, la información asimétrica, interesa distinguir entre los estudios realizados para estos dos colectivos.

Los primeros estudios realizados se refieren a grandes empresas cotizadas norteamericanas. En este grupo destaca el estudio de Pittman y Fortín (2004), quienes encuentran que las empresas que contratan a un auditor incluido entre los seis grandes (Big-Six) presentan un menor coste medio de la deuda, lo cual sugiere que los acreedores son sensibles a la reputación del auditor –una proxy de la calidad de la auditoría–, y por tanto a la calidad de los estados financieros publicados por las empresas⁴. Así mismo, es de señalar el trabajo de Francis, LaFond, Olsson y Schipper (2005), quienes muestran la existencia de

una relación inversa entre la calidad de los ajustes por devengo y el coste de la deuda. Los resultados encontrados en estos dos estudios coinciden en que una mayor calidad informativa reduce el coste de la deuda.

Entre los estudios realizados sobre muestras de empresas no cotizadas, podemos citar en primer lugar los que encuentran una relevancia de la calidad informativa en el coste de la deuda. En el ámbito internacional, destacan los estudios de Simunic, Kim, Stein y Yi (2007), y Karjalainen (2008). El primero de ellos, utilizando una amplia muestra de empresas no cotizadas en Corea, no obligadas a auditarse, analiza el papel informativo de la auditoría voluntaria y su incidencia sobre el coste de la deuda. Estos autores encuentran que las empresas con auditoría voluntaria externa pagan una significativa menor tasa de interés por su deuda que las no auditadas. Por su parte, Karjalainen (2008) en un estudio realizado para empresas finlandesas obtiene que la elección de una firma auditora incluida entre las grandes –como proxy de la calidad de la auditoría–, reduce el coste de la deuda.

Por el contrario, otros estudios realizados también en empresas no cotizadas

³ En este sentido, se suele considerar que las auditorías realizadas por grandes firmas auditoras internacionales (denominadas genéricamente Big-Six, Big-Five, etc.) son de mayor calidad que las auditorías realizadas por empresas nacionales, y estas a su vez son mejores que las firmas locales, y por último entre éstas se distingue entre sociedades y personas físicas. No obstante, es de señalar que la literatura contiene interesantes argumentos a favor y en contra de esta afirmación.

⁴ No obstante, Pittman y Fortín (2004) también encuentran que el citado efecto se disipa con la edad de la empresa, de tal forma que el valor añadido de la reputación del auditor disminuye con la edad de la empresa, debido a que el prestamista va reduciendo las asimetrías informativas por otros medios.

obtienen resultados opuestos. En este sentido, Piot y Missonier-Piera (2007) para una muestra de empresas francesas, no encuentran evidencia de que la elección de la firma auditora, en particular el tamaño de la misma, esté relacionada con el coste de la deuda. Estos autores sugieren que la calidad de la información contable no es un elemento principal para los acreedores financieros. Ello puede explicarse por la culturalmente menor utilización de los estados contables en la toma de decisiones de préstamo, al considerar los bancos fundamentalmente las garantías ofrecidas por la empresa como colateral.

Por último, es de destacar el estudio de Gil e Illueca (2007) referido a una amplia muestra de empresas españolas (mayoritariamente no cotizadas), en el que analizan la relación entre la calidad de los ajustes por devengo y el coste de la deuda. Sus resultados muestran inicialmente una ausencia de relevancia de los ajustes por devengo en el coste de la deuda, si bien al realizar el estudio por tamaños, se evidencia una relación inversa entre la calidad de los ajustes por devengo y el coste de la deuda en las empresas de cierta dimensión⁵. Los autores explican estos resultados por una cuestión de confianza o bien por la utilización por parte de las entidades bancarias de tecnologías de crédito alternativas a la información contable cuando se trata de pequeñas y medianas empresas.

Por tanto, partiendo de los argumentos teóricos expuestos se podría asumir la

relevancia del informe de auditoría en la reducción de asimetrías informativas entre prestamistas y prestatarios y, por tanto, la presunción de que los analistas de riesgos de la banca consideran la calidad de la información como un mecanismo de reducción del riesgo de crédito. En este sentido, se predice una relación inversa entre calidad de la información y coste de la deuda bancaria. Por otra parte, las tecnologías de crédito utilizadas por los bancos para determinar la financiación otorgada a las pymes no se basan primordialmente en las cuentas anuales del prestatario. Ello lleva a plantear la irrelevancia de los estados contables y, por tanto, de la calidad de los mismos en el análisis del riesgo de crédito, para empresas de menor dimensión. De ahí que se enuncien las siguientes hipótesis:

H1. Una mayor calidad de la información reduce el coste de la deuda bancaria.

H2. Una mayor calidad de la información reduce el coste de la deuda bancaria sólo en las empresas de cierta dimensión.

III. ASPECTOS METODOLÓGICOS

A) SELECCIÓN DE LA MUESTRA

La muestra está integrada por empresas no financieras domiciliadas en Canarias que se encontraban activas en el período 2003-2006 y con información disponible en la base de datos SABI para todos y cada uno de los cuatro años del citado período. Debido a la necesidad de contar con información relativa a la deuda bancaria al obje-

⁵ Concretamente en las empresas con un activo superior a veinte millones de euros.

to de poder estimar adecuadamente el coste de la misma, es preciso que las empresas faciliten información sobre esta partida, lo cual sólo se produce en el caso de que las sociedades presenten el balance de situación en el formato normal. Además, con objeto de contrastar la hipótesis relativa a la calidad de la información contable se requiere disponer de la opinión del auditor, la cual sólo está disponible para las empresas que en el momento de depositar sus cuentas en el Registro Mercantil aportan copia del informe de auditoría⁶. Además, se ha exigido que las empresas presenten una cifra de negocios superior a dos millones de euros, es decir, se han eliminado las microempresas⁷. También se ha procedido a eliminar las empresas con recursos propios negativos como es habitual en los estudios sobre estructura de capital. Por último, se han eliminado las empresas agrícolas por su escasa representación.

Una vez efectuados los citados filtros, y dada la exigencia de que las empresas cuenten con información en todos y cada uno de los años por la necesidad de calcular variables retardadas, la muestra final está constituida por un panel balanceado de 210 empresas, lo que representa un

total de 840 observaciones empresa-año, si bien la necesidad de considerar retardos en algunas de las variables, reduce dicha cifra a 630⁸. La amplitud del período es suficiente para abordar un análisis longitudinal y no es excesivamente largo para que se hayan producido cambios estructurales. Además, se trata de un período caracterizado por una importante expansión del crédito bancario motivada por los bajos tipos de interés existentes en España, al igual que en toda la eurozona.

Dado que la muestra se compone de un panel de 210 empresas, cada una de las cuales pertenecen a lo largo del período a un mismo sector, la tabla 1 presenta la distribución sectorial para el conjunto del período. La tabla refleja una composición de la muestra acorde con la realidad de la empresa canaria, con un marcado sesgo al sector servicios, que representa en conjunto un 67.62% de la muestra, frente a las empresas de construcción y promoción inmobiliaria que suponen un 17% y la industria con un 15.24%. En el sector servicios a su vez destaca la actividad comercial que supone alrededor de un 35% del total, además de la venta de vehículos a motor que representa un 9% del total de empresas⁹.

⁶ La obligación de auditar las cuentas se rige por los mismos criterios que la obligación de presentar las cuentas en formato normal, por lo que, en principio, todas las empresas de las cuales existe información sobre la deuda bancaria deberían aportar el citado informe. Sin embargo, la opinión del auditor no está disponible en la base de datos SABI, lo cual puede deberse a que estas empresas han efectuado el depósito de las cuentas anuales sin el informe del auditor y en todo caso posteriormente han cumplido con este requisito.

⁷ Este filtro se ha utilizado por el hecho de que si bien, en principio, las empresas con esta cifra de negocios no están obligadas a presentar las cuentas anuales en formato normal, se han encontrado algunos casos que podrían distorsionar los resultados del estudio.

⁸ No obstante, el número de observaciones finalmente considerado en los modelos es de 625 debido a la pérdida de observaciones en alguna de las variables.

⁹ La escasa representación de sectores relacionados con el turismo, concretamente Hoteles, puede deberse al hecho de que la muestra contiene exclusivamente empresas domiciliadas en Canarias y muchas de las grandes empresas hoteleras pertenecen a cadenas con sede fuera de esta Comunidad.

**Tabla 1. Distribución sectorial de las empresas de la muestra.
2003-2006**

Sector	(%)
1. Industria	15.24
2. Construcción y Promoción Inmobiliaria	17.14
3. Venta de vehículos a motor	9.05
4. Comercio Mayorista	26.19
5. Comercio Minorista	8.57
6. Transporte	15.24
7. Hoteles	5.24
8. Otros Servicios ^a	3.33
Total de observaciones (210 empresas, 4 años)	840

^a Otros servicios incluye empresas de enseñanza, clínicas y empresas de limpieza

La clasificación de empresas por tamaño para cada uno de los años del período analizado se puede observar en la tabla 2. Siguiendo el criterio establecido en el estudio de Gil e Illueca (2007) referido a empresas españolas no cotizadas, se ha dividido la muestra en tres grupos de tamaño en función del activo total de las empresas. El primer grupo contiene las sociedades con un volumen de activo inferior a 10 millones de euros, el segundo con un activo comprendido entre 10 y 20 millones y un tercer grupo

formado por empresas con activo superior a 20 millones de euros¹⁰. Como se refleja en la tabla 2, a lo largo del período analizado se observa un descenso en la importancia relativa de las pequeñas empresas que pasan de un 42.85% en el año 2003 a un 34.76% en 2006. Por el contrario, los colectivos de medianas y grandes aumentan su peso. En conjunto, las empresas más pequeñas representan un 39.8%, seguidas de las grandes con un 36.90% y por último las medianas con un 23.30%.

**Tabla 2. Distribución de las empresas por tamaño (activo total).
2004-2006. (%)**

	2003	2004	2005	2006	Total
Empresas con activo inferior a 10 millones de euros	42.85	42.38	39.52	34.76	39.88
Empresas con activo entre 10 y 20 millones de euros	23.80	23.81	21.91	25.72	23.81
Empresas con activo superior a 20 millones de euros	33.35	33.81	38.57	39.52	36.31
Total de empresas	210	210	210	210	840

¹⁰ Hemos de señalar que si bien el grupo de pequeñas empresas coincide en criterio de activo con el establecido por la normativa comunitaria, para el tercer grupo el criterio de la citada normativa requiere un activo superior a 43 millones de euros para ser considerada gran empresa. Según este criterio, un escaso número de empresas en la muestra sería considerada en la categoría de “gran empresa”, lo que impide una clasificación adecuada al tamaño de las empresas canarias.

B) DEFINICIÓN DE VARIABLES

Todas las variables han sido calculadas partiendo de la información proporcionada por la base de datos SABI, la cual contienen información extraída de los estados financieros de las empresas. Además, esta base de datos contiene también la opinión del auditor relativa a las cuentas anuales de la empresa en cada año.

B.1) Variable dependiente. Coste de la deuda bancaria (CosteDeuda-Banc). El presente estudio considera como variable dependiente el coste de la deuda bancaria, el cual es calculado por cociente entre los gastos financieros y la deuda media con coste (computada como deuda bancaria a largo más deuda bancaria a corto), al final de dos períodos consecutivos (Francis, LaFond, Olsson y Schiper, 2005; Piot y Missonier-Piera 2007; Karjalainen, 2008). Siguiendo a estos últimos autores, así como a Pittman y Fortin (2004) se han depurado las observaciones extremas de esta variable winsorizando al 5%, es decir, por los percentiles 5 y 95 del pool de datos¹¹.

B.2) Variable explicativa. Auditoría. En el presente estudio la calidad de la información contable aproximada por la opinión del auditor expresada en el informe de auditoría. Los tipos de opinión se pueden agrupar en: opinión limpia, con salvedades, negativa y denegación de opinión; cada una de las cuales refleja un diferente

grado de calidad de la información (Ruiz, Gómez y Guiral, 2002):

- *Informe favorable (máxima calidad)* es la emitida cuando el auditor considera que la información contable de la empresa cumple con los criterios preestablecidos para abstraer la realidad empírica de las mismas.

- *Informe con salvedades.* Cuando el auditor considera que la información contable de la empresa no representa la imagen fiel de la realidad económico-financiera de la misma, si bien puede aislar los errores y sus efectos, pudiendo la empresa proceder a la subsanación de los mismos.

- *Informe negativo o desfavorable.* Se produce cuando el auditor no puede aislar su efecto y, por lo tanto, considera que los estados contables no son adecuados para obtener información veraz de la empresa.

- *No opinión.* Cuando el auditor se abstiene de manifestar una opinión debido a que, por diversas razones, no puede adquirir un juicio sobre la calidad de la información contable.

En el presente trabajo, siguiendo a Duréndez y Sánchez (2008), la calidad de la información se aproxima a través de una variable *Dummy*. Esta variable adopta el valor 1 si la empresa ha obtenido una opinión favorable (informe limpio) y cero en el caso de que la opinión del auditor haya sido

¹¹ La winsorización consiste en sustituir los datos superiores (inferiores) a un valor o percentil dado por éste, el cual queda fijado como el máximo (mínimo).

con salvedades, desfavorable o denegada¹². Con objeto de considerar que el análisis del riesgo de crédito por parte del analista bancario se ha de basar en las cuentas anuales auditadas del año precedente y, de acuerdo con los citados autores, esta variable se introduce de forma retardada.

B.3) Variables de control

Con objeto de aislar la relación causal entre la opinión del auditor y la decisión del analista bancario en relación con las condiciones de las operaciones de crédito, se consideran otras variables identificadas en la literatura financiera como determinantes del coste de la deuda, ya sea por considerarse *proxies* de asimetrías informativas o como determinantes del riesgo empresarial. En el presente estudio, se han seleccionado las variables más utilizadas en los estudios relativos a la incidencia de la calidad informativa en el coste de la deuda; concretamente en los trabajos de Pittman y Fortin (2004); Francis, LaFond, Olsson y Schiper (2005), Piot y Missonier-Piera (2007), Simunic, Kim, Stein y Yi (2007) y Karjalainen (2008). Teniendo en cuenta los citados estudios las variables de control utilizadas son las siguientes: el nivel de endeudamiento bancario, la rentabilidad, la liquidez, el ratio de cobertura de intereses, la variabilidad del resultado, las garantías, el crecimiento, el tamaño, la edad, el sector y el año.

A continuación se concreta la forma de medir cada una de estas variables, así como la relación esperada con la dimensión objeto de estudio.

Deuda bancaria ($DeudaBanc_{t-1}$).

Debido a que la variable dependiente considera el coste de la deuda bancaria se ha considerado conveniente controlar por el importe de deuda bancaria de la empresa. Esta variable trata de medir la importancia de la financiación bancaria en relación con el activo total de la empresa y es computada con un período de retardo.

Rentabilidad. La rentabilidad considerada en el presente estudio es la rentabilidad económica (*ROA*), la cual se obtiene por cociente entre el resultado antes de intereses e impuestos y el activo total.

Liquidez, aproximada por el ratio circulante computado como cociente entre activo corriente y pasivo corriente.

Cobertura de gastos financieros ($CobGastosFros$). El ratio de cobertura de gastos financieros es computado como el resultado antes de intereses e impuestos dividido por los gastos financieros, y refleja la capacidad de la empresa para hacer frente a sus gastos financieros con el resultado. Esta variable presenta valores negativos, lo cual carece de sentido económico por lo que se ha procedido a sustituirlos por cero. Así mismo, se ha procedido a eli-

¹² Si bien entre los informes no limpios cabe la posibilidad de distinguir entre estos tres tipos de opinión, ello se ha visto limitado por el escaso número de empresas que han obtenido opinión denegada o desfavorable, presentando la práctica totalidad informes con salvedades.

minar los valores extremos winsorizando la variable al 5% por la derecha.

Variabilidad del resultado (VarEBITDA). La variabilidad o dispersión (calculada como el coeficiente de variación) del resultado antes de amortizaciones, intereses e impuestos (RAAIT, más conocido por la sigla en inglés EBITDA) es considerada como una proxy del riesgo económico.

Garantías. La disponibilidad de activos susceptibles de ser utilizados como garantía o colateral de las operaciones de crédito se puede aproximar a través del grado de tangibilidad de los activos, el cual a su vez se estima por el cociente entre inmovilizado y activo total.

Crecimiento. El crecimiento pasado se puede considerar como una proxy de las oportunidades de crecimiento futuras (Fama y French, 2002). De ahí que en empresas no cotizadas se suele utilizar la tasa de variación del activo entre dos períodos consecutivos o bien la tasa de variación de las ventas, siendo esta última la utilizada en el presente estudio.

Tamaño. Los resultados de numerosos estudios empíricos avalan la consideración del tamaño como variable determinante del endeudamiento así como del coste de la deuda (Segura y Toledo, 2003). Debido a la menor cantidad y calidad de la información proporcionada por las pymes,

las entidades bancarias se encuentran con mayores asimetrías informativas en el caso de las pequeñas empresas. El tamaño es medido como el logaritmo del activo.

Edad. Ortiz y Penas (2008) asocian la edad con el grado de opacidad informativa, de tal forma que las empresas más jóvenes aportan menos información en sus estados financieros, tienen menos experiencia y menos información pública que las empresas más antiguas. La edad es aproximada por la diferencia entre el año de cómputo y año de constitución de la empresa.

Sector. El sector se recoge a través de ocho variables dicotómicas de acuerdo con una agrupación *ad hoc* basada en los dos primeros dígitos del CNAE, con objeto de recoger la realidad sectorial de las empresas canarias¹³, muy sesgada a las actividades comerciales y de servicios en general.

Año. El año se introduce en forma de variables *dummies*, y trata de recoger factores relacionados con el ciclo económico.

Una síntesis de la descripción de las variables utilizadas se presenta en la tabla A1 del anexo, el cual contiene también una referencia a los estudios precedentes sobre calidad de la información y coste de la deuda que han considerado cada una de estas variables.

¹³ La distribución de las empresas por sectores se presenta en la tabla 1.

IV. CALIDAD INFORMATIVA Y COSTE DE LA DEUDA BANCARIA DE LAS EMPRESAS CANARIAS. EVIDENCIA EMPÍRICA

Este apartado tiene por objeto presentar el estudio empírico realizado sobre la incidencia de la calidad de la información contable revelada por las empresas canarias en la deuda bancaria. En particular, de acuerdo con las hipótesis planteadas, se trata de analizar, en primer lugar, la relación entre calidad de la información y la obtención de nueva financiación bancaria por parte de las empresas canarias y, en segundo lugar, la relación entre dicha calidad de la información y el coste de la deuda bancaria soportado por las empresas canarias. Todo ello sobre un panel balanceado de 210 empresas en el período 2003-2006. Como se ha señalado, la variable proxy de calidad de la información a utilizar es el tipo de opinión emitida por el auditor en su informe relativo a las cuentas anuales de las empresas en cada uno de los años analizados.

Como primera aproximación se procede a realizar un análisis descriptivo de tipo univariante, el cual trata de presentar la distribución de las variables relevantes a lo largo del período, distinguiendo en función del tipo de informe de auditoría recibido. Este primer análisis permite obtener unos resultados iniciales en relación con las cuestiones planteadas, si bien el análisis univariante no permite contemplar otros factores que afectan a las variables objeto

de análisis. En este sentido, los resultados podrían estar condicionados por la rentabilidad, el riesgo, el tamaño de las empresas, el sector, etc. Para ello se especifica un modelo multivariante que permite introducir, además de la variable explicativa otras identificadas en la literatura, lo cual permite aislar la relación causal entre la opinión del auditor y el coste de la deuda del resto de factores.

A) ANÁLISIS DESCRIPTIVO

Antes de centrar el análisis en las variables objeto de estudio, se considera conveniente exponer algunos datos relativos al endeudamiento de las empresas canarias a lo largo del período. Como puede observarse en la tabla 3, el nivel de endeudamiento se sitúa en términos medios en el 53%, mientras que los fondos procedentes de la banca representan en torno al 44% de la deuda total. Ello indica que aproximadamente la mitad de la financiación ajena de las empresas canarias está compuesta por deuda bancaria, ya sea con vencimiento a corto o a largo plazo. Además, la deuda bancaria suele ser la principal fuente de fondos a largo plazo, mientras que en el corto predomina la financiación procedente de otros proveedores de recursos entre los que destacan los acreedores comerciales. En cuanto al coste de la deuda bancaria, éste se sitúa en el 6,33% de media a lo largo del período, si bien la mediana es inferior o igual al 5% en los años analizados.

**Tabla 3. Deuda y coste financiero de las empresas canarias.
Estadísticos descriptivos 2004-2006 (%)**

		2004	2005	2006	Total
Deuda total/Activo total	Media	53.24	53.82	53.79	53.62
	Mediana	53.3.	54.80	54.91	54.61
	D.T.	20.67	20.61	20.72	20.63
Deuda Bancaria/Deuda total	Media	43.53	44.36	46.28	44.72
	Mediana	42.52	44.79	47.50	45.07
	D.T.	23.75	23.15	24.38	23.76
Coste Deuda Bancaria^a	Media	6.36	5.91	6.70	6.33
	Mediana	4.73	4.30	5.00	4.66
	D.T.	4.97	4.49	4.72	4.73

^a Los estadísticos de esta variable se han calculado una vez eliminados los valores extremos, *winsorizing* por los percentiles 5% y 95%.

Los datos relativos a la principal variable objeto de estudio, opinión del auditor, se reflejan en la tabla 4, en la cual se observa como el 63% de las empresas en cada año presenta un informe de auditoría favorable, mientras que el 37% restante es calificado como denegado, desfavorable o con salvedades. Esta información se facilita referida al período 2003-2005 ya que el estudio considera la

incidencia del informe de auditoría de un año en la deuda bancaria del siguiente ejercicio, siendo nuestro período de estudio 2004-2006. En este sentido, es de señalar que el número de empresas con informes denegados o desfavorables representa menos de un dos por ciento de la muestra total, por lo que, como se ha comentado, se han considerado conjuntamente con las salvedades.

Tabla 4. Calidad de la información de las empresas canarias. 2003-2005 (%)

	2003	2004	2005	Media
Empresas con auditoría favorable	63.33	62.38	63.33	63.02
Empresas con auditoría no favorable^a	36.67	37.62	36.67	36.98
Total de empresas	210	210	210	630

^a Auditoría denegada, desfavorable o con salvedades.

Con objeto de obtener una idea inicial sobre la relación entre el coste de la deuda bancaria y la opinión del auditor se presenta la tabla 5. Como puede observarse en dicha tabla, en términos medios, dicho coste es, en

todos los años, inferior en las empresas con auditoría favorable, situándose en el 6,05% de media a lo largo del período para este colectivo, frente a un 6,79% para las empresas con una opinión de auditoría no favorable.

Tabla 5. Coste de la deuda bancaria y auditorías de las empresas canarias. Estadísticos descriptivos 2004-2006 (%)

		2004	2005	2006	Total
Empresas con auditoría favorable	Media	6.07	5.66	6.42	6.05
	Mediana	4.60	4.22	4.54	4.48
	D.T.	4.68	4.17	4.57	4.48
Empresas con auditoría no favorable^a	Media	6.85	6.32	7.19	6.79
	Mediana	5.00	4.51	5.37	5.01
	D.T.	5.42	4.98	4.97	5.12

^a Auditoría denegada, desfavorable o con salvedades.

La tabla 6 muestra los estadísticos descriptivos de las variables de control referidos al conjunto del período analizado. Así, puede observarse que, en términos medios, las empresas analizadas se caracterizan por presentar un nivel de deuda bancaria sobre el activo total del 23,16%, es decir, aproximadamente una cuarta parte de los recursos de las empresas canarias analizadas son financiados por la banca. La rentabilidad económica se sitúa en este período en una tasa media del 4,67%.

En cuanto a la solvencia a corto plazo se puede afirmar que, en términos medios, es buena, al encontrarse tanto el ratio de

liquidez como el ratio de cobertura de los gastos financieros en valores muy superiores a la unidad. Además, el porcentaje medio de activos susceptibles de ser utilizados como garantía de la deuda se eleva al 48%. Por otra parte, las empresas muestran una tasa de crecimiento media anual del 10%, si bien se detecta una gran dispersión al ser la mediana un 3,65%. El tamaño medio de las empresas se sitúa en 26 millones de euros, si bien la mediana del activo se reduce a 14 millones de euros. Por último, la edad de las empresas se sitúa en términos medios, en 20 años, si bien existen en la muestra empresas con 2 hasta 67 años.

Tabla 6. Estadísticos descriptivos de las variables

	Media	Mediana	D.Típica
Deuda Bancaria^a	23.16	21.12	15.31
Rentabilidad^a	4.67	4.36	6.32
Liquidez (AC/PC)	2.05	1.33	3.57
CobGastosFros	8.52	3.62	2.92
VarEBITDA	4.36	2.92	4.91
Garantías^a	48.16	46.06	23.03
Crecimiento^a	10.40	3.65	60.45
Tamaño^b	26721.98	14455.5	34662.89
Edad (años)	20.77	20	10.86

^a Datos en tanto por ciento

^b Datos en miles de euros

Por último, en la matriz de correlaciones que se presenta en la tabla 7 se detecta que la variable *dummy* de la opinión del informe de auditoría adopta un coeficiente de correlación negativo y significativo con el coste de la deuda bancaria, lo cual indica que en un primer nivel de análisis se puede afirmar la existencia de relación entre las variables objeto de estudio, con el signo señalado en la primera de las hipóte-

sis planteadas. Además, las variables de control deuda bancaria, rentabilidad, variabilidad del resultado, garantías y tamaño presentan también coeficientes significativos con el coste de la deuda. Por otra parte, no se observan coeficientes de correlación entre las variables que pudieran ocasionar problemas en la estimación de los modelos.

Tabla 7. Matriz de correlaciones entre las variables

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. Coste de deuda Banc	1.0000									
2. Auditoría_{t-1}	-0.0745*	1.0000								
3. Deuda Banc_{t-1}	-0.3673***	-0.0015	1.0000							
4. Rentabilidad	0.0874**	0.1135**	-0.0343	1.0000						
5. Liquidez	0.0087	-0.0723*	-0.0271***	0.0099	1.0000					
6. CobGastosFros	-0.0826**	0.0642*	-0.3728***	0.5424***	0.1156***	1.0000				
7. VarEBITDA	0.1215***	0.1097***	-0.0169	0.1583***	-0.0852***	0.0837**	1.0000			
8. Garantía	-0.0792**	0.0586	-0.0325	-0.1457***	-0.0566	-0.0903**	0.0763*	1.0000		
9. Crecimiento	-0.0365	0.0508	0.1111***	0.2482***	0.0189	0.0821**	-0.0612	-0.0530	1.0000	
10. Tamaño	-0.1431***	0.0321	0.1367***	0.1047***	0.1455***	0.0149	0.1260***	0.2848***	0.1018***	1.0000
11. Edad	0.0567	-0.0743*	-0.1237***	-0.1133***	0.1343***	-0.0009	-0.0571	-0.0333	-0.0211	0.0479

Variables: Coste deuda bancaria: gastos financieros/deuda bancaria media t y $t-1$; Auditoría_{t-1}: dummy=1 si auditoría favorable, 0 en caso contrario; Deuda Banc_{t-1}: deuda bancaria $t-1$ /activo total $t-1$; Rentabilidad: resultado antes de intereses e impuestos/activo total; Liquidez: activo corriente/pasivo corriente; CobGastosFros: Resultado antes de intereses e impuestos / gastos financieros; VarEBITDA: Coeficiente de variación del resultado antes de amortizaciones, intereses e impuestos; Garantía: inmovilizado/activo total; Crecimiento: tasa de variación de la cifra de negocios; Tamaño: logaritmo del activo total; Edad: número de años desde la constitución.

*, **, ***, significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

B) ANÁLISIS ECONÓMÉRICO

Con objeto de contrastar las hipótesis planteadas acerca de la relación entre la

calidad de la información –opinión del informe de auditoría- y el coste de la deuda bancaria se especifica el siguiente modelo econométrico:

$$\begin{aligned} \text{CosteDeudaBanc}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Auditoria}_{i,t-1} + \beta_2 \text{DeudaBanc}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Rentabilidad} + \beta_4 \text{Liquidez}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{CobGastosFros}_{i,t} + \beta_6 \text{VarEBITDA}_{i,t} + \beta_7 \text{Garantias}_{i,t} + \beta_8 \text{Crecimiento}_{i,t} + \beta_9 \text{Tamaño}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \text{Edad}_{i,t} + \beta_{11} \text{Sector}_{i,t} + \beta_{12} \text{Año}_{i,t} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

La metodología de estimación utilizada es la de datos de panel con efectos aleatorios con objeto de permitir la inclusión de algunas variables cuyos valores permanecen constantes a lo largo del período para cada empresa, tales como la adscripción sectorial. La metodología de datos de panel a diferencia del pool de datos, estimada mediante mínimos cuadrados ordinarios (OLS), permite considerar la heterogeneidad inobservable de cada empresa a lo largo del período, lo cual evita la obtención de estimadores sesgados. La estimación se realiza con el programa econométrico STATA 10.

Los resultados obtenidos de la estimación del citado modelo se presentan en la tabla 8. Como puede observarse, la variable auditoría no resulta significativa, lo cual no ofrece apoyo a la hipótesis H1. La ausencia de significación de esta relación se interpreta como la irrelevancia de la opinión del auditor. No obstante, cabría plantearse si estos resultados se derivan de la

irrelevancia del propio informe más que de la opinión del auditor¹⁴. En este sentido, Berger y Udell (2006) sugieren que las tecnologías de crédito utilizadas por los bancos para la concesión de financiación a las pymes no se basan primordialmente en el análisis de las cuentas anuales del prestatario. Ello sugiere la conveniencia de distinguir en función del tamaño de la empresa. Por ello, siguiendo el criterio de Gil e Illueca (2007), se procede a estimar de nuevo el modelo para tres submuestras en función del tamaño: empresas con un activo inferior a 10 millones de euros, empresas con un volumen de activo entre 10 y 20 millones de euros y empresas con activo superior a 20 millones de euros.

Los resultados obtenidos en los dos primeros colectivos mantienen la ausencia de significación estadística encontrada en la muestra total (ver tabla A2. del anexo), mientras que para las empresas con un volumen de activo superior a veinte millones de euros (ver la tabla 8), la variable

¹⁴ Para aislar esta cuestión se requeriría contar con una muestra integrada por empresas auditadas y no auditadas, lo cual es inviable si se desea además contar con información relativa a la deuda bancaria.

auditoría resulta significativa y negativa. Estos resultados indican que una opinión favorable del auditor respecto a las cuentas anuales de la empresa en el año precedente reduce el coste de la deuda bancaria, una vez controlado el nivel de endeudamiento con entidades de crédito, así como los restantes factores que explican el coste de la deuda. Por consiguiente, los resultados alcanzados en el presente estudio pue-

den ser interpretados en el sentido de que solamente en las empresas más grandes, la opinión favorable del auditor reduce el coste de la deuda bancaria en las empresas canarias. En este sentido, la calidad de la información sólo sería relevante en la decisión relativa a la prima que cargan las entidades bancarias en compensación del riesgo de crédito a las empresas de cierta dimensión.

Tabla 8. Auditoría y coste de la deuda bancaria de las empresas canarias

	Total de empresas		Empresas con Activo total superior a 20 millones de euros	
	β	z	β	z
<i>Auditoría_{t-1}</i>	-0.0047	(-1.46)	-0.0081 [†]	(-1.78)
<i>DeudaBanc_{t-1}</i>	-0.1390 ^{***}	(-7.69)	-0,1234 ^{***}	(-4.61)
<i>Rentabilidad</i>	0.1725 ^{***}	(4.17)	0.2956 ^{***}	(4.34)
<i>Liquidez</i>	0.0004	(0.59)	0.0005	(0.59)
<i>CobGastosFros</i>	-0.0014 ^{***}	(-5.56)	-0.0017 ^{***}	(-4.34)
<i>VarEBITDA</i>	0.0011	(1.34)	0.0015	(1.45)
<i>Garantía</i>	-0.0011	(-0.09)	0.0246	(1.51)
<i>Crecimiento</i>	0.0017 [†]	(1.90)	0.0003	(0.42)
<i>Tamaño</i>	-0.0074 ^{***}	(-2.60)	-0.0068	(-1.41)
<i>Edad</i>	0.00004	(0.21)	0.00005	(0.26)
<i>Sector</i>	Si	Si	Si	Si
<i>Año</i>	Si	Si	Si	Si
<i>Constante</i>	0.1743 ^{***}	(6.33)	0.1449 ^{***}	(3.09)
<i>Nº observaciones</i>	625		235	
<i>R²</i>	33.15%		48,31%	
<i>Test de Wald</i>	124.92		145.10	

Variables: Coste *deuda bancaria*: gastos financieros/deuda bancaria media t y t-1; *Auditoría_{t-1}*: dummy=1 si auditoria favorable, 0 en caso contrario; *DeudaBanc_{t-1}*: deuda bancaria *t-1* /activo total *t-1*; *Rentabilidad*: resultado antes de intereses e impuestos/activo total; *Liquidez*: activo corriente/pasivo corriente; *CobGastosFros*: Resultado antes de intereses e impuestos / gastos financieros; *VarEBITDA*: Coeficiente de variación del resultado antes de amortizaciones, intereses e impuestos; *Garantía*: inmovilizado/activo total; *Crecimiento*: tasa de variación de la cifra de negocios; *Tamaño*: logaritmo del activo total; *Edad*: número de años desde la constitución; *Sector*: variables *dummies* dos dígitos CNAE; *Año*: variables *dummies*.

Todos los modelos de han estimado clusterizando por empresa.

*, **, *** : significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Entre los estudios consultados, el único que se centra en la opinión del auditor es el realizado por Duréndez y Sánchez

(2008) quienes concluyen la relevancia del informe de auditoría en la obtención de financiación bancaria. Sin embargo, no se

ha encontrado ningún trabajo que analice la incidencia de la opinión del auditor en el coste de la deuda, por lo que se procede a discutir los resultados con los estudios más próximos que utilizan otras formas de medir la calidad de la información. Como se ha comentado en apartados anteriores, los resultados de dichos estudios, fundamentalmente los referidos a empresas no cotizadas, son contradictorios. De ahí que la ausencia de significación encontrada inicialmente en este estudio puede considerarse en la línea de los resultados obtenidos por Piot y Missonier-Piera (2007). Sin embargo, los resultados obtenidos al distinguir por tamaños, coinciden con los encontrados por Gil e Illueca (2007).

En síntesis, los resultados obtenidos en el presente estudio ofrecen apoyo a la hipótesis H2 según la cual la calidad de la información reduce el coste de la deuda en empresas de cierta dimensión, no siendo relevante para las empresas de menor tamaño. De acuerdo con Berger y Udell (2008) ello sugiere que las entidades bancarias aplican tecnologías de crédito alternativas a los estados contables para efectuar una valoración del riesgo de crédito y, por consiguiente, para la adopción de decisiones de crédito en las pymes. Por su parte, Gil e Illueca (2007) añaden que puede deberse a una cuestión de confianza, es decir, de credibilidad por parte de las entidades bancarias hacia la información divulgada por las empresas. En esta misma línea, Piot y Missonier-Piera (2007) sugieren que la calidad de la información contable no es un elemento principal para los acreedores financieros. Ello puede explicar-

se, según estos autores, por la culturalmente menor utilización de los estados contables en la toma de decisiones de préstamo, al considerar los bancos, fundamentalmente las garantías ofrecidas por la empresa como colateral.

V. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se ha analizado la incidencia del informe de auditoría en el coste que las entidades bancarias aplican a las empresas canarias. Para ello se parte de los argumentos relativos a la existencia de información asimétrica entre prestamistas y prestatarios como uno de los factores determinantes del riesgo, lo cual redundaría en el coste de la deuda. En este sentido, la auditoría reduce las asimetrías informativas entre empresas y entidades financieras, por lo que mejora la calidad de la información divulgada por aquellas. Ello reduce el riesgo de información y, por tanto, la obtención de un informe de auditoría favorable debería contribuir a una disminución en el coste de la deuda. No obstante, la existencia de argumentos relativos a la irrelevancia del informe de auditoría en las pymes, aconsejan plantear dos hipótesis en la relación entre calidad informativa recogida en el informe de auditoría y el coste de la deuda: una primera en la que se afirma la incidencia de la calidad de la información como mecanismo reductor del coste de la deuda, y una segunda en la que se incluye el efecto moderador del tamaño en dicha relación.

Los resultados obtenidos sobre un panel de 210 empresas domiciliadas en

Canarias en el período 2003-2006, permiten extraer las siguientes conclusiones:

1. La incidencia del informe de auditoría en el coste de la deuda es irrelevante en las empresas de menor dimensión (en este estudio las que presentan un activo inferior a veinte millones de euros). Es decir, la opinión emitida por el auditor en el informe de auditoría no afecta a las decisiones de los analistas de riesgos de la banca y, en particular, a la relativa a la estimación de la prima de riesgo a fijar para determinar el tipo de interés aplicable a las operaciones de crédito. Ello se explica por la utilización por las entidades bancarias de otras tecnologías de crédito en las que el análisis de las cuentas anuales (auditadas o no) queda relegado a un segundo plano.

2. La importancia de la auditoría como mecanismo de reducción de asimetrías informativas entre la empresa y la entidad de crédito se revela en las sociedades de mayor dimensión (con un activo superior a veinte millones de euros). La decisión de los analistas de riesgos respecto al tipo de interés aplicable a los fondos concedidos a estas empresas sí parece tener en cuenta la opinión del auditor; de tal forma que el tipo aplicable se ve reducido en el caso de obtener una opinión favorable del auditor, mientras que dicho coste se ve incrementado cuando la opinión es denegada, desfavorable o contiene salvedades.

Por último, es de destacar que los resultados obtenidos ponen de manifiesto la importancia del tamaño en la financiación de la empresa, tanto por las preferen-

cias de los directivos o empresarios como por la actitud de las entidades bancarias, lo cual ha sido puesto de manifiesto en numerosos trabajos. Ello tiene una importante aplicación práctica, cual es la necesidad de distinguir en función de la dimensión a la hora de plantear políticas públicas de apoyo empresarial.

REFERENCIAS

Ball, R., y Shivakumar, L., "Earnings Quality in the UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness", *Journal of Accounting and Economics*, vol.39 (2005), págs.83-128.

Berger, A.N. y Udell, G.F. "A more complete conceptual framework for SME finance", *Journal of Banking and Finance*, nº 30 (2006), págs. 2945-2966

Brío, E., 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*, vol. XXVII, nº.94 (1998), págs.129-170.

Denis, D.J. y Mihov, V.T., The Choice Among Bank Debt, Non-Bank Private debt, and Public Debt: Evidence From New Corporate Borrowings", *Journal of Financial Economics*, vol. 70 (2002), nº 1, págs.3-28.

Diamond, D., "Financial intermediation and delegated monitoring." *Review of Economic Studies*, vol. 62 (1984), págs.393-414.

Diamond, D., "Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt", *Journal of Political Economy*, vol. 99 (1991), págs.689-721.

Duréndez, A., y Sánchez, J., "La Influencia del Informe de auditoría en la

obtención de financiación bancaria”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXXVII, nº 138 (2008), págs. 255-278.

Easley, D., y O’Hara, M.: “Information and the cost of capital”, *Journal of Finance*, nº 59 (2004), págs. 1553-1584.

Fama, E.. “What’s different about banks?” *Journal of Monetary Economics* nº 15 (1985), págs. 29-39.

Fama, E y French, K., “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt ”, *The Review of Financial Studies*, primavera vol. 15, nº 1 (2002), págs. 1-33.

Firth, M., “Qualified audit reports and bank lending decisions”, *Journal of Bank Research*, invierno (1979), págs. 231-241.

Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and Schipper, K., “The market pricing of accruals quality”, *Journal of Accounting and Economics*, nº 39 (2005), págs. 295-327.

Gill, B., e Illueca, M., “La calidad de los ajustes por devengo no afecta al coste de la deuda de las pymes españolas”, *Investigaciones económicas*, vol. XXXI, nº 1 (2007), págs.79-117.

Gosh, A., “Bank Debt Use and Firm Size: Indian Evidence”, *Small Business Economics*, vol.29 (2007), págs.15-23.

Guiral, A. y Gonzalo, J., “Informe de Auditoría y comportamiento de los analistas de riesgos: el modelo de revisión de creencias”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXXI, nº. 125 (2005), págs. 501-536.

Gul, F.A., “The effects of uncertainty reporting on lending officers’ perceptions of risk and additional information required”, *Abacus*, Vol. XXIII, nº 2 (1987), págs. 172-181.

Houghton, K.A., “Audit reports. Their impact on the loan decision process and outcome: an experiment”. *Accounting and Business Research*, invierno (1983), págs. 15-20.

Karjalainen, J., “Auditor Choice and Cost of Debt Financing for Private SMEs”. WP (2008), copia electrónica disponible en: <http://lipas.uwasa.fi/ktt/lasktoim/tuto2008/KarjalainenJukkaTuto2008.pdf>

Kim, J.B., Song, B.Y. y Tsui, J., “Auditor Quality, Tenure, and Bank Loan Pricing”. WP (2007), copia electrónica disponible en: <http://ssrn.com/abstract=873598>

Krishnaswami, S., Spindt, P. y Subramaniam, V., “Information asymmetry, monitoring, and the choice between public and privately placed debt”, *Journal of Financial Economics*, vol.51 (1999), págs. 407-434.

Leland, H. y Pyle, D., “Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation”, *Journal of Finance*, vol. 32, nº 2 (1977), págs. 371-387

Libby, R., “The impact of Uncertainty Report on the Loan Decision”, *Journal of Accounting Research*, nº 17 (1979), págs. 35-71.

Ortiz, H. y Penas, M.: “Lending to Small businesses: the role of loan maturity in addressing information problems”, *Small Business Economics*, vol. 30 (2008), págs. 361-383.

Pettit, R. y Singer, R., “Small Business Finance: a Research Agenda”, *Financial Management*, vol. 14, nº 3 (1985), págs. 47-60.

Pérez, J.; Bona, C. y Santana, D.J., “Manipulación del beneficio contable y

estructura de propiedad de la empresa canaria”, *Revista Hacienda Canaria*, nº 15 (2006), págs. 161-187.

Piot, C. y Missonier-Piera, F., “Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of French listed companies”, WP (2007), copia electrónica disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960681

Pittman, J.A. y Fortin, S., “Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 37 (2004), págs. 113-136.

Ruiz, E., “Dimensiones informativas y objetivos del informe de auditoría”, *Revista de Contabilidad*, Jul-Dic, vol. 1, nº 2 (1998), págs. 129-152.

Ruiz, E., Gómez, N. y Guiral, A., “Una comparación inter-sectorial por tamaño de la calidad de la información contable a través del análisis del informe de auditoría” *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXXI, nº 105 (2002), págs. 705-742.

Segura, J. y Toledo, I., “Tamaño, Estructura y Coste de Financiación de las Empresas Manufactureras Españolas”, *Investigaciones Económicas*, vol. XXVII (2003), págs. 39-69.

Simunic, D., Kim, J., Stein, M. y Yi, C., “Voluntary Audit and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms: Korean Evidence”, *Sauder School of Business WP* (2007), copia electrónica disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=773809

Stiglitz, J. y Weiss, A., “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, vol. 71 (1981), págs. 279-410.

Vico, A. y Pucheta, C., “Un estudio empírico sobre la relación entre informe de auditoría y cambio de auditor”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXXIV, nº 124 (2005), págs. 45-76.

ANEXO

Tabla A1. Definición de variables

VARIABLES	CÁLCULO	ESTUDIOS PRECEDENTES
Coste deuda bancaria	Gastos Financieros _t / Deuda bancaria media _{t y t-1}	Francis, LaFond, Olsson y Schiper (2005); Piot y Missonier-Piera (2007); Karjalainen (2008)
Opinión auditor	<i>Dummy</i> si opinión favorable = 1; si desfavorable, denegada o salvedades = 0	Duréndez y Sánchez (2008)
Deuda bancaria	Deuda bancaria _{t-1} / Activo total _{t-1}	Francis, LaFond, Olsson y Schiper (2005); Piot y Missonier-Piera (2007); Simunic, Kim, Stein y Yi (2007)
Rentabilidad Económica	Resultado antes de intereses e impuestos sobre activo total	Francis, LaFond, Olsson y Schiper (2005); Piot y Missonier-Piera (2007)
Liquidez	Activo circulante / Pasivo circulante	Piot y Missonier-Piera (2007); Karjalainen (2008)
Cobertura de Gastos Financieros	Resultado antes de intereses e impuestos / gastos financieros	Francis, LaFond, Olsson y Schiper (2005); Simunic, Kim, Stein y Yi (2007); Karjalainen (2008)
VarEBITDA	Coefficiente de variación del resultado antes de amortizaciones, intereses e impuestos.	Francis, LaFond, Olsson y Schiper (2005); Karjalainen (2008)
Garantías	Activo fijo / Activo total	Piot y Missonier-Piera (2007); Simunic, Kim, Stein y Yi (2007); Karjalainen (2008)
Crecimiento	Tasa de variación anual de las ventas	Francis et al (2005); Simunic et al (2007)
Tamaño	Logaritmo del activo total	Gil e Illueca (2007); Piot y Missonier-Piera (2007); Simunic, Kim, Stein y Yi (2007); Karjalainen (2008)
Edad	Nº años desde la constitución	Pittman y Fortin (2004); Simunic et al (2007)
Sector	<i>Dummies</i> según dos dígitos CNAE (clasificación adaptada a la muestra)	Pittman y Fortin (2004); Simunic, Kim, Stein y Yi (2007); Karjalainen (2008)
Año	<i>Dummies</i>	Pittman y Fortin (2004); Karjalainen (2008)

Tabla A2. Auditoría y coste de la deuda bancaria de las empresas canarias

	Empresas con Activo total inferior a 10 millones de euros		Empresas con Activo total entre 10 y 20 millones de euros	
	β	z	β	z
Auditoría_{t-1}	-0.0044	(-0.76)	-0.0014	(-0.38)
DeudaBanc_{t-1}	-0.1830***	(-5.19)	-0.0855***	(-3.14)
Rentabilidad	0.1654***	(2.70)	0.0549	(0.97)
Liquidez	-0.0002	(-0.14)	-0.0027	(-0.53)
CobGastosFros	-0.0017***	(-3.47)	-0.0005***	(-2.67)
VarEBITDA	0.0014	(1.24)	0.0029**	(2.14)
Garantía	-0.0135	(-0.47)	-0.0164	(-0.68)
Crecimiento	0.0004	(0.05)	0.0018	(0.54)
Tamaño	-0.0083	-0.77	-0.0157*	(-1.90)
Edad	0.0004	(0.86)	-0.0006	(-1.28)
Constante	0.1969**	(2.00)	0.2587***	(2.77)
Sector	Si		Si	
Año	Si		Si	
Nº observaciones	241		149	
R²	31.32%		23.24%	
Test de Wald	52.01		72.85	

Variables: Coste deuda bancaria: gastos financieros/deuda bancaria media t y t-1; Auditoría_{t-1}: dummy=1 si auditoría favorable, 0 en caso contrario; DeudaBanc_{t-1}: deuda bancaria t-1 /activo total t-1; Rentabilidad: resultado antes de intereses e impuestos/activo total; Liquidez: activo corriente/pasivo corriente; CobGastosFros: Resultado antes de intereses e impuestos / gastos financieros; VarEBITDA: Coeficiente de variación del resultado antes de amortizaciones, intereses e impuestos; Garantía: inmovilizado/activo total; Crecimiento: tasa de variación de la cifra de negocios; Tamaño: logaritmo del activo total; Edad: número de años desde la constitución; Sector: variables dummies dos dígitos CNAE; Año: variables dummies.

Todos los modelos de han estimado clusterizando por empresa.

*, **, *** significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.